

EZB – Experiment mit Negativ-Zins

Description

Nun hat die EZB also gehandelt – nein, es geht nicht darum, dass sie die Leitzinsen mit 0,15% noch ein wenig mehr der Nulllinie annähert. Sie hat die Zinsen für Über-Nacht-Einlagen bei ihr mit minus 0,1% negativ gemacht und schüttet mittels zweier Geldspritzen im Volumen von 400 Mrd. Euro noch mehr billiges Geld an Banken aus, wenn diese Kredite an Firmen vergeben. Zudem werden 165 Mrd. Euro aus einem früheren Anleihekaufprogramm nicht sterilisiert.

Ifo-Präsident Sinn bezeichnet die Beschlüsse als verzweifelten Versuch, Kapitalströme nach Südeuropa umzuleiten und dort die Wirtschaft anzukurbeln. Das könne aber nicht funktionieren, weil dort zuvor die Wettbewerbsfähigkeit durch Reformen des Arbeitsmarktes verbessert werden müsste. Sparer und Besitzer von Lebensversicherungen würden die Zeche bezahlen.

Die EZB ist die erste große Notenbank auf der Welt, die sich mit einem negativen Einlagezins versucht. Die BIS, die Zentralbank der Zentralbanken, hat Bedenken angemeldet, weil die Folgen viel zu wenig absehbar sind.

Interessanterweise hat sich die EZB gegen breit angelegte Anleihenkäufe (QE) ausgesprochen. Sie hat dafür einen guten Grund: QE-Maßnahmen zielen darauf ab, die langfristigen Zinsen zu drücken. Damit würden auch die Zinseinnahmen der Banken aus der Kreditvergabe unter Druck geraten. Mit der Senkung der kurzfristigen Zinsen hat die EZB die Kostenseite der Banken nochmals entlastet und will so erreichen, dass die Margenschere der Banken aufgeht. Gleichzeitig treibt sie die Banken mit dem Negativ-Zins in riskantere Anlageformen, seien es Kredite oder Asset-Spekulationen.

Nett gedacht. In diesem Wirtschaftssystem dreht und fällt alles damit, dass sich Wirtschaftssubjekte verschulden. Nur – wie sonst auch, so gibt es auch hier die zwei Seiten, Angebot und Nachfrage. Die Zentralbanken gehen das Problem von der Angebotsseite her an, sie führen die Pferde zur Tränke. Was aber ist, wenn die nicht saufen wollen, sprich wenn Unternehmen, Haushalte, auch Staaten keine zusätzlichen Kredite nachfragen wollen (oder können)? Weil sie bereits hoch verschuldet sind oder in der Kreditaufnahme keinen wirtschaftlichen Nutzen sehen.

Irving Fisher hat 1933 nach dem Börsenkrach 1929 die [Theorie der Verschuldungs-Deflation](#) formuliert, wonach die reale Schuldenlast die Gesamtwirtschaft umso stärker lähmt, je mehr Schulden die Wirtschaftssubjekte zurückzahlen. Der Mechanismus ist an zwei Voraussetzungen geknüpft, hohe Verschuldung und sinkende Preise von Waren, Dienstleistungen und Vermögensgegenständen. Der

Prozess verstärkt sich selbst. Auch wenn die Notenbank die Zinsen senkt und so neue Kredite verbilligt, bleiben die Belastungen aus zu festen nominalen Zinsen bereits geschlossenen Darlehensverträgen gleich. Die Motivation der Banken, neue Kredite auszureichen, sinkt mit sinkendem Zinsniveau, zumal sie eine hohe Anzahl von faulen Darlehen zu verkraften haben.

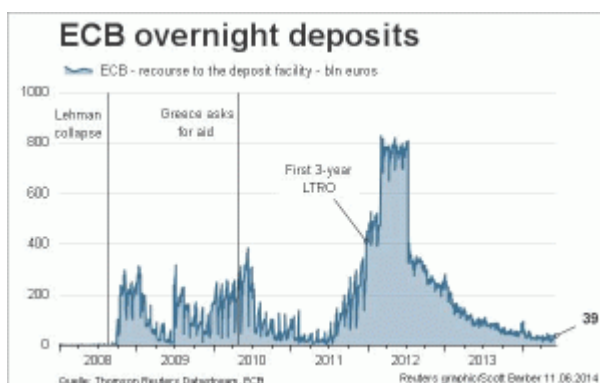
In Anlehnung an Fisher entwickelte der Japaner Richard Koo in den 1990er Jahren die These von einer Bilanz-Rezession und warnte davor, dass überschuldete Staaten, Firmen und Haushalte gleichzeitig Schulden abbauen. Auch günstige Kredite könnten das womöglich nicht verhindern. Die Professoren Milan und Sufi haben in ihrem Buch "The House of Debt" akribisch untersucht, warum die jüngste US-Rezession so lange gedauert hat. Den Grund sehen die an den Universitäten Princeton und Chicago lehrenden Wissenschaftler nicht in einer Bankenkrise-bedingten Kreditklemme, sondern in einer fehlenden Nachfrage von Krediten. Der private Sektor habe sich geweigert, sich neu zu verschulden. Auch hier ist im Kern wieder Fishers Paradoxon zu finden, dass ein Schuldenabbau zwar mikroökonomisch sinnvoll sein kann, aber verheerende makroökonomische Folgen haben kann, wenn er breit angelegt ist.

Auf dem Brüsseler Wirtschaftsforum waren sich jüngst alle einig: "Der einzige nachhaltige Lösungsweg ist Wachstum." Nur wie das kommen soll, darüber rätselt man. Lettlands langjähriger Premier Valdis Dombrovskis sieht das Risiko von Stagnation und Verhältnissen wie in Japan nach dem Immobilien- und Aktiencrash Anfang der 1990er Jahre. Danach wuchs die Wirtschaft zwei Dekaden kaum noch, zuvor hatten die Japaner übermäßig auf Pump gelebt. In der Folge mussten angeschlagene Banken gerettet, Schulden über Jahre hinweg abgebaut und der private Konsum eingeschränkt werden. Und wie in Japan brems auch in Europa die Überalterung der Bevölkerung die Dynamik. Europas Wettbewerbsfähigkeit müsse gesteigert werden, so heißt es überall. Gebraucht werden Strukturreformen, sagt Guntram Wolff, Chef des Brüsseler Thinktank Bruegel.

Jetzt rächt es sich, dass die Europäer die Sanierung der Banken haben schleifen lassen. Die USA griffen frühzeitig mit staatlicher Zwangskapitalisierung ein, die Bankenkrise war dort 2009 ausgestanden. In der Eurozone kochte sie Ende 2011 erst so richtig hoch und die Eigenkapitalquoten der Banken liegen hier immer noch deutlich unter denen der amerikanischen Banken.

Der angelaufene AQR der EZB trägt nicht gerade zur Unterstützung der Kreditvergabe bei, aber ich denke, dass die Probleme tatsächlich eher auf der Nachfrageseite liegen, wie das u.a. Milan und Sufi postulieren.

Was tun die Banken in ihrer „Verzweiflung“ mit dem billigen EZB-Geld? Sie parken es nicht länger bei der EZB, ...



... sondern suchen nach lukrativeren Anlagemöglichkeiten. Die Aktienkurse in der südlichen Peripherie der Eurozone steigen deutlich an. Gleichzeitig fällt der Euro gegen Dollar und Yen, der MSCI-Emerging-Markets-Asia erreicht wieder das Hoch vom Mai 2013. Wird der Euro zur Carry-Trade-Währung?

Siehe auch: [Die EZB und der negative Einlagezins](#).

Die geldpolitischen Flutungsmaßnahmen der Notenbanken sind eine Anleihe auf die Zukunft, die früher oder später zurückgezahlt werden muss. Der Preis in Form einer Korrektur an den Asset-Märkten wird umso höher, je länger sie hinausgezögert wird. Einer nächsten Rezession haben die Notenbanken wenig entgegenzusetzen. Letztlich werden die Zinsen steigen müssen, das wird v.a. Aktien unter Druck setzen. Wenn die von den Notenbanken so herbeigesehnte Inflation gerade dann kommt, wenn (mit steigenden Zinsen) eine Rezession startet, dürfte die Korrektur besonders heftig ausfallen.

Nachtrag:

(12.6.14) Der Ökonom und Statistiker Walter Krämer sieht EZB-Chef Draghi als Interessenvertreter der Großbanken und hält nichts vom Deflationsgerede. Der entschiedene Kritiker der Euro-Rettungspolitik sieht im jüngsten Zinsentscheid der EZB das Ziel, mit billigem Geld Teile des Finanzsektors vor dem Untergang zu bewahren. In den USA sind seit 2008 einige Hundert Banken pleite gegangen, in der Eurozone nur wenige, [sagt er im Interview mit der WirtschaftsWoche](#). Gegen jede ökonomische Logik würden marode, klinisch tote Geldinstitute über Wasser gehalten.

(18.6.14) Der folgende Chart der "[Washington Post](#)" zeigt die anhaltend hohe Verschuldung im privaten Sektor der Eurozonen-Peripherie sehr deutlich auf und unterstreicht damit oben dargestellten Zusammenhang.

