

// ZEW-Kurzexpertise 19-05 · 10.09.2019

Friedrich Heinemann

DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK VOR EINER ERNEUTEN GELDPOLITISCHEN LOCKERUNG

**ÜBERLEGUNGEN ZU DEN EZB-OPTIONEN
IM SEPTEMBER 2019**

INHALT

1.	AUSGANGSPUNKT.....	3
2.	OPTIONEN FÜR EINE WEITERE LOCKERUNG	3
2.1.	Leitzinssenkung	3
2.2.	Ausweitung Forward Guidance.....	4
2.3.	Neuaufgabe eines (modifizierten) Wertpapierkaufprogramms.....	5
2.4.	Weitere Vergünstigungen für Langfristkreditprogramme (TLTROs)	6
3.	FAZIT	7

1. AUSGANGSPUNKT

Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) steht vor einer schwierigen Entscheidung. Ratsmitglieder haben die Märkte in den vergangenen Monaten auf eine erneute geldpolitische Lockerung eingestimmt. Der EZB-Präsident und andere Ratsmitglieder argumentieren damit, dass die aktuelle Inflationsrate und die Inflationserwartungen hartnäckig unter dem EZB-Ziel von zwei Prozent liegen und außerdem die starke Eintrübung der europäischen und globalen Wirtschaftslage erneute Maßnahmen erforderten. Am 12. September 2019 wird EZB-Präsident Mario Draghi den Beschluss des EZB-Rats verkünden. Im Vorfeld dieser Entscheidung beleuchtet und bewertet die vorliegende ZEW-Kurzexpertise verschiedene Optionen für konventionelle und unkonventionelle geldpolitischen Maßnahmen. All diese Optionen haben spezifische Risiken, die sich aus unbeabsichtigten Nebenwirkungen ergeben können. Damit stellt sich die Frage, welche der Lockerungsoptionen am ehesten zu vertreten ist.

2. OPTIONEN FÜR EINE WEITERE LOCKERUNG

2.1. LEITZINSENKUNG

Derzeit liegt der Zins der Einlagefazilität, zu dem Banken Liquidität bei den Zentralbanken des Eurosystems über Nacht parken können, bei minus 0,4 Prozent. Denkbar wäre hier eine weitere Zinssenkung und damit eine Verschärfung des derzeitigen Negativzinses. Zwar wachsen mit den negativen Zinsen die Anreize, in die Bargeldhaltung auszuweichen, weil Bargeld mit einer Null-Rendite zunehmend attraktiv erscheint. Nach allgemeiner Einschätzung und Erfahrung anderer Zentralbanken (Schweiz) ist die sich daraus ergebende Untergrenze beim Negativzins allerdings noch nicht erreicht. Eine Verschärfung der Negativzinsen könnte zudem durch Staffelsysteme bei der Verzinsung von Bankguthaben beim Eurosystem begleitet werden. So wäre es vorstellbar, den Negativzins nur für die Einlagen oberhalb eines bestimmten Freibetrags zu berechnen.

Mit Fortdauer und Verschärfung der Negativzinssituation wachsen die makroprudenziellen Risiken weiter, die sich bereits heute aus dem Höhenflug von Vermögenspreisen in der Eurozone aufbauen. Die Entwicklung der Immobilienpreise etlicher deutscher Großstädte ist nur ein Symptom dieser Entwicklung. Eine weitere Absenkung der Leitzinsen in den negativen Bereich verschärft zudem das Rentabilitätsproblem vor allem von passivlastigen Kreditinstituten. Mit der Konjunkturuntrübung dürfte sich noch dazu die Kreditdynamik zumindest im Geschäftskundenbereich eintrüben. Damit könnte sich die kostspielige

Überliquidität vieler Banken verschärfen und gerade im Abschwung noch stärker auf die Bankenrentabilität durchschlagen als in der bisherigen guten konjunkturellen Situation.

Ein Staffelzinssystem für Einlagen beim Eurosystem könnte diese negativen Folgen begrenzen. Die Konsequenz eines wirksam entlastenden Staffelzinssystems ist allerdings letztlich auch die Abschwächung der beabsichtigten geldpolitischen Wirkung. Banken, die durch eine solche Entlastung doch wieder auskömmlich mit hohen Einlagen auf ihren Konten bei der Zentralbank agieren können, verlieren unweigerlich Anreize zur Kreditvergabe.

Zu den ökonomischen und finanziellen Folgen verschärfter Negativzinsen tritt für die EZB ein ernst zu nehmendes politisches Problem. Die Negativzinsen sind bei weiten Bevölkerungskreisen in den nördlichen Euro-Staaten unpopulär und werden in der öffentlichen Wahrnehmung vor allem der EZB angelastet. Eine anhaltende jahrelange Negativzinssituation kann daher die Akzeptanz der unabhängigen Notenbank schädigen. Dies ist eine nicht zu unterschätzende politische Nebenwirkung einer Weichenstellung in Richtung einer weiteren jahrelangen Situation mit Leitzinsen im negativen Bereich.

2.2. AUSWEITUNG FORWARD GUIDANCE

Die sogenannte „Forward Guidance“, die Vorankündigung des geldpolitischen Kurses für einen längeren Zeitraum, ist ein wichtiges und anerkanntes geldpolitisches Instrument zur Steuerung von Markterwartungen geworden. Im geldpolitischen Beschluss vom Juli heißt es beispielsweise, dass die EZB-Leitzinsen „mindestens über die erste Hälfte des Jahres 2020“ nicht über ihrem aktuellen Niveau (aber möglicherweise darunter) liegen werden. Es ist denkbar, dass die EZB ihren geldpolitischen Kurs für einen noch längeren Zeitraum festschreibt und Zinserhöhungen beispielsweise bis zum Jahr 2021 oder gar länger ausschließt.

Je weiter in die Zukunft sich der Zeithorizont der „Forward Guidance“ erstreckt, desto stärker verschärft sich das Risiko einer sinkenden Glaubwürdigkeit dieser Ankündigungen. Angesichts vielfältiger Risiken (in den negativen und den positiven Bereich) ist die ökonomische Lage der Eurozone im Jahr 2021 oder darüber hinaus aus heutiger Sicht völlig unabsehbar. Wenn sich die EZB nicht nur wie bisher für etwa ein Jahr die Hände bindet, sondern diesen Zeitraum stark ausdehnt, dann könnten die Zweifel der Marktteilnehmer darüber wachsen, wie zuverlässig diese Ankündigungen wirklich sind. Dies könnte zu einem Reputationsschaden führen und das Instrument der „Forward Guidance“ beschädigen.

2.3. NEUAUFLAGE EINES (MODIFIZIERTEN) WERTPAPIERKAUFPROGRAMMS

Die EZB hat ihr im Jahr 2015 begonnenes Wertpapierkaufprogramm im Dezember 2018 vorerst beendet. Aus diesem Programm hält sie heute 2,55 Billionen Euro in ihrer Bilanz. Davon entfällt mit 2,09 Billionen Euro der überwiegende Teil auf Staatsanleihen, die restlichen Bestände umfassen verschiedene Typen von Bank- und Unternehmensanleihen. Fällig werdende Wertpapiere werden derzeit durch Neukäufe ersetzt, so dass die Bilanzpositionen unverändert bleiben. Hier sind neue Netto-Käufe vorstellbar. Im Fall neuer Netto-Ankäufe von Vermögenswerten stellt sich zudem die Frage, ob die bisherigen Programme einfach wieder aktiviert werden sollten oder ob sie zu anderen Regeln wiederaufleben. Dabei wird gelegentlich diskutiert, ob neben privaten Anleihen und Staatsanleihen auch Aktien in ein zukünftiges Ankaufsprogramm einbezogen werden könnten.

Das Wertpapierkaufprogramm ist mit seiner starken Gewichtung von Staatsanleihen hochgradig umstritten. Aktuell befindet sich das Staatsanleihekaufprogramm noch in der verfassungsrechtlichen Prüfung durch das Bundesverfassungsgericht und die Karlsruher Richter haben in der mündlichen Verhandlung im Juli viel Verständnis für die Kritik der Kläger erkennen lassen.

Unabhängig von den rechtlichen Unsicherheiten wäre eine Neuauflage der Staatsanleihekäufe mit vielfältigen weiteren Problemen verbunden. Die Zentralbanken des Eurosystems waren aufgrund der umfangreichen Käufe seit 2015 bereits 2017 und 2018 mit dem Problem konfrontiert, dass das ankauffähige Material gerade bei vergleichsweise gering verschuldeten Staaten knapp geworden ist. Neue Netto-Käufe würden daher in Zukunft überproportional in Anleihen hoch verschuldeter Euro-Staaten getätigt. In Verbindung mit der Zinssituation, in der viele Staatsanleihen auch bis in die langen Laufzeiten mit negativen Renditen gehandelt werden, ergibt sich ein zusätzliches Problem. Die EZB müsste in einem neuen Staatsanleihekaufprogramm in wachsendem Ausmaß Staatsanleihen mit Negativrenditen ankaufen und würde an diesen Käufen unvermeidbar Geld verlieren. Damit verschärft sich aber auch das Problem einer weiter wachsenden Nähe zur monetären Staatsfinanzierung, weil die Zentralbanken mit ihren Käufen Verluste zu Gunsten des Fiskus mit Sicherheit zu erwarten hätten.

Bei einer Neuauflage der Netto-Käufe wäre mit Gestaltungsänderungen zu rechnen. Bisher ist der Kauf pro Anleihe und Emittent auf in der Regel 33 Prozent des Emissionsvolumens begrenzt. Werden diese Grenzen aufgegeben, dann wird die EZB immer häufiger zum dominierenden Investor, mit dem etwa in möglichen zukünftigen Umschuldungsverhandlungen an erster Stelle zu verhandeln wäre. Auch das würde die EZB

immer stärker in die Rolle eines Schlüsselakteurs für die Finanzierung der Staatsverschuldung rücken.

Eine deutlich sichtbare negative Folge der Staatsanleihekäufe ist zudem, dass diese den Disziplinierungsdruck der Anleihemärkte für Länder mit einer wenig zukunftssträchtigen Wirtschafts- und Finanzpolitik beseitigen. Die Entwicklung der Renditen auf italienische Anleihen seit Mario Draghis Ankündigungen einer erneuten geldpolitischen Lockerung ist dafür ein Beleg. Obwohl auch die neue italienische Regierung in ihrem Programm keine ernsthaften Bemühungen für Konsolidierung und Strukturreformen zur Erhöhung des italienischen Potenzialwachstums erkennen lässt, sind die Risikoprämien auf italienische Anleihen dramatisch gefallen. Damit wachsen die negativen Langfristfolgen der EZB-Politik für das europäische Wachstumspotenzial: Reformunwillige Regierungen werden durch die Notenbankhilfe in ihrem passiven Kurs bestärkt.

Die EZB könnte der Kritik an den Staatsanleihekäufen, die auch von etlichen Mitgliedern des EZB-Rats geteilt wird, Rechnung tragen, indem sie stärker in andere Wertpapierarten ausweicht. Aber auch hier wären wachsende Risiken in Bezug auf die Herausbildung von Vermögenspreisblasen unausweichlich. Dies gälte besonders, wenn die EZB beginnen würde Aktien zu kaufen.

2.4. WEITERE VERGÜNSTIGUNGEN FÜR LANGFRISTKREDITPROGRAMME (TLTROs)

Im Rahmen der TLTROs („Targeted longer-term refinancing operations“) stellt das Eurosystem den Banken langfristige Kredite mit einer Laufzeit von gegenwärtig (TLTRO III) zwei Jahren zur Verfügung. Die Verzinsung ist an den Zinssatz der Hauptrefinanzierungsfazilität gekoppelt (der derzeit bei null Prozent liegt). Die Konditionen dieser Langfristkredite könnten für Banken noch attraktiver gestaltet oder mit neuen Anreizen für eine Ausweitung der Kredite an den Privatsektor ausgestattet werden.

Die TLTROs sind vor allem auf die Bedürfnisse bonitätsschwächerer Banken mit schwierigen Refinanzierungsbedingungen ausgerichtet. Werden die Konditionen noch weiter verbessert, wächst die Gefahr, dass die EZB Bankenstrukturpolitik betreibt und bonitätsschwache Banken subventioniert. Trotz aller Bemühungen, die TLTROs durch geeignete Regeln an die Kreditvergabe an den Privatsektor zu knüpfen, ist es nicht möglich, eine Fehlverwendung gänzlich auszuschließen. Die Fehlverwendung besteht zum Beispiel in einer indirekten Nutzung der günstigen EZB-Kredite zum Erwerb von Staatsanleihen in den hoch verschuldeten Staaten der Eurozone.

3. FAZIT – ABSAGE AN NEUE STAATSANLEIHEKÄUFE UND AUSWEITUNG FORWARD GUIDANCE

Die EZB steht vor einer der schwierigsten Entscheidungen seit ihrer Gründung. Die EZB-Spitze hat durch ihre offensive Rhetorik an den Märkten in den letzten Monaten sehr hohe Erwartungen im Hinblick auf eine erneute Lockerung der Geldpolitik geweckt. EZB-Vertreter haben dabei immer wieder versichert, dass die Zentralbank über ausreichend Instrumente verfüge. Die nähere Betrachtung der verfügbaren Optionen hat deutlich gemacht, dass der verbleibende Bewegungsspielraum aufgrund vieler gefährlicher Nebenwirkungen dieser Instrumente kleiner sein könnte als bislang dargestellt. Möglicherweise hat die EZB somit Erwartungen geschaffen, die sie nicht wird erfüllen können.

Wenn man die (strittige) Annahme akzeptiert, dass eine geldpolitische Lockerung in der aktuellen Lage unabdingbar ist, dann wiegen in der Gesamteinschätzung die Argumente gegen eine Neuauflage des Staatsanleihekaufprogramms besonders schwer. Eine geldpolitische Lockerung mit Augenmaß würde auf neue Netto-Käufe von Staatsanleihen verzichten und sich weitgehend auf eine moderate weitere Zinssenkung beschränken. Diese sollte mit Maßnahmen zur Milderung der Rentabilitätsfolgen für den Bankensektor begleitet werden. Von einer jahrelangen Festlegung auf eine Negativzinspolitik im Zuge einer weiten zeitlichen Ausdehnung der „Forward Guidance“ ist dringend abzuraten.

Priorität für die EZB unter ihrer neuen Präsidentin sollte es ab November sein, nicht länger überzogene Erwartungen an die Steuerungsfähigkeit der Zentralbank zu begünstigen. Die Wachstumsperspektiven der Eurozone entscheiden sich nicht im Eurotower, sondern in den Hauptstädten der Mitgliedstaaten. Negativzinsen und EZB-Wertpapierkäufe können die tiefer liegenden Hindernisse für einen nachhaltigen Aufschwung der Eurozone nicht beseitigen. Ganz im Gegenteil begünstigt die Geldpolitik sogar den Reformstau durch ihren Kurs und die dadurch bedingte indirekte großzügige Finanzierung hoher Staatsschulden. Die Wende zum Besseren ist nur durch umfangreiche Reformen von Arbeitsmärkten, Bildungs-, Steuer- und Sozialsystemen und ein hohes Maß an ökonomischer Integration möglich. Und all diese Aufgaben kann die EZB den nationalen Regierungen nicht abnehmen. Sie sollte wieder stärker deutlich machen, dass die Geldpolitik nicht in der Lage ist, ein Politikversagen der Mitgliedstaaten zu kompensieren.

AUTOR

Prof. Dr. Friedrich Heinemann

ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung Mannheim GmbH

L 7, 1

Tel.: +49 (0)621 1235-149

68161 Mannheim

friedrich.heinemann@zew.de