

ANLEIHEKÄUFE SIND ERFOLGSGESCHICHTE

Ende des Jahres beendet die Europäische Zentralbank (EZB) ihr umstrittenes Anleihekaufprogramm. Was hat die geldpolitische Maßnahme der Wirtschaft in der Eurozone gebracht? Martin Wilhelm, Gründer & Geschäftsführer des IfK - Institut für Kapitalmarkt, und einer der führenden unabhängigen Anleiheexperten, zieht im Interview mit „die bank“ eine positive Bilanz.

Die Europäische Zentralbank (EZB) strebt zum Jahresende 2018 den Stopp der Anleihekäufe an. Seit Beginn des Kaufprogramms im März 2015 bis Ende September 2018 erwarb die Notenbank Wertpapiere im Gesamtwert von mehr als 2,5 Bio. €. Wurden die mit dem Programm Quantitative Easing (QE) gewünschten Ziele erreicht?

Ja, das ist definitiv der Fall. Ein Blick auf die rein ökonomischen Kennziffern verdeutlicht das. Beispielsweise ging die Arbeitslosigkeit in der Eurozone deutlich zurück. Vor Beginn der Anleihekäufe hatte die Quote mit über 12 Prozent noch auf einem Rekordhoch gelegen. Aktuell pendelt sich der Wert bei 8 Prozent ein. Das sind in der Bilanz über neun Mio. mehr Beschäftigte. Die Inflation liegt im erwünschten Zielkorridor bei rund 2 Prozent. Es gibt auch insgesamt wieder mehr Optimismus an den Kapitalmärkten. Aus der Sicht unseres Instituts ist es bemerkenswert, wie positiv sich QE auf die Konjunktur ausgewirkt hat. Wir bewerten das Anleihekaufprogramm als Erfolgsgeschichte. Leider ist das in den Medien und in weiten Teilen der Bevölkerung noch nicht richtig angekommen.

Von der hohen Liquidität auf den Märkten infolge der Anleihekäufe konnten unter Umständen auch angeschlagene Firmen profitieren. Rechnen Sie mit einer Pleitewelle unter Firmen in der EU nach dem Auslaufen des Programms?

Wie wir wissen, werden Kreditentscheidungen bei Banken meist in größeren Komitees getroffen. Hier ist die Stimmung ähnlich wie an den allgemeinen Märkten und in der Wirtschaft und es wird prozyklisch gedacht. Durch den Rückenwind der Notenbanken und damit günstiger Refinanzierung werden gelegentlich auch Firmen unterstützt, die im Zweifel eher wenig Daseinsberechtigung haben und somit eine Art Moral-Hazard-Effekt auslösen. Zusätzlich möchte man als Kreditgeber nicht negativ in der Presse stehen. Die älteren Leser können sich sicherlich noch an die Rettung des Baukonzerns Holzmann in Frankfurt erinnern, der unter Bundeskanzler Gerhard Schröder spektakulär gerettet

wurde und final zwei Jahre später dennoch insolvent ging.

QE sollte den verschuldeten Staaten Zeit verschaffen, Reformen durchzuführen. Haben die Länder ihre Hausaufgaben gemacht?

Das trifft leider nur bedingt zu. Auch hier kann die Arbeitslosigkeit als wichtiger Indikator herhalten. In Spanien und Portugal hat sich die Lage auf den Arbeitsmärkten deutlich gebessert. Spanien hatte vor zehn Jahren noch eine Erwerbslosenquote von rund 25 Prozent, aktuell liegt sie bei nur noch 15 Prozent. Auch die Jugendarbeitslosigkeit ging in Südeuropa zurück, wenngleich sie in Spanien und Portugal immer noch viel zu hoch ist. EZB-Chef Mario Draghi hatte wiederholt Reformen angemahnt und darauf hingewiesen, dass die Notenbank den problembehafteten EU-Staaten nur Zeit kaufen könne. Die EZB hat ihren Job gemacht, die Länder zum Teil nicht.

Das Kaufprogramm ist einem kürzlich veröffentlichten Gutachten des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) zufolge rechtens. Die EZB verstoße nicht gegen das Verbot der Staatsfinanzierung. Ein abschließendes Urteil des EuGH könnte noch in diesem Jahr fallen. Mit welcher Entscheidung rechnen Sie?

Es ist davon auszugehen, dass sich das Urteil im Rahmen der bisherigen Gerichtsentscheidungen bewegen wird. Bisher kam kein Richter zu dem Schluss, dass die Anleihekäufe gegen das Verbot der Staatsfinanzierung verstießen. Auch ein Stopp der Käufe wurde bislang nicht verfügt. Man muss letztlich sehen, dass sich die Richter, ob am Bundesverfassungsgericht oder am Europäischen Gerichtshof, dem Gemeinwohl der Menschen in der Eurozone verpflichtet fühlen – und davon sollten sich im Idealfall die Juristen am EuGH ebenso leiten lassen.

Die EZB hält die Zinsen weiter auf dem Rekordtief von 0 Prozent. Die US-Notenbank leitete die Zinswende bereits ein. Warum lässt sich die EZB mit einer Zinsanhebung so viel Zeit?

Die Konjunktur läuft in den USA besser als in der Eurozone. In den Vereinigten Staaten ist mit der überraschend

unproblematisch verabschiedeten Steuer-senkung zudem eine Sondersituation eingetreten. Die Reform hat der US-Konjunktur eine Riesendynamik gebracht. Die Arbeitslosigkeit liegt bei unter 4 Prozent. Zwar läuft die Wirtschaft auch in der Eurozone gut, aber noch nicht gut genug. Daher hat die Notenbank die Zinsen auch noch nicht angehoben. EZB-Chef Draghi wird wahrscheinlich erst gegen Ende seiner Amtsperiode im Oktober 2019 eine Zinssteigerung ankündigen. Jeder Notenbank-Präsident hat in seiner Amtszeit die Aufgabe, die nächste Phase der Geldpolitik einzuläuten. In Draghis Fall geht es um das Einläuten eines neuen, soften Zinszyklus.

Welche Folgen hätte eine Anhebung der Zinsen für die deutsche Kreditwirtschaft?

Wilhelm: Die deutsche Kreditwirtschaft wird von einer möglichen Zinsanhebung aus meiner Sicht profitieren. Hierzu ein Beispiel: Angenommen ein Konsument hat mehrere Jahre lang erfolglos nach einer geeigneten Immobilie Ausschau gehalten. Dann könnte er unmittelbar vor der Zinsanhebung zu dem Entschluss kommen, noch rasch einen günstigen Kredit aufzunehmen, um die Immobilie zu erwerben. In der Phase unmittelbar vor der Zinssteigerung kann die Bank ihre Marge etwas vergrößern. Das wird dem Kreditgeschäft helfen.



Martin Wilhelm ist Gründer und Geschäftsführer des IfK Institut für Kapitalmarkt in Kiel. Wilhelm ist einer der führenden unabhängigen Anleihe-manager in Deutschland, mehrfacher Buchautor sowie langjähriger Dozent Frankfurt School of Finance & Management. Er betreut den Anleihe-fonds Acatis IfK Value Renten mit einem Volumen von ca. 900 Mio. €.