



LTRO: Erfolg oder nicht?

Description

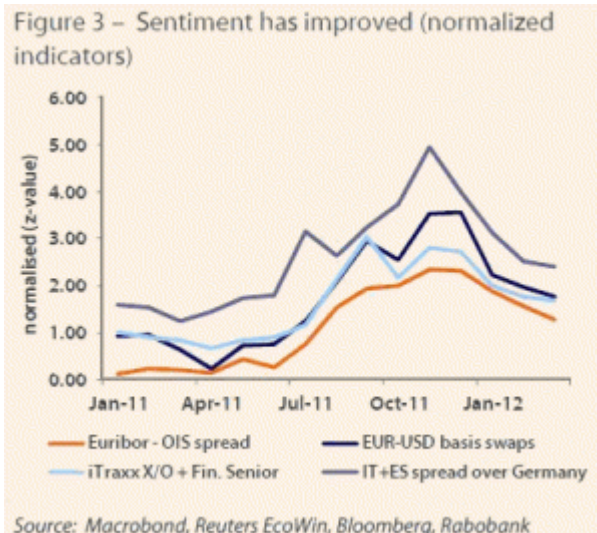
In der Bildzeitung zieht EZB-Chef Draghi ein positives Resümee der LTROs der EZB: „Das Schlimmste ist vorüber, aber es gibt auch noch Risiken. Die Lage stabilisiert sich. Die wichtigen Kennzahlen der Euro-Zone, wie Inflation, Leistungsbilanz und vor allem Haushaltsdefizite, sind besser als z. B. in den USA. Das Vertrauen der Investoren kehrt zurück und die EZB hat seit Wochen keine Staatsanleihen mehr zur Stützung kaufen müssen. Der Ball liegt jetzt bei den Regierungen. Sie müssen die Euro-Zone dauerhaft krisenfest machen.“

Draghi rechnet die Inflation von gegenwärtig 2,7% schön. Das sei zwar mehr als das Ziel der EZB, aber wenn man den Ölpreis und die jüngsten Steuererhöhungen vieler Regierungen berücksichtigt, läge die Inflation seit Monaten stabil bei 1,5%. Ja, wenn die Preise nicht steigen, läge die Preissteigerung bei Null, Herr Draghi...

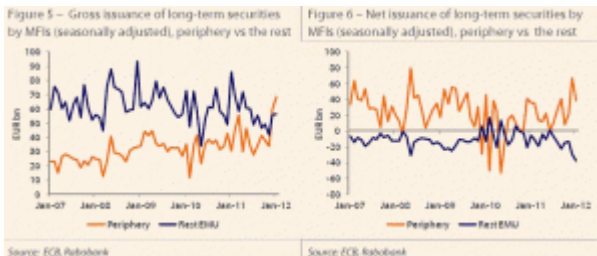
Elwin de Groot, Rabobank, spürt dem Erfolg oder Misserfolg der beiden LTROs nach, indem er nach Anzeichen sucht, dass der Transmissions-Mechanismus der Geldpolitik wieder in Gang kommt, mit dem ein geldpolitischer Impuls der Zentralbank (billiges Geld) am Ende per zunehmender Kreditfähigkeit in der Realwirtschaft ankommt ([siehe auch hier](#)).

Das funktioniert über vier Stufen, wobei de Groot die besondere (Eurokrisen-)Situation berücksichtigt: Am Anfang steht eine Stimmungsaufhellung, man fasst wieder Vertrauen in eine positive Zukunft („alles wird gut!“). Dann folgt im konkreten Eurokrisen-Fall, dass Staatsanleihen wieder gesucht sind, insbesondere die von den PIIGS-Mitgliedern Italien und Spanien. Dann sollte sich der Interbankenmarkt entspannen, die Banken vertrauen sich untereinander wieder und leihen sich Geld. Die vierte Stufe schließlich besteht darin, dass die Banken auch ihren Kunden wieder vertrauen und günstige Kredite anbieten, woraufhin diese dann das Wachstum der Realwirtschaft antreiben.

Anhand von drei Indikatoren untersucht de Groot die Befindlichkeit auf der ersten Stufe. Der Euribor-OIS Spread, der EUR-USD Basis-Swap und der Markt iTraxx Crossover and Senior Financials Index zeigen alle „Entspannung“ ([siehe auch hier](#)). Auch die zweite Stufe ist gezündet, wie die sinkenden Rendite-Spreads von Spanien und Italien gegen Deutschland zeigen.

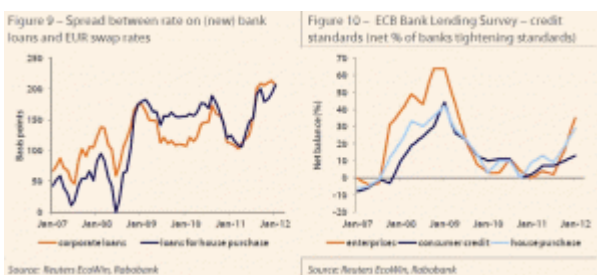


Was die Finanzierungsbedingungen der Banken angeht, so untersucht der Verfasser das Emissionsvolumen langfristiger Anleihen durch MFIs (Monetary and Financial Institutions). Er unterscheidet zwischen der Eurozonen-Peripherie und dem Rest. Auffallend ist der starke Anstieg von Emissionen in der Peripherie (brutto wie netto). Aus Sicht der Verfassers ist das nicht zwangsläufig „gesund“. Denn zu dem starken Anstieg dürfte beigetragen haben, dass PIIGS-Regierungen frische Emissionen garantiert haben, die dann bei der EZB als Pfand hinterlegt wurden, um LTRO-Mittel anzuzapfen. Zudem haben sich die Netto-Emissionen zuletzt wieder nach unten bewegt. Zum durchwachsenen Bild trägt auch bei, dass es im „Rest“ der Eurozone zuletzt zwar auch eine Steigerung von Brutto-Emissionen gab, die Netto-Emissionen sind jedoch deutlich zurückgegangen.



Auf dieser (dritten) Stufe also ein durchaus durchwachsenes Bild.

Bezüglich der vierten Stufe werden nicht nur die ausgereichten neuen Kredite untersucht, sondern auch die dazu gehörigen Konditionen. Leider werden diese Daten auch mit der größten Verzögerung veröffentlicht, so dass ein zeitnahes Bild schwierig ist. Aktuell dürften sich hier bestenfalls gerade die Effekte des ersten LTROs abzuzeichnen beginnen. Auch hier ergibt sich ein gemischtes Bild mit vergleichsweise hohen Zinsen (trotz niedrigstem Leitzins).



De Groot schreibt denn auch zum Schluss: Wenn sich die Wirkung der LTROs nicht bis zur vierten Stufe

hin fortsetzt, dürfte die EZB bald wieder verstärkt in die Kritik kommen, Solvenzprobleme mit Liquidität lösen zu wollen.

So weit die Rabobank (Charts über [FT Alphaville](#)).

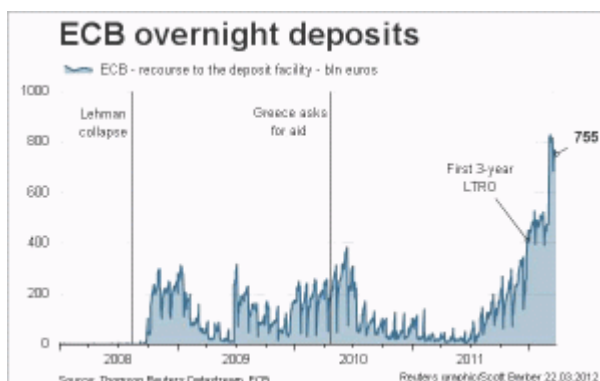
Einige weitere Stimmen, die sich kritisch zu den LTROs äußern:

Paul de Grauwe schrieb vor einigen Tagen in der FT, die LTROs haben zwar eine Kreditklemme verhindert, sie werden aber zurückschlagen. Er sieht drei Probleme: Um für den Bond-Ankauf bei den PIIGS über Banken zu gehen, musste die Summe viel größer sein als bei direkter Intervention der EZB. Denn die Banken haben nur einen Bruchteil der LTRO-Mittel für Bond-Käufe verwendet. Kommt die nächste Panik-Welle, werden die Banken ihre Bond-Bestände wieder verkaufen, was die EZB dann zwingt, einzuspringen. Und drittens schaffe das Programm massiven „moral hazard“. Die einzige Möglichkeit, die Staatsschuldenkrise zu lösen, sei, dass die EZB die Bonds selbst ankauft. Die EZB müsse die deutschen, „irrationalen“ Widerstände dagegen überwinden. Es sollte keinen Unterschied machen, ob die PIIGS-Bonds in der Bilanz der EZB oder in der der Banken stehen.

Die EZB hat ihren Inflations-Forecast jetzt auf einen Bereich mit Mitte 2,4% hochgesetzt. In der FAZ kritisiert Philip Plickert Draghi scharf, dass die EZB das zweite Jahr in Folge das Inflationsziel von 2% verfehlt. Für Deutschland sei der reale Zins von minus 1,4% viel zu niedrig. Man frage sich, ob die Hauptaufgabe der EZB sei, Staaten und Banken mit billigem Geld zu retten. Oder ob die EZB weiterhin zu ihrem Ziel der Preisstabilität stehe.

Die Bilanzsumme des Eurosystems liegt jetzt über 3 Bill. Euro, das 2,1-fache des deutschen BIP. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise ist sie um den Faktor 2,5 gestiegen. Das ist aber nach Ex-Chefvolkswirt der EZB Jürgen Stark weniger entscheidend, denn wirklich beunruhigend sei die Qualität der Bilanzstruktur, schreibt die FAZ. Es sind immer mehr kurzfristige durch langfristige Forderungen ersetzt worden. Dadurch wird es schwerer, die lockere Geldpolitik wieder zurückzunehmen. Viele Sicherheiten in der Bilanz des Eurosystems sind nur wenig wert, wenn die dahinter stehenden Staaten ausfallen. Es kann schon bei relativ geringen Verlusten zu einem immensen Glaubwürdigkeitsverlust kommen. Und bei großen Verlusten sei das ganze System bedroht.

Der Verlauf der Über-Nacht-Einlagen bei der EZB zeigt, dass nach wie vor keine nachhaltige Normalisierung im Interbanken-Markt eingetreten ist. Der Wert liegt nicht weit unter seinem jüngsten Rekord:



LTRO: Erfolg oder nicht? Ordnungspolitisch sind die LTROs eine Katastrophe ("moral hazard" – siehe auch: [LTRO: Die nächste Blase kommt](#)). Davon abgesehen haben die massiven Geldspritzen natürlich zu einer zeitweiligen Beruhigung der Lage beigetragen, wie auch schon [hier](#) vor dem zweiten LTRO festgestellt. Dass der geldpolitische Impuls in der Realwirtschaft ankommt, ist hingegen insbesondere in einem Umfeld nachlassender Wachstumsdynamik unwahrscheinlich. Und so wird die EZB eben eines Tages auch wieder anfangen, PIIGS-Staatsanleihen zu kaufen und bekämpft damit Solvenzprobleme, als



wären sie eine zeitweilige Liquiditätsklemme.