

# Euro-Geldpolitik: Die EZB vor dem Tag der Entscheidung

Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH

8-9 Minuten

---

In dieser Woche steht am Donnerstag in der Europäischen Zentralbank ([EZB](#)) eine Entscheidung mit fast historischer Dimension an. Die Notenbank hat ihre Zinsen schon auf Allzeittiefs gesenkt und das letzte große Anleihekaufprogramm ist kaum verklungen, da muss der 25-köpfige EZB-Rat jetzt darüber entscheiden, ob die Notenbank sich mit den Einlagenzinsen für Banken von minus 0,4 Prozent aus noch tiefer ins Minus wagt, noch einmal im ganz großen Stil Anleihen aufkauft und womöglich den heftig klagenden Banken im Gegenzug durch eine Staffelung der Einlagenzinsen ein wenig Erleichterung verschafft.



Die Finanzmärkte waren zuletzt hin und her gerissen. Erst ließen nach einer Rede von EZB-Präsident [Mario Draghi](#) im portugiesischen Sintra die Anleiherenditen erkennen, dass die Investoren ein großes Lockerungspaket erwarteten. Dann wiederum gab es so viele kritische Äußerungen von Mitgliedern des EZB-Rats zu Anleihekäufen in der Öffentlichkeit, dass viele Investoren sich offenbar fragten, ob Draghi sich zum Ende seiner Amtszeit mit seinen Vorstellungen überhaupt noch werde durchsetzen können.

Was wird jetzt erwartet? Eine kleine Umfrage unter Ökonomen zeigt: Mit einer Zinssenkung rechnen die meisten, während nach wie vor sehr umstritten ist, ob Anleihen gekauft werden. Rund ein

halbes Dutzend Ratsmitglieder haben sich mehr oder minder skeptisch geäußert, darunter zuletzt auch der französische Notenbankchef François Villeroy de Galhau, der einer Fundamentalopposition gegenüber Draghi unverdächtig ist, aber einem Magazin sagte, die EZB müsse „nicht alle geldpolitischen Instrumente auf einmal“ einsetzen.

### **„Umfassendes Lockerungsprogramm“**

Die Situation ist nicht einfach: Timo Wollmershäuser, Professor am Ifo-Institut, sieht die EZB im Dilemma: „Zum einen dürfte sich der ohnehin geringe Preisauftrieb vor dem Hintergrund der deutlichen konjunkturellen Abschwächung insbesondere in Deutschland, der größten Volkswirtschaft im Euroraum, weiter verlangsamen“, sagte er. Um ihre Glaubwürdigkeit in Hinblick auf die Erreichung des Inflationsziels zu bewahren, müsse die EZB Handlungsfähigkeit demonstrieren. Zum anderen seien die Spielräume, zusätzliche stimulierende Impulse zu setzen, mit der Dauer des bereits eingeschlagenen ultraexpansiven Kurses nur noch sehr gering.

„Wir erwarten, dass die EZB den Einlagenzinssatz auf minus 0,5 Prozent senken wird“, sagte Stefan Schneider, der Deutschland-Chefvolkswirt der Deutschen Bank. Nach Draghis Rede in Sintra habe die Deutsche Bank erwartet, dass die Wiederaufnahme der Anleihekäufe Teil eines Maßnahmenpaketes sein werde. „Nach der Vielzahl skeptischer Kommentare aus dem Rat, die nicht nur aus den Reihen der Falken gekommen sind, erwarten wir bestenfalls ein abgespecktes Anleihekaufprogramm.“ Denkbar wäre Schneiders Einschätzung nach etwa eine Beschränkung vor allem auf kurze Laufzeiten oder Unternehmensanleihen.

Die Deutsche Bank meint, eine Staffelung des Einlagenzinssatzes für Banken werde kommen: Man erwarte „eine relativ einfache, statische Struktur“, um das Risiko von Verunsicherung und höheren Kursschwankungen am Geldmarkt klein zu halten, sagte Schneider. „So könnte die Europäische Zentralbank beispielsweise 50 Prozent der Überschussreserven der Banken von dem negativen

Einlagenzinssatz befreien – und damit den Banken etwas unter die Arme greifen.“

Jörg Krämer, der Chefvolkswirt der Commerzbank, rechnet trotz allem mit einem „umfassenden Lockerungsprogramm“, wie er sagt. Dazu gehöre eine Senkung des Einlagensatzes von minus 0,4 auf minus 0,6 Prozent sowie vermutlich eine Wiederaufnahme des Anleihekaufprogramms.

Nicht ganz so weit ins Negative sieht Andrew Bosomworth, der Deutschlandchef des Anleiheinvestors Pimco, den Zins rutschen. „Wir erwarten eine Senkung des Zinssatzes der Einlagenfazilität um 10 Basispunkte auf minus 0,5 Prozent.“ Pimco glaube aber, dass der Markt mittelfristig zu extreme Zinssenkungen erwarte. Bis Ende 2020 seien am Rentenmarkt derzeit minus 0,8 Prozent einpreist – Pimco rechne bis dahin nur mit minus 0,6 Prozent.

Es werde der EZB jedenfalls kaum mehr möglich sein, die Erwartungen der Märkte zu übertreffen, glaubt Ulrich Kater, der Chefvolkswirt der Dekabank. Wie üblich, hätten die Märkte auf die ersten Lockerungsankündigungen durch den EZB-Präsidenten ein Maximum an vorstellbaren expansiven Maßnahmen eingepreist. „Dies ist in den letzten Tagen etwas zurückgenommen worden, nachdem einige Widerstände gegen eine großflächige Wiederaufnahme der Anleihekäufe nach außen gedrungen waren.“

Mehrere EZB-Vertreter hatten jedenfalls vorsichtshalber schon mal gesagt, die Geldpolitik werde „datengetrieben“, nicht „marktgetrieben“ agieren. Das heißt, nicht alle Lockerungsschritte, die am Finanzmarkt erwartet werden, müssen jetzt auch kommen. Damit musste offenbar die Ankündigung des finnischen Notenbankchefs Olli Rehn gegenüber dem „Wall Street Journal“ eingefangen werden, dass es für die EZB immer besser sei, die Erwartungen am Markt zu übertreffen, als ihnen hinterherzuhinken.

Sehr gespannt sei er auch auf Änderungen bei der Forward guidance, also dem Ausblick auf die künftige Geldpolitik, sagte Kater. „Sehr wahrscheinlich wird der Zentralbankrat seine Bereitschaft erneuern, weitere Maßnahmen zu ergreifen, wenn die

Inflationsentwicklung es erfordert.“ Wichtig würden hier Hinweise darauf sein, ob die EZB über eine Flexibilisierung des Inflationsziels schon unter Präsident Draghi nachdenke – oder ob dies vollständig der Nachfolgerin Christine Lagarde ab November überlassen bleibe. Lagarde hatte in einer Antwort auf Fragen des Wirtschafts- und Währungsausschusses des EU-Parlaments jedenfalls schon angedeutet, sie halte eine Strategiediskussion für ihre Amtszeit für sinnvoll.