

NIEDRIGZINSPOLITIK DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK (EZB)

Gedanken zur gegenwärtigen Situation

Wegen der Unzulänglichkeiten bei der Datenerhebung zur Ermittlung des harmonisierten Verbraucherpreisindex strebt die EZB eine jährlich berechnete Preissteigerungsrate nicht von null, sondern in der Nähe von plus zwei Prozent an. 2003 hatte sie das Inflationsziel zwischen 1,7 und 1,9 Prozent konkretisiert. Es ist symmetrisch: sowohl zu hohe als auch zu niedrige Inflationsraten gilt es zu vermeiden. Tatsächlich bewegt sich die Teuerungsrate in der Europäischen Währungsunion (EWU) seit geraumer Zeit deutlich unter dieser Zielmarke mit zunehmendem Abstand. Das gilt auch für die Kerninflationsrate, also ohne Berücksichtigung von Nahrungsmitteln und Energie in dem der Berechnung des Preisindex zugrunde liegenden Warenkorb. Ein Grund für diese Entwicklung ist die zunehmende digitale Vernetzung von Leistungserstellung und Leistungsnutzung (Industrie 4.0) in vielen Bereichen der heute wissensbasierten Wirtschaft und die damit einhergehenden Produktivitätssteigerungen. Bei stagnierender oder gar rückläufiger Nachfrage sinkt folglich die Leistungserstellung und steigt die Erwerbslosigkeit. Das gilt vor allem für die Euro-Krisenstaaten. Weitere Ursachen sind seit geraumer Zeit sinkende Erdölpreise und billigere Energieimporte sowie Korrekturen überhöhter Preise in einigen Ländern. Der sich verringemde Abstand zur Nulllinie, bei der nach allgemeinem Sprachgebrauch die sogenannte Disinflation in Deflation übergeht, lässt die zum Teil recht kontrovers geführten Diskussionen über notwendige Interventionen der EZB als Hüterin der Währung immer heftiger werden.

Deflation, wie sie in den 1930er-Jahren auftrat, ist ein Prozess nachhaltig, also nicht nur vorübergehend sinkender Preise. Kennzeichen dafür sind nach bereits zuvor einbrechenden Wachstumsraten des Bruttoinlandproduktes zunehmend rückläufige Wirtschaftsaktivitäten, steigende Erwerbslosigkeit und Lohnsenkungen. Verfestigen sich die Erwartungen weiterhin und dauerhaft fallender Preise, kommt es zu verstärkten Verlagerungen der Nachfrage in die Zukunft und zu einer Abwärtsspirale von Preisveränderungen unterhalb der zuvor zitierten Nulllinie. Die Realzinsen steigen. Das ist besonders problematisch für Unternehmungen und Haushaltungen mit hohen längerfristig gebundenen Schuldenständen. Der Preisverfall wirkt in der Tendenz restriktiv auf die Abschlüsse jener Verträge, bei denen durch sinkende Preise die realen Belastungen steigen, wie das beispielsweise bei Kreditverträgen und Arbeitsverträgen im Hinblick auf den Schuldendienst und die Personalkosten der Fall ist. — Disinflation dagegen bedeutet sinkende Preisniveausteigerungen (zweite Ableitung!), also Verminderungen der statistisch festgestellten sogenannten Inflation.

Betrachtet man die EWU insgesamt und sieht man von besonderen Situationen in einigen Ländern ab, dann geht es zunächst darum, disinflatorische Entwicklungen zu stoppen, um ein Abgleiten in die Depression zu verhindern. Dazu setzt die EZB vor allem folgende Maßnahmen ein, die zum Teil heftig umstritten sind:

- 1) Senken der Leitzinsen;
- 2) **Quantitative Easing (QE)**: Dabei handelt es sich um den Ankauf von Anleihen, Pfandbriefen und Kreditverbriefungen – letztere **Asset-Backed-Securities (ABS)** genannt – durch die EZB. Sind Gegenstand dieser Operationen Staatsanleihen, welche die EZB auf Sekundärmärkten erwirbt, spricht man von 'Quantitative Easing durch **Outright Monetary Transactions (OMT)**'. Quantitative Lockerungen kommen dann in Betracht, wenn die Leitzinsen von der Zentralbank fast auf null oder möglicherweise bereits darunter gesetzt worden sind und zur Konjunkturstützung weiterhin eine expansive Geldpolitik erforderlich ist. Operationen dieser Art dienen ihrem Zweck nach der Aufrechterhaltung der geldpolitischen Wirkungskette. Die Funktionsfähigkeit des gestörten Transmissionsprozesses zwischen Notenbanken, Kreditinstituten und Realwirtschaft soll wiederhergestellt werden. Durch die Ankäufe werden bei den bisherigen Inhabern der Titel Ansprüche, die erst in der Zukunft fällig geworden wären, in gegenwärtig verfügbare Liquidität umgewandelt. Mit anderen Worten: Gebundenes Eigenkapital wird freigesetzt. Bei Geschäftsbanken erhöhen sich die Kreditgewährungspotenziale, ihre Geldschöpfungsspielräume erweitern sich.
- 3) Vergabe von Langfriskrediten an Geschäftsbanken zu einem Zinssatz nahe null (**Targeted Longerterms Refinancing Operations, TLTRO**) mit Laufzeiten von ursprünglich drei¹ und jetzt vier Jahren.

Der Hauptgrund für die bisher ausbleibende wirtschaftliche Erholung in den meisten Ländern der Euro-Zone ist das generelle Überschuldungsproblem. Viele Unternehmungen, private Haushaltungen und auch einige EU-Länder sind bestrebt, ihre hohen Schuldenbestände zu verringern. Dadurch sinken Nachfrage und Auftragseingänge bei den Unternehmungen. Andererseits sind die Geschäftsbanken angesichts ihres oft knappen Eigenkapitals in Relation zu den risikobelasteten Aktiva in ihren Bilanzen bei der Kreditgewährung zurückhaltend. Summa summarum werden gegenwärtig mehr Kredite getilgt als neu vergeben. Insofern ist es verständlich, dass die EZB die Leitzinsen auf Tiefstände gesenkt hat, die Konditionen ihrer Kredite lockert und die Laufzeiten verlängert. Darüber hinaus ist sie bereit, die Bilanzen der Banken durch Aufkauf-Programme zu entlasten, damit diese mehr Kredite vergeben können.

Fraglich ist, inwieweit unter den aktuellen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen mit den bisher ergriffenen und für die Zukunft geplanten geldpolitischen Maßnahmen die realwirtschaftlichen Abläufe zielgerichtet beeinflusst werden können. Es ist nicht sicher, dass durch eine expansive Geldpolitik die Banken in Europa mehr Kredite vergeben und andererseits die Unternehmungen mehr Kredite für Innovationen und Investitionen in Anspruch nehmen und damit die Konjunktur ankurbeln werden. Praktisch kann mit geldpolitischen Maßnahmen allein kein zusätzliches Wirtschaftswachstum bewirkt werden, wenn sich lediglich die Finanzierungsbedingungen verbessern. Ohne umfassende strukturelle und fiskalische Reformen (vor allem: flexible Arbeitsmärkte, weniger Bürokratie, wachstumsadäquate Steuersysteme) und

¹ Diese TLTRO Ende 2011/Anfang 2012 in Höhe von etwa einer Billion Euro wurden nach dem Mörsersgeschütz aus dem Ersten Weltkrieg 'Dicke Berta' genannt.

eine auf Infrastruktur, Bildung, Forschung und innovative Investitionen sowie fortschrittliche Internetdienste² gerichtete Realpolitik kann die Geldpolitik auf Dauer nicht erfolgreich sein.

Ziel der EZB-Politik ist eine Richtungsänderung in der bisherigen Preisentwicklung in dem Sinne, dass die sogenannte Inflation wieder näher an das mittlere Ziel von knapp unter zwei Prozent herangeführt wird. Dazu hat die EZB den im Juni 2013 bereits auf minus 0,1 Prozent reduzierten Einlagensatz am 5. Juni 2014 noch einmal auf minus 0,2 Prozent gesenkt. Ein negativer Einlagensatz bedeutet gewissermaßen die Erhebung von Strafzinsen auf Bankguthaben bei der EZB. Im Grunde kommt das einer Steuer auf Bankeinlagen gleich. Dadurch sollen die Geldinstitute dazu gedrängt werden, mehr Kredite an die Realwirtschaft zu vergeben. Das setzt allerdings voraus, dass die Banken die Risiken der Kreditvergabe tragen können und dazu auch bereit sind. Das ist nicht überall in der Euro-Zone der Fall. Auch sollen Banken mit überschüssiger Liquidität bereitwilliger als bisher dazu veranlasst werden, diese Mittel über die Interbankenmärkte anderen Kreditinstituten mit unzureichendem Geldschöpfungspotenzial zur Verfügung zu stellen.

Ob in der gegenwärtigen Situation die Kreditinstitute auf Grund dieses Strafzinses den Wünschen der EZB generell entsprechen werden, ist fraglich. Negative Leitzinsen können eher zu unerwünschten Ausweichreaktionen führen. Zum einen können die Banken die Zusatzkosten über höhere Kreditzinsen (und Bankgebühren) auf Ihre Kunden überwälzen, was in der gegenwärtigen Wirtschaftslage nicht situationsgerecht wäre. Zum anderen können die Kreditinstitute sich veranlasst sehen, ihre Zentralbankguthaben durch vorzeitige Rückzahlungen teurer Anleihen zu senken, anstatt durch Kreditvergabe die umlaufende Geldmenge zu erhöhen. Außerdem ist zu bedenken, dass negative Einlagenzinsen die Wirkung von Outright Monetary Transactions im Rahmen von Quantitative-Easing-Programmen beeinträchtigen können. Das wird dann der Fall sein, wenn die Banken die Erlöse aus dem Verkauf der Staatspapiere nicht sofort wieder für die Vergabe von – aus ihrer Sicht – vertretbaren Krediten einsetzen können und zeitweise bei der EZB parken müssen, wofür sie dann Strafzinsen zu entrichten haben.

Nach Artikel 123 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union ist es der EZB verboten, Staatsfinanzierung zu betreiben. Insofern darf sie öffentliche Anleihen nicht direkt vom Emittenten übernehmen. Kontrovers wird die Frage diskutiert, ob sie gegen Artikel 123 auch dann verstößt, wenn sie die Staatsmittel auf Sekundärmärkten erwirbt. Da solche OMT die Liquidität der Staatshaushalte nicht unmittelbar erhöhen, stellen sie – streng genommen – keine Staatsfinanzierung dar. Mit ihnen soll lediglich erreicht werden, dass sich die Zinsen für Schuldverschreibungen der betreffenden Staaten verringern und ihnen so die Aufnahme neuer Kredite am Kapitalmarkt erleichtert wird.

Im Mai 2010 gab der damalige EZB-Präsident, Jean-Claude Trichet, dem Drängen der Mitgliedstaaten nach und erklärte, die EZB werde – wenn nötig – über ein QE-Programm staatliche Schuldverschreibungen der Krisenländer in unbegrenztem

² analog der deutschen 'Digitalen Agenda'.

Umfang über Drittmärkte ankaufen. Damit sollte ein Auseinanderbrechen der Währungsunion verhindert werden. Allein die Ankündigung eines solchen Anleihenkaufprogramms senkte die Risikoprämien für Anleihen der Problemländer. Die vorgesehene selektive Verteilung der Interventionsmittel fand allerdings wenig Zustimmung bei jenen Ländern, die nicht in das Stützungsprogramm involviert waren. Darüber hinaus wurden Befürchtungen geäußert, die Krisenländer könnten sich nun nicht mehr oder zumindest nur noch in geringerem Maße veranlasst sehen, ihre Staatsschulden abzubauen und Strukturreformen konsequent durchzuführen. Besonders für diese Länder seien doch grundlegende Sanierungen zwingend erforderlich, damit sie in der Union wieder den wirtschaftlichen Anschluss fänden.

Am 22. Januar 2015 hat der EZB-Rat ein erweitertes QE-Programm verabschiedet. Danach werden zusätzlich zu den Papieren der bereits bestehenden Programme³ ab März 2015 zunächst bis September 2016 auch Staatsanleihen⁴ mit gutem Rating gegen Zentralbankgeld aus dem Markt genommen, und zwar in Höhe von monatlich 60 Milliarden Euro, über den gesamten Zeitraum also in Höhe von insgesamt 1,14 Billionen Euro. Es unterscheidet sich von dem im Jahre 2010 angekündigten Konzept im Wesentlichen darin, dass zukünftig die Mittel nicht mehr selektiv nur zum Ankauf von Bonds aus notleidenden Ländern eingesetzt werden. Vielmehr werden jetzt alle Mitgliedstaaten flächendeckend in das Programm einbezogen. Folglich war zunächst zu klären, nach welchen Kriterien die zusätzlich in die Märkte zu injizierende Liquidität auf die Bonds der einzelnen Länder aufgeteilt werden soll. Schließlich ist dieser Verteilungsschlüssel maßgebend dafür, welche Länder von dem Ankaufprogramm am meisten profitieren beziehungsweise für welche Regierungen der Mitgliedstaaten sich die Finanzierungsbedingungen *ceteris paribus* am günstigsten entwickeln werden.

Für die Verteilung kamen drei Varianten in Betracht: die Verteilung nach den Anteilen der nationalen Zentralbanken am EZB-Kapital⁵, die Verteilung nach den Gesamtvolumina der jeweils ausstehenden marktkapitalisierten Staatsschulden ('Markttiefe') oder nach deren Verzinsung. Die Entscheidungsträger mussten sich im Klaren darüber sein, dass bei Anwendung dieser oder anderer Verteilungsschlüssel Nebeneffekte auftreten können, die nicht unbedingt zielkonform sind. Der Rat beschloss, die Verteilung nach den EZB-Kapitalanteilen vorzunehmen. Ohne länderspezifische Obergrenzen für den Ankauf der Schuldtitel hätte das aber zur Folge gehabt, dass die größten Teilbeträge des Programms auf die wirtschaftlich leistungsstärksten Mitgliedsländer – beispielsweise Deutschland – entfielen. Damit wäre die Zinsbelastung für diese Länder stärker gesunken als für die bedeutend leistungsschwächeren Krisenstaaten. Um dem entgegenzuwirken, wird die Zentralbank nur bis zu maximal 33 Prozent der bis dato entstandenen Staatsschulden des jeweiligen Euro-Landes aufkaufen.

³ wie Pfandbriefe und kreditgesicherte Wertpapiere.

⁴ sowie Anleihen von europäischen Institutionen und Emittenten mit Förderungsauftrag, wie zum Beispiel der EU-Finanzierungsinstitution (European Stability Mechanism, ESM) und der Europäischen Investitionsbank (EIB).

⁵ im Grunde genommen also nach der Wirtschaftskraft der einzelnen Mitgliedsländer.

Die Option der EZB, den Ankauf der Staatsanleihen durch die nationalen Zentralbanken durchführen zu lassen und die Verlustrisiken auf diese zu verlagern, verstößt im Grunde gegen die Regeln einer gemeinsamen, einheitlichen Geldpolitik. Denn diese basiert auf dem Prinzip der Gemeinschaftshaftung. Durch die 'Renationalisierung' der Haftungsrisiken nähert sich die Geldpolitik zunehmend der Fiskalpolitik. Was aber noch schwerer wiegt, ist die Tatsache, dass dadurch der mäßige Effekt auf die Risikozuschläge der Anleihen hoch verschuldeter Staaten – und um diesen geht es ja schließlich – deutlich geringer ausfallen wird.

Um diese nicht zielgerechte Begleiterscheinung zumindest etwas abzuschwächen, werden nach dem Beschluss des EZB-Rates 20 Prozent der aufgekauften Staatsanleihen weiterhin der gemeinsamen Risikohaftung unterliegen, wovon die EZB acht Prozent übernehmen wird. Für die restlichen 80 Prozent tragen die nationalen Zentralbanken das Risiko. Das bedeutet letztendlich, dass die Steuerzahler der jeweiligen Mitgliedsländer haften, weil sie gewissermaßen⁶ als 'stille Eigentümer' ihrer Zentralbanken anzusehen sind.

Der EZB-Rat hätte mit einem ergänzenden Beschluss, dass nur Anleihen von Ländern gekauft würden, die nach dem Urteil der EU-Kommission ihre vertraglichen Verpflichtungen ('Compliance') erfüllen, die Notwendigkeit von Strukturreformen verdeutlichen und der mahnenden Aufforderung dazu mehr Nachdruck verleihen können. Das hätte sicherlich die Bereitschaft der Länder zur Durchführung dieser in die Zukunft gerichteten Maßnahmen stimuliert. Hier stellt sich allerdings erneut die Frage, ob die EZB mit der Beeinflussung solcher nicht unmittelbar auf den Finanzbereich gerichteten Entscheidungen ihre Kompetenzen überschritten hätte. Im Prinzip geht es bei der Beurteilung der Vereinbarkeit von EZB-Maßnahmen mit geldpolitischen Grundsätzen um die Frage: Was ist Geldpolitik, und wo liegen ihre Grenzen?

Nach internationalen Kapitalregeln des Baseler Bankenausschusses dürfen Banken einem einzelnen Schuldner summa summarum nicht mehr Kredite als höchstens ein Viertel ihres jeweiligen Eigenkapitals gewähren (Artikel 395 'Capital Requirement Regulation, CRR'). Im QE-Ankaufprogramm vom 22. Januar 2015 werden Staatsanleihen europäischer Mitgliedsländer generell als risikolose Anlagen eingestuft und insoweit keinen Ankaufbeschränkungen unterworfen. Aus stabilitätspolitischen Gründen sollten aber auch dem Ankauf von Bonds 'Großkreditgrenzen' gesetzt werden, so wie für jeden anderen Kredit auch. Da die Euro-Zone aus 19 Mitgliedstaaten besteht, gibt es genug Spielraum für das erweiterte QE-Programm.

Im Hinblick auf die QE-Programme ist noch eine besonders wichtige Frage zu klären. Soll es der EZB erlaubt sein, neben einfach abgesicherten, transparenten Schuldverschreibungen auch ABS-Papiere zu erwerben? Diese Papiere sind mit einer großen Zahl jeweils gleichartiger Anleihen mit höchst unterschiedlichen Sicherheiten unterlegt. Das Problem dieser Anleihenpakete besteht darin, dass die

⁶ Im Sinne von: Sinn, Hans-Werner, Europas Schattenbudget, in: deutsches *Handelsblatt* vom 09.02.2015, S. 48.

Dokumentation der zugrunde liegenden Sekuritaten oft unzureichend ist und diese deshalb schwer zu bewerten sind. Mit diesen komplexen Finanzinstrumenten lassen sich Kreditrisiken nicht nur streuen, sondern auch verschleiern. 2008 waren international veraufterte ABS-Papiere aus den USA, die mit schlecht dokumentierten und fehlbewerteten hochbrisanten Hypothekenforderungen unterlegt waren, Auslöser des 'Subprime-Desasters' und in der Folge einer weltweit eskalierenden Finanz- und anschließenden Wirtschaftskrise. Seitdem gelten diese gebündelten Anleihen als diskreditiert und haben den Ruf, 'Giftpapiere', 'Teufelspapiere' oder 'Massenvernichtungswaffen' zu sein. Da sie zur Liquiditätsbeschaffung jederzeit erneut missbräuchlich eingesetzt werden können, bedeutet der Ankauf von ABS-Papieren durch die EZB ein besonderes Risiko für die Europäische Gemeinschaft, die für die EZB haftet. Das ist letztendlich die Gesamtheit der Steuerzahler in den Mitgliedländern. Insofern sollte eine der Öffentlichkeit verpflichtete Zentralbank nur einfache und transparente Papiere höchster Qualität, also Papiere mit dem geringsten Risiko ('Senior-Tranches') kaufen dürfen. ABS-Papiere sind im Gegensatz dazu äußerst komplex und undurchsichtig, weil in ihnen eine sehr große Zahl von Obligationen unterschiedlicher Bonität gebündelt ist. Die Ausfallwahrscheinlichkeit dieser Schuldverschreibungen kann allenfalls die kreierende Bank einschätzen. Und das kann sie nur dann, wenn sie die Konzentrations- und Korrelationsrisiken zwischen den zusammengefassten Krediten kennt. Deshalb ist es für potenzielle Käufer schwierig, die ABS-Papiere mit hohem und höchstem Ausfallrisiko ('Mezzanine-Tranches' oder gar 'Equite-Tanches') von vornherein zu erkennen.

Durch die Anfang 2011 begonnenen Langfristkredite (Targeted Longerterms Refinancing Operations, TLTRO) soll erreicht werden, dass die Banken ihre Kernaufgabe, nämlich die Versorgung der Unternehmungen mit Fremdkapital, breitflachiger erfüllen. Vor allem in den südeuropäischen Ländern sollen die dort ansässigen Firmen großzügig mit Krediten versorgt werden. Das hängt aber nicht nur vom 'Können', das heißt dem Geldschopfungspotenzial der Kreditinstitute ab, sondern auch von deren 'Mögen'. Kreditanträge werden von den Banken nur bei ausreichender Bonität der Antragsteller angenommen. Diese zu verbessern ist nicht Aufgabe der Geldpolitik. Allenfalls die Finanzpolitik kann durch Veränderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen global Einfluss darauf nehmen.

In der gegenwärtigen Wirtschaftslage erscheint es zahlreichen Kreditinstituten lukrativer und weitaus weniger riskant, wenn sie sich über TLTRO refinanzieren und – anstatt zusätzliche Kredite an die Wirtschaft zu vergeben – hochverzinsliche Staatsanleihen erwerben oder teure Bankanleihen ablösen. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass TLTRO-Interventionen in der ersten Runde 2011 und 2012 ihr Ziel verfehlten. Deshalb sind zukünftig TLTRO-Kredite an die Bedingung geknüpft, dass die Banken ihr bisheriges Kreditvolumen um das Ausmaß der in Anspruch genommenen Langfristkredite erhöhen ('Funding for Lending'). Gleichzeitig mit diesem Beschluss ist die Laufzeit dieser Zentralbankkredite von drei auf vier Jahre heraufgesetzt worden. Das gilt aber nur dann, wenn das durch die TLTRO erweiterte Kreditvolumen für diese Zeit aufrechterhalten wird. Anderenfalls sind die Kredite bereits nach zwei Jahren zurückzuzahlen.

Ob damit das Ziel dieser Maßnahme erreicht werden kann, ist fraglich. Denn die Banken können nach wie vor mit den TLTRO-Mitteln öffentliche Anleihen kaufen und dann nach zwei Jahren die EZB-Kredite einfach wieder zurückzahlen. Wollte man ein solches dem eigentlichen Zweck dieser Maßnahme zuwiderlaufendes Verhalten verhindern, müssten die Kreditgewährungen mit wesentlich strengeren Auflagen versehen werden. Zu denken wäre dabei an einen strikt einzuhaltenden zeitnahen Nachweis der zielgerichteten Mittelverwendung. Auch Strafzinsen könnten erhoben werden. Beide Vorkehrungen sind vorerst nicht getroffen worden. Insofern ist zu erwarten, dass die Banken auch in Zukunft zumindest einen Teil dieser Liquidität nicht an Unternehmungen und private Haushaltungen weitergeben werden. Der Rückgang des Kreditvolumens in der Euro-Zone wird folglich kaum im Ausmaß der EZB-Erwartungen aufgehalten werden können.

Obwohl der Außenwert einer Währung keine Zielvariable der Zentralbankpolitik ist, kann über den Wechselkurs durch die gegenwärtig von der EZB verfolgte Politik ein positiver Effekt resultieren. Weil die bei den Banken in Euro gehaltene Liquidität außerordentlich niedrig verzinst oder gar mit Strafzinsen belegt wird, kommt es verstärkt zu Kapitalverlagerungen in das Euro-Ausland, soweit die dort erzielbaren Erträge über den bewerteten Risikoeerwartungen liegen. Der daraufhin sinkende Wechselkurs der Gemeinschaftswährung erhöht in der Tendenz die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmungen in den Euro-Ländern. Vorbereitungen in den USA und Großbritannien, im weiteren Verlauf des Jahres eine Zinswende einzuleiten, unterstützen diesen Effekt. Durch steigende Exporte können die induzierten Aktivitäten Wirtschaftswachstum fördern, den preissenkenden Tendenzen entgegenwirken und so zur Preisstabilität im Sinne der EZB-Zielsetzung beitragen. Zielführend sind auch die mit sinkendem Wechselkurs sich verteuernenden Importe.

Sinkende Zinsen beeinflussen die wirtschaftliche Situation der Unternehmungen nicht nur über den in gleicher Richtung sich verändernden Wechselkurs. Auch über die Kosten und die Eigenkapitalquote haben sie sowohl positive als auch negative Wirkungen. Positiv wirken sinkende Zinsen auf die Kosten der Fremdfinanzierungen, sobald bisher bestehende, höher verzinsten Verbindlichkeiten durch erneut abgeschlossene Kreditverträge mit niedrigeren Zinsen abgelöst werden. Andererseits vermindert sich mit sinkenden Marktzinsen der Abzinsungsfaktor, der die gegenwärtig bewertete Höhe der langfristigen Verpflichtungen zu Betriebsrenten bestimmt. Je niedriger dieser Faktor ist, umso höher ist der Gegenwartwert der betrieblichen Versorgungszusagen. Das zwingt die Unternehmungen zu deutlich höheren bilanziellen Rückstellungen, wodurch deren Eigenkapitalposition gemindert wird. Während Großunternehmungen die zusätzlichen Rückstellungen aus den Gewinnen eher umbuchen können, stehen kleinere Unternehmungen oft vor existenziellen Problemen.

Die QE-Interventionen auf Grund des Beschlusses des EZB-Rates vom 22. Januar 2015 werden die Märkte für handelbare Anleihen zunehmend einengen, attraktive Anlagemöglichkeiten verknapen und die ohnehin schon hohen Preise an den Finanz- und Immobilienmärkten voraussichtlich weiter in die Höhe treiben. Andererseits ist zu erwarten, dass Banken, die Schwierigkeiten bei der Erfüllung der

vorgeschriebenen Kapitalpuffer haben, sich kaum mit den in ihren Bilanzen stehenden Staatsanleihen (Level-1-Assets) an dem EZB-Programm beteiligen werden. Es ist zu befürchten, dass Engpässe, steigende Kurse und folglich sinkende Renditen zu Marktverwerfungen führen und die Finanzstabilität gefährden. Nutznießer dieser Entwicklungen sind wohlhabende Bürger mit angereicherten Wertpapierdepots und umfangreichem Immobilienbesitz. Benachteiligt sind demgegenüber durch Niedrigzinsen unter Berücksichtigung des realen Geldwertschwundes vor allem jene Privatpersonen, die ihre Einkommen für die zukünftige Altersversorgung in Eurowährung sparen. Bei länger andauernder Niedrigzinsphase können sich die sozialen Diskrepanzen zwischen den unterschiedlichen Bevölkerungsschichten verschärfen.

Von Niedrigzinsen betroffen sind auch Banken, die überwiegend klassische Einlagen- und Kreditgeschäfte betreiben.⁷ Für sie wird es durch die sinkenden Margen zwischen Kreditor- und Debitorzinsen immer schwieriger, angemessene Erträge zu erzielen. Das kann diese Kreditinstitute dazu veranlassen, das Schwergewicht ihrer Aktivitäten zukünftig auf die riskanteren Geschäftsfelder des Investmentbankings zu verlagern. Auch Lebensversicherungsgesellschaften, die ihre Beitragseinnahmen bisher in großem Umfang in langfristigen Staatsanleihen angelegt haben, werden bei länger andauernden Zinstiefständen zunehmend Schwierigkeiten haben, ihren Kunden attraktive Renditen zu bieten. Daher besteht die Gefahr, dass auch sie die ihnen anvertrauten Gelder immer risikoreicher anlegen werden, um wenigstens noch vertretbare Renditen zu erzielen. Das soll mit dem risikobasierten Kapitalstandard Solvency II verhindert werden. Dieser ist eine Weiterentwicklung der bereits heute vorgeschriebenen strengen Kapitalregeln 73/239/EWG und wird 2016 in Europa allgemeinverbindlich. Danach müssen die Versicherer riskante Geschäfte zukünftig mit noch mehr Eigenkapital unterlegen.

In der Sorge, dass vor allem die extrem niedrigen Zinsen zu Übertreibungen an den Finanz- und Immobilienmärkten führen könnten, ermahnt die **Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)** die Zentralbanken, den Ausstieg aus der stark expansiven Geldpolitik nicht länger aufzuschieben, sondern vorzubereiten und baldmöglichst damit zu beginnen. Sollte das zu spät geschehen, dann bestehe die Gefahr, dass in der nächsten Konjunkturlaute für die Geldpolitik nicht genügend Spielraum für gegensteuernde, die Fiskalpolitik eskortierende Maßnahmen bestehe. Es sei bereits heute zu erkennen, dass die Geldschwemme in der Realwirtschaft nicht ankomme, sondern an den Finanzmärkten Zeichen für Blasenbildungen setze. – Dennoch, für den Euroraum kann festgestellt werden: In der gegenwärtigen Situation allgemein schwacher Konjunktur und weiterhin gedämpfter Preisaussichten ist eine expansive Geldpolitik vom Grundsatz her vorerst *noch* gerechtfertigt.

April 2015

Manfred O. E. Hennies
Kiel/Warder
Deutschland

Matti Raudjärvi
Tallinn/Pirita-Kose und Pärnu
Estland

⁷ In Deutschland sind das vor allem die Sparkassen und Genossenschaftsbanken.