

Ex-EZB-Chefvolkswirt kritisiert Zentralbanken

Description

Jürgen Stark war von 2006 bis Ende 2011 Chef-Volkswirt der EZB. Sein Rücktritt war persönlich begründet, hieß es damals – geglaubt hat das sowieso niemand. Er selbst hatte alsbald klargestellt, dass die wirklichen Gründe in der Politik der EZB zu suchen sind. Dass er auch mit der Politik außerhalb der EZB nicht immer einverstanden war, wird deutlich an seinem noch während seiner Amtszeit in Anspielung auf Spanien und Irland ergangenen Hinweis, dass die Korrektur von Fehlentwicklungen mit vorhandenen nationalen Instrumenten möglich gewesen wäre: [„Der Immobilienboom in einigen Ländern hätte ohne weiteres mit aufsichtsrechtlichen und steuerlichen Instrumenten gebremst werden können“](#).

[Die NZZ hat ihn jetzt interviewt.](#)

Gefragt zur Verfassung der Aktien- und Bond-Märkte spricht er von Anzeichen von Übertreibungen, in bestimmten Regionen auch bei den Immobilienpreisen. Das sei eine Folge der super lockeren Geldpolitik, die weltweit betrieben wird. Das 2012er-Wachstum von gut zwei Prozent in den USA sei nicht primär selbsttragend.

Gefragt, ob die **Wertpapiermärkte noch freie Märkte** sind, verweist Stark auf die im Jahr 2008 international koordiniert auf fast null gesenkten Leitzinsen und die Flutung der Märkte mit Liquidität. Nicht zuletzt durch erhebliche physische Interventionen in den Märkten für Staatsanleihen seien deren Preise verzerrt. Auch in der Eurozone spiegeln die Zinsen die wirklichen Marktverhältnisse nicht mehr wieder, da die EZB angekündigt hat, im Zweifelsfall in gewissen Staatsanleihenmärkten einzugreifen. Es sei aber nicht die Aufgabe der Zentralbank, Marktfunktionen über einen längeren Zeitraum ausser Kraft zu setzen.

Für ihn ist entscheidend, ob das **Handeln der Zentralbank geldpolitisch begründet** ist. Ist zum Beispiel der geldpolitische Transmissions-Mechanismus gestört oder droht eine Deflation, muss sie eingreifen und im Falle der Deflationsgefahr notfalls sogar zum Äussersten greifen – und Staatsanleihen aufkaufen. Das Risiko einer Deflation sieht er gegenwärtig aber weder in den USA noch in Europa. Daher ist die Motivation hinter den Käufen von Staatsanleihen eindeutig, überschuldete Länder vor dem Marktpreis ihrer Staatsanleihen zu schützen, und damit geldpolitisch nicht begründet.

Zur Frage der **Ausrichtung der Notenbanken an makroökonomischen Wachstumszielen** argumentiert Stark, die Geldpolitik würde so umfunktioniert, um strukturelle Anpassungsmassnahmen einer Volkswirtschaft zu flankieren. Das bedeutet aber eine expansive Geldpolitik zu jeder Zeit. In den zurückliegenden 15 Jahren habe sich gezeigt, dass die Zentralbanken nicht willens sind, nach einer Krise beizeiten zu einer Normalisierung der Geldpolitik zurückzukehren. So seien die Geldmarktzinsen seit Mitte der 1990er Jahre immer weiter gesunken, was dann auch zu den berühmten unbeabsichtigten Konsequenzen führte, etwa der Bildung von Preisblasen bei Vermögenswerten.

Gefragt, ob die Zentralbanken angesichts des **immensen politischen Drucks** überhaupt beizeiten aus der expansiven Geldpolitik aussteigen können, sagt Stark, der Druck auf die Zentralbanken sei überall zu spüren. Aber es sei noch viel schlimmer, wenn die Notenbanker vorsehend gehorsam sind und in Erwartung bevorstehenden politischen Drucks im Voraus bestimmte Massnahmen treffen. So können sie dann hinterher sagen, sie hätten unabhängig gehandelt. De facto gibt es diese aber Unabhängigkeit nicht mehr – nicht in den USA, nicht in Europa und schon gar nicht in Japan. Die Unabhängigkeit der Zentralbanken zur Kontrolle der Verbraucherpreis-Inflation hat sehr gute Gründe.



Die derzeitige **Entwicklung in Japan** sieht Stark sehr kritisch. Japan befinde sich in seiner zweiten verlorenen Dekade. Die Massnahmen von Premierminister Abe sind Prinzipien und Tabus brechende Verzweiflungstaten. Die Unabhängigkeit der Bank of Japan ist faktisch weggefegt. Auch die gezielte Schwächung der eigenen Währung ist äusserst bedenklich. Wenn sich daraus ein Abwertungswettlauf entwickelt, hätte das fatale Folgen für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte.

Gefragt, ob er schon einen **Währungskrieg** toben sieht, antwortet Stark, es gebe jedenfalls Wechselwirkungen. Zunächst hätten die Schwellenländer auf die ultralockere Geldpolitik der USA reagiert, um sich gegen die Flutung der Finanzmärkte mit Liquidität zu wehren, die über Aufwertungsschocks ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit gefährdete. Wer die Märkte mit billigem Geld flutet, nimmt zumindest billigend eine Schwächung der eigenen Währung in Kauf. Auch deshalb ist die internationale Kritik gegenüber Japan noch nicht allzu laut. Die Folgen solcher Politik sind aber am Ende Protektionismus, zuerst an den Finanzmärkten, dann auch an den Gütermärkten.

Eine **Rückkehr zum Vollgeldsystem oder Goldstandard** lehnt Stark ab. Allerdings müsse man sich von schuldenfinanziertem Wachstum verabschieden. Das Leben auf Pump kann zusammen mit Exzessen an den Finanzmärkten zu einem Kollaps des Systems führen. Der einzige Anker im derzeitigen Geldsystem sei die Glaubwürdigkeit der Zentralbank. Diese Rolle sollte gestärkt werden. Zurzeit findet allerdings das Gegenteil statt, den Zentralbanken werden immer mehr Aufgaben zugeteilt. Das wollen die Zentralbanker aber selbst auch, sie sehen sich als die eigentlichen Krisenmanager. Die grössere Machtfülle wollen sie weiter ausüben, ohne hierzu demokratisch legitimiert zu sein. Das sei eine erhebliche Gefahr.

Höhere **Inflationsraten in Europa** sieht Stark nicht unmittelbar. Die Gefahr steigt aber mit der Fortsetzung der ultralockeren Geldpolitik, die die Finanzmärkte mit Liquidität flutet. Das gilt global, nicht nur für Europa. Wenn sich die Inflationserwartungen erhöhen, wird es kritisch. Die Zentralbanken werden dann vermutlich die Zinsen nicht schnell und stark genug zu erhöhen, weil sie die daraus resultierenden Friktionen in der Politik und an den Finanzmärkten fürchten. In der Eurozone dürfte es nach Stark in den Jahren 2014 und 2015 für die EZB vermutlich schwer werden, die Teuerung bei unter, bzw. nahe 2% zu halten.

Gefragt, ob Zentralbanker über die Folgen der **finanziellen Repression** diskutieren, verweist Stark darauf, dass das Thema weder in Reden von Zentralbankern noch in den Monatsberichten vorkommt. Es sei aber eine Tatsache, dass wir uns in finanzieller Repression mit negativen Realzinsen befinden. Das reduziert die Schulden, führt aber auch zu einer kalten Enteignung der Sparer. Dies gab es z.B. in den USA nach dem Zweiten Weltkrieg, als die hohen Kriegsschulden reduziert werden mussten. Die daraus resultierende grosse Umverteilung, beispielsweise von Sparern zu Schuldnern und von Versicherungen zu Banken, sei politisch gewollt, zumindest politisch toleriert.

Die Ausführungen von Stark sind nicht neu – sie zeigen aber wie die Ausführungen von Weidmann, dass es durchaus auch im engeren Kreis der Zentralbanker Widerspruch und Kritik zu den aktuellen Entwicklungen im "[central banking](#)" gibt. Viel Hoffnung besteht allerdings nicht, dass das Rad zurückgedreht werden kann. Die daraus resultierenden Gefahren für die ohnehin schon mehr als schwach ausgeprägten Demokratien sind erheblich.