



Datum: 12.02.2018 **Mediengattung:** Print
Seite: 25 **Ressort:** Geldanlage
Auflage: **Land:** Schweiz

STANDPUNKT VON MICHAEL HEISE, ALLIANZ-GRUPPE

Die EZB verfolgt ihr Inflationsziel dogmatisch

Der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik wurde verpasst

Werner Grundlehner · Leicht erhöhte Lohn- und Inflationsdaten in den USA haben ausgereicht, Zinsängste und damit Finanzmarkturbulenzen auszulösen. Es setzte sich allmählich die Wahrnehmung durch, dass die Zeit einer weitgehend unbeschränkten Unterstützung der Märkte durch die Geldpolitik zu Ende gehe, sagt Michael Heise, Chefökonom der deutschen Allianz-Gruppe. Die derzeitige Nervosität sei das Resultat der langjährigen Nullzinspolitik. Alle Märkte, ob Aktien oder Anleihen, hätten sich auf eine Fortsetzung des Zustandes eingestellt, was auf lange Sicht nicht möglich sei. Man hätte in der Euro-Zone Ende 2016 nicht mit einem grossen Anleihekaufprogramm beginnen sollen, das die Kapitalmarktzinsen weiter drückte. Der wirtschaftliche Aufschwung war bereits einige Zeit im Gange und gewann an Breite. «Hätte die EZB damals reagiert, wäre sie jetzt nicht in dieser Handlungsfalle», sagt der Volkswirt.

Für die Notenbanken wird es gemäss Heise sehr schwer, aus dem QE-Zyklus auszubrechen. Ein Problem sei, dass die EZB-Politik von einer «modellgläubigen und wissenschaftlichen Debatte um das Inflationsziel» geprägt sei. Ein Stab von Experten rechne mit Modellen, welcher Effekt der Kauf einer Anleihe mit allen seinen Folgewirkungen habe. Diese Ergebnisse würden in den Reden von Mario Draghi als Beleg für die Wirksamkeit der Geldpolitik angeführt, etwa dass die Massnahmen die Inflationsrate um einen bestimmten Prozentsatz erhöht hätten. Angesichts jahrelanger Verfehlung des Inflationsziels frage man sich da, woher er diese Sicherheit nehme, denn die Modelle basierten auf zahlreichen Annahmen, die in der Realität eben nicht zu beobachten seien. Das Problem sei, dass die Notenbanken die Inflationsentwicklung als starres Ziel definierten, aber keinen direkten Einfluss auf die Inflation hätten.

In den USA ist bereits mit der Zinsnormalisierung begonnen worden. Mit

der Senkung der Unternehmenssteuer und einer expansiven Ausgabensteigerung wird eine expansive Finanzpolitik verfolgt. Wieso schwächelt der Dollar? Heise erklärt dies mit dem überraschenden Wachstum in der Euro-Zone in den vergangenen drei Quartalen – während die USA schon lange ein konstantes Wachstum zeigten, das in den Markterwartungen enthalten gewesen sei. Der Euro werde seine Stärke aber nicht halten, da die deutlich expansivere Finanzpolitik der USA das Wachstum ankurbeln werde. Der stärkere Euro wirke sich dagegen dämpfend auf die Konjunktur in Europa aus. Auch der EZB ist nicht an einem stärkeren Euro gelegen, da dies Rückwirkungen auf die Preisentwicklung in der Euro-Zone hat.

Der Allianz-Ökonom hofft darauf, dass sich die EZB bald zu einer weniger expansiven Geldpolitik durchringen kann. Die Wirtschaft werde dies gut verkraften. Dank der «forward guidance» könne ein allzu starker Anstieg der Zinsen am langen Ende verhindert werden, und die bisherige Fehlallokation der Gelder in Finanzmärkte und Immobilien würde aufhören. Ängste, dass die Zinsen durch die Decke gehen, wenn das Anleiheprogramm der EZB ausgesetzt wird und die Leitzinsen leicht angehoben werden, sind gemäss Heise übertrieben. Die Höhe der Zinsspreads für einzelne Länder werde vor allem durch die wirtschaftliche Lage definiert. Dies zeige sich jetzt in Italien, das konjunkturellen Rückenwind verspüre und wo man auf einen erfreulichen Wahlausgang hoffe. Auch wenn der Spread in Italien um einen Prozentpunkt steige, schlage das wegen der langen Laufzeit der Staatsanleihen nur langsam auf die Zinskosten durch. Die Durchschnittsverzinsung der italienischen Staatsschulden liegt derzeit bei 3%, also einen Prozentpunkt über dem gegenwärtigen Zinsniveau.

Um die Finanzierung der Länder zu sichern, diskutiert der Euro-Raum auch über Sovereign-Bond-Backed Securities.

Solche verbrieften Gemeinschaftsanleihen seien keine Lösung, hält Heise fest. Eine Bündelung von Staatsanleihen führe nicht dazu, dass die Risiken geringer würden, sie würden nur weiter umverteilt und kaschiert. Der Vorteil wäre lediglich, dass hochverschuldete Staaten etwas einfacher zu neuen Mitteln kämen, was aber die herrschende Verschuldungsproblematik nur verstärken würde. Ein besseres Mittel, um die Schuldenkrise in den Griff zu bekommen, wäre laut Heise, wenn Länder, die ein gewisses Schuldenlimit überschritten haben, nur noch nachrangige Anleihen emittieren dürften und damit höhere Zinsen zahlen müssten. Die Allianz habe schon vorgeschlagen, dass sich Staaten beim Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) eine Versicherung für beispielsweise 20% der Anleihen kaufen würden. Das würde das Rating drastisch erhöhen. Auf diese Art würde der Risikogehalt verbessert und nicht nur umverteilt.

Von der neuen Regierung in Deutschland erwartet Heise keine grossen Reformen. Der hohe Investitionsbedarf werde jeweils nur angeführt, um den zahlreichen Forderungen nach Senkung der Belastungen etwas entgegenzustellen. Die grosse Koalition sei so gesehen wenig ideal, weil versucht werde, die Forderungen aller Beteiligten zu erfüllen, also vor allem Sozialtransfers – die Infrastruktur gehöre dazu aber nicht. Wenn trotz ausgeglichene Budget – bei stark steigenden Einnahmen – die Investitionen in die Infrastruktur vernachlässigt würden, sei das für das langfristige Wachstum in Deutschland ein Problem.



«Hätte die EZB damals reagiert, wäre sie jetzt nicht in dieser Handlungsfalle.

Michael Heise
 Chefökonom Allianz