

Die EZB steigt in den Kauf von Staatsanleihen ein. Dies kommt spät, hoffentlich nicht zu spät. Der EZB ist zu wünschen, dass die Realzinsen für Unternehmens- und Haushaltskredite rund um Deutschland auf ein angemessenes Niveau fallen. Aber selbst dann ist die Eurozone nicht gerettet. Für mehr Wachstum müssen die Nominallohne und -gewinne vor den fallenden Inflationserwartungen geschützt werden. Die EZB tut, was sie kann. Darüber hinaus sollten Lohn-, Fiskal- und Strukturreformpolitik endlich europaweit sinnvoll aufeinander abgestimmt werden. Weder Frankreich, noch Italien, noch Deutschland können in ihrer Wirtschaftspolitik so tun, als ob Entscheidungen keinen Einfluss auf die Nachbarn haben. Das ist umso dringender, weil Europa neben seinem Wachstumspotenzial heute leider auch seine Schuldentragfähigkeit unter Beweis stellen und mittelfristig gegen die Alterung der Bevölkerung kämpfen muss. Dafür braucht es vereinte Kräfte. Schließlich müssen die Banken in und um Deutschland so schnell wie möglich auf ein Kapitalniveau gebracht werden, dass sie wieder Kredite zu vernünftigen Konditionen vergeben können.

Die EZB hat die Aufgabe, Preisniveaustabilität bei knapp unter 2 % Inflation zu gewährleisten. Das schafft sie derzeit nicht. Bei Nullinflation fallen Preise an einer Stelle, während sie an einer anderen steigen. Das reduziert entweder Gewinne und Investitionen der betroffenen Unternehmen, oder es führt dort zu fallenden Löhnen und Stellenabbau, wenn der Unternehmer seine Marge schützt. Daher ist eine Kerninflation (ohne die stark schwankenden Energiepreise) von aktuell rund 0,7 % mit hohen Wachstumsrisiken verbunden. Die EZB kämpft mit dem heutigen Beschluss gegen die Verfehlung ihres Mandats.

Über die Erfolgsaussichten mache ich mir keine Illusionen. Die EZB kann im Rahmen von Anleihekäufen ihre eigene Bilanz verlängern und im Geldkreislauf der Banken untereinander für noch größere Überschüsse sorgen. Die EZB tut was sie kann. Die Kredite anbieten müssen die Banken. Sie müssen auch die Risiken tragen können. Die Kredite nachfragen müssen die Unternehmen und Haushalte. Diese müssen entsprechende Gewinnaussichten und Schuldentragfähigkeit haben. Das sind viele Vorbedingungen, die nicht überall in gleichem Maße erfüllt sind – bis tief in die dynamischsten Regionen der deutschen Volkswirtschaft hinein.

Es wäre daher wünschenswert, wenn die Geldpolitik von der richtigen Fiskal- und Strukturreformpolitik begleitet würde. Italiens stagnierende Produktivität ist ein Problem für uns alle in der Eurozone und Italien muss sich hier bewegen. Die hohen Kosten der französischen Unternehmen sind ein Problem für uns alle und Frankreich muss sich hier bewegen. (Fehlende) Arbeitsmarktflexibilität und Lohnpolitik haben in einer Währungsunion Auswirkungen über die Grenzen hinaus. Wir sehen das in Deutschland heute positiv in der Zuwanderung von Fachkräften aus Europa. Zweifel an der Schuldentragfähigkeit Italiens tragen zu Kapitalzuflüssen nach Deutschland bei und drücken die Zinsen hier noch stärker als die EZB das ohnehin tut. Für die Schuldentragfähigkeit des eigenen Staates ist das gut, für den deutschen Sparer weniger. Eine hohe Sparquote von Staat, Haushalten und Unternehmen in Deutschland hat daher auch Folgen für Europa, und Deutschland könnte sich hier bewegen. Mehr deutsche Nachfrage würde Europa mehr Wachstum bringen.

Das Anleihekaufprogramm ist für die EZB Neuland. Im Gegensatz zu Wertpapiergeschäften mit Rückabwicklungsvereinbarung (Repos) kauft die EZB verstärkt Wertpapiere auf die Bilanzen der europäischen Notenbanken. Allgemein charakteristisch für Quantitative Easing

(QE) ist, dass eine Notenbank vor allem Papiere mit langer Laufzeit erwirbt und dass die Summen groß sein müssen, da der Mengeneffekt auf die langfristigen Zinsen kleiner ist als der Preiseffekt einer (nicht mehr möglichen) Zinssenkung. Letzteres bedeutet, dass QE im Kern Staatsanleihekäufe sein müssen. Diese Eigenschaften sind beim jetzt angekündigten EZB-Anleihekaufprogramm gegeben. Aber QE ist normale Geldpolitik bei Nullzinsen. Die Notenbanken in den USA, UK und Japan setzen sie schon länger ein.

Eine Besonderheit des europäischen QE ist der Verbleib eines Großteils der Risiken auf den Bilanzen der Notenbanken der Mitgliedsstaaten. Sie werden nicht verrechnet. Das macht die Eurozone noch ein wenig ungewöhnlicher als sie ohnehin schon ist. Ich bin mir nicht sicher, dass dies dem Ziel von mehr Stabilität in der Eurozone am Ende zuträglich ist. Es nährt die Zweifel am Zusammenhalt der Eurozone. Das hat mittelfristig Kosten und Wohlfahrtsverluste in Form von höheren Risikoprämien zufolge. Die Zinsen können aber zunächst einmal trotzdem fallen.

Mit QE beeinflusst die EZB nicht nur die Liquiditätsposition der Banken, sondern – und das ist der entscheidende Punkt – auch die Renditen an den Kapitalmärkten: sie sinken. In Erwartung des EZB-Beschlusses sind die Renditen in der jüngeren Zeit nochmals deutlich gefallen, d. h. im Grunde wirkt QE bereits auf die Kapitalmärkte. Damit zwingt sie Kapitalmarktanleger zu Umschichtungen: Wenn die Renditen am Kapitalmarkt geringer werden, werden anderen Anlagen attraktiver, z. B. die Kreditvergabe oder noch besser: die Investition in Sachkapital. Und schließlich kann auch die Exportwirtschaft von QE profitieren: Im Trend führt QE zu einer Euro-Abwertung und das macht europäische Produkte günstiger im Nicht-Euro-Raum.

Die EZB ist in der Pflicht, ihre Aufgabe zu erfüllen. Dafür braucht sie Spielraum, wie jede andere Notenbank auch. Das stärkt die europäische Wirtschaft und schwächt sie nicht. Die EZB kämpft für Preisstabilität und stabile Inflationserwartungen. Das ist wichtig und das ist ihr Mandat. Was soll sie sonst tun?