

## IM INTERVIEW: GASTON REINESCH

## „Man darf nicht zu viel von der Geldpolitik fordern“

Das EZB-Ratsmitglied über die Grenzen der Notenbanken, die Aussichten für die Inflation in Euroland und die Stimmung unter den Euro-Währungshütern

Börsen-Zeitung, 26.2.2014

Herr Reinesch, sind Sie eher Optimist oder Pessimist?  
Ich würde mich als Realist bezeichnen. Wieso?

Weil ich Sie fragen wollte, wie Sie die aktuelle konjunkturelle Lage im Euroraum einschätzen. Die Meinungen der Beobachter gehen teils weit auseinander: Einige halten das Schlimmste für überstanden und erwarten einen sich kräftigenden Aufschwung, andere sehen gar die Gefahr, dass Euroland in eine Deflation abrutscht.

Die Konjunktur im Eurogebiet erholt sich allmählich. Der Aufschwung ist noch moderat und anfällig. Er fällt auch in den einzelnen Ländern unterschiedlich aus, und die Arbeitslosigkeit ist zu hoch. Zudem gibt es Risiken, auf die wir als Eurosystem immer wieder hinweisen. Aber wenn man sich die Stimmungsdiskussionen und jetzt auch die sogenannten harten Daten anschaut, ist offensichtlich: Die wirtschaftliche Erholung im Euroraum scheint langsam an Fahrt zu gewinnen. Ich sehe so gegenwärtigen Zeitpunkt kein Risiko einer Deflation.

Lange Zeit schien die Stimmung in der Wirtschaft viel besser als das, was sich in den harten Daten widerspiegelte – was auch der EZB Kopfzerbrechen bereitete. Sie sehen da jetzt eine Annäherung?  
Ja, das sehe ich so, und das ist kein Zweckoptimismus. Das beschleunigte Wachstum im Schlussquartal 2013 bestätigt die guten Stimmungsdiskussionen.

Viele Beobachter hat das starke Wachstum Ende 2013 sogar überrascht. Lläuft die Wirtschaft 2014 womöglich gar besser als bislang auch von der EZB erwartet?

Die Daten für das vierte Quartal haben die Erwartung einer moderaten Erholung gefestigt. Nun muss aber jeder seinen Beitrag leisten, um dieser Dynamik die nötige Unterstützung zu geben.

Was heißt das für die EZB?  
Die geldpolitische Akkommodierung hat viel dazu beigetragen, dass wieder ein gewisser Schwung in die Wirtschaft gekommen ist. Wir haben zudem sehr klar gemacht, dass der akkommodierende geldpolitische Kurs so lange wie nötig beibehalten wird und dass wir bereit sind, falls nötig

„Auch ein Zentralbanker ist kein Hellseher und sollte sich auch nicht dafür halten.“

weitere entscheidende Maßnahmen zu ergreifen – solange es kein Risiko für die Preisstabilität im Sinne einer zu hohen Inflation gibt. Aber man sollte nicht nur auf die EZB schauen.

Das bedeutet konkret?  
Die Euro-Länder müssen am Kurs der Haushaltskonsolidierung festhalten. Es genügt aber nicht, die Ausgaben wahllos zu kürzen. Man muss intelligent konsolidieren. Wachstumsfördernde öffentliche Infrastrukturinvestitionen beispielsweise zahlen sich langfristig aus. Zudem bedarf es einer konsequenten Fortsetzung der Strukturformen. All diese Bemühungen dürfen jetzt nicht nachlassen. Auch auf europäischer Ebene müssen die institutionellen Reformen und die Verbesserung der Entscheidungsstrukturen weiter vorangetrieben werden.

Aber es macht sich doch bereits Reformmüdigkeit breit, eben auch, weil die Wirtschaft besser dasteht und die Euro-Krise an Schrecken zu verlieren scheint.

Wir sehen Licht am Ende des Tunnels, aber es wäre falsch, die Euro-Krise als abgehakt zu betrachten. Wir sind auf dem richtigen Weg, aber es gibt noch viel zu tun. Je weiter wir vorankommen, umso einfacher wäre es auch, mögliche neue Schocks zu absorbieren. Jetzt nachzulassen wäre deshalb ein sehr großer Fehler.

Als Hemmnis für einen noch stärkeren Aufschwung im Euroraum

gilt vielen die rückläufige Kreditvergabe. Viele drängen die EZB, mehr zu tun, um sie anzukurbeln. Die Kreditvergabe ist das Resultat von Angebot und Nachfrage. Aktuell ist die Nachfrage sehr schwach. Mit der konjunkturellen Erholung sollten aber die Unsicherheiten in der Wirtschaft abnehmen und Unternehmen wieder mehr investieren. Dann wird auch die Nachfrage nach Krediten steigen.

Und die Angebotsseite?

Von sehr großer Bedeutung für die Angebotsseite sind die umfassenden Bilanzprüfungen durch die EZB im Lichte der zukünftigen Bankenunion. Wir haben gesehen, dass die Banken vor dem 31. Dezember vor dem Hintergrund des Stichtags der Bilanzprüfungen – die streng und transparent sein werden – größere Vorsicht bei der Kreditvergabe haben walten lassen. Ich bin aber überzeugt, dass die Angebotsseite auf mittlere Sicht durch die Prüfungen sowie die daraus resultierenden Maßnahmen – beispielsweise Rekapitalisierungen und Neubewertungen von Aktiva – gestärkt wird.

Sie sind also zuversichtlich, dass sich die Lage an der Kreditfront im Jahresverlauf bessert?

Ja, ich denke, dass sich aus dem Zusammenspiel aus steigender Nachfrage und gestärkter Angebotsseite eine positive Dynamik entwickeln dürfte, die dann auch das Wachstum stärken könnte.

Als großes Risiko für die wirtschaftliche Erholung sehen viele den starken Euro. Die EZB nennt ihn bei ihrer Risikoanalyse aber nicht. Ist das aktuelle Kursniveau aus EZB-Sicht also kein Problem?

Sie wissen, dass der Wechselkurs kein Ziel unserer Geldpolitik ist. Aber natürlich beeinflusst er Wachstum und Inflation im Euroraum – und insofern fließt er in unsere Analyse ein.

Das ist die Standardantwort der EZB und klingt nicht nach akutem Handlungsbedarf. Andere Zentralbanken scheinen da offensiver zu sein und sich – vorsichtig formuliert – zumindest nicht daran zu stören, wenn ihre Politik ihre Währung schwächt.

Die G20-Staaten haben klar zum Ausdruck gebracht, dass sie von einem „Abwertungswettlauf“ absehen. Ein solcher Wettlauf wäre schlussendlich ähnlich einem Gefangenendilemma, wie es die Ökonomen nennen, und würde somit am Ende allen schaden.

Die Sorgen vor einer Deflation in Euroland rühren daher, dass die Inflation bei 0,8% liegt, weit entfernt vom EZB-Ziel von knapp unter 2%. Wann wird die Teuerung Ihrer Einschätzung nach wieder in etwa bei dem Zielwert liegen?

Sie erwarten von mir jetzt sicherlich keine punktgenaue Prognose, in welchem Monat die Inflation wieder genau unter, aber nahe 2% liegen wird. Auch ein Zentralbanker ist kein Hellseher und sollte sich auch nicht dafür halten. Von entscheidender Bedeutung ist, dass wir aktuell kein Risiko einer Deflation sehen. Richtig ist aber auch, dass der Preisanstieg aktuell sehr moderat ist.

Und auch noch lange so bleibt?  
Man kann von einer mittelfristig gedämpften Entwicklung des zugrunde liegenden Preisdrucks ausgehen. Von großer Bedeutung ist, inwiefern künftige Daten das Szenario einer gedämpften Inflation mit allmählichem Anstieg hin zu einer Preissteigerung von unter, aber nahe 2% bestätigen. Neue Projektionen der EZB-Volkswirte werden Anfang März weitere Informationen und Analysen zu den mittelfristigen Inflationsaussichten enthalten – erstmals auch für das Kalenderjahr 2016. Die Projektionen sind natürlich nicht bindend, sie sind aber ein wichtiges Element, um zu beurteilen, wohin die Reise geht.

Es scheint einiges dafür zu sprechen, dass die Inflationsprojektion für 2016 etwa höher liegen wird als die aktuell für 2015 erwarteten 1,3%, aber auch nicht gleich bei knapp 2%. Viele sagen, spätestens dann müsste die EZB handeln und etwa die Zinsen senken.

Es ist zu früh, darüber zu spekulieren. Die Daten werden uns helfen, ein wenig mehr Klarheit zu haben. Dann müssen wir aber das ganze Bild sehen.

Entscheidend ist für Sie aber der mittelfristige Inflationstrend – gilt das auch, falls die Teuerung im Februar oder März zurückgeht auf 0,6%, wie es einige erwarten?  
Entscheidend aus meiner Sicht sind in der Tat die Aussichten für die Preissteigerung auf mittlere Sicht – und nicht die unter Umständen kurzlebige monatliche Entwicklung. Die Geldpolitik kann die Inflationsentwicklung in der kurzen Frist nicht feinsteuern. Das Ziel der EZB einer Preissteigerung von unter, aber nahe 2% gilt

## ZUR PERSON

## Überzeugter Europäer

Seit Anfang 2013 steht Gaston Reinesch (55) an der Spitze der Luxemburger Zentralbank und entscheidet somit im Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) über die Geldpolitik im Euroraum mit. In der Öffentlichkeit hat er sich bislang zurückgehalten – das Interview mit der Börsen-Zeitung ist sein erstes überhaupt mit einem Medium jenseits des Heimatlandes. Reinesch wollte erst einmal ankommen im neuen Job und das neue Umfeld kennenlernen. Aber es zieht ihn auch generell weniger ins Rampenlicht – auch wenn er durchaus klare Positionen hat.

Bevor er an die Spitze der Zentralbank rückte und dort den ins EZB-Direktorium gewechselten Yves Mersch ersetzte, hatte Reinesch im Finanzministerium Karriere gemacht. Von 1995 bis 2012 war er dort Generaladministrator. In der Rolle galt er lange Jahre als einer der wichtigsten Berater der Regierung Luxemburgs, vor allem auf europäischem Parkett. Reinesch, der auch an der Ausarbeitung des Maastricht-Vertrags mitgewirkt hat, ist überzeugter Europäer.



Gaston Reinesch

In der Funktion im Ministerium war Reinesch, der ein Diplom der London School of Economics in Wirtschaftswissenschaften hält, unter anderem Verwaltungsratsvorsitzender von BGL BNP Paribas, Mitglied im Verwaltungsrat der EU-Investitionsbank EIB und Präsident der staatlichen Investitionsbank SNCI. Zudem war er Vertreter des Staates in Verwaltungsräten mehrerer großer Unternehmen wie dem Satellitenbetreiber SES und der Post. (Börsen-Zeitung, 26.2.2014)

dementsprechend auf mittlere Sicht. Dem Konzept der mittleren Frist liegt keine starr definierte Zeitspanne zugrunde. Es sieht vielmehr, auch abhängig von der Art der jeweiligen Schocks, eine gewisse Flexibilität in Bezug auf den zeitlichen Rahmen vor, innerhalb dessen die Preissteigerung nachhaltig auf das Ziel der Preisstabilität zurückzuführen ist.

Als zentrales Argument gegen eine Deflationsgefahr streicht die EZB die stabilen Inflationserwartungen heraus. Einige Experten sagen, darauf zu bauen sei gefährlich: Sie könnten sich schnell drehen, und wenn es so weit sei, sei es zu spät zu handeln.

Die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen sind weiterhin fest auf einem Niveau verankert, das mit dem Ziel im Einklang steht, die Preissteigerung unter, aber nahe 2% zu halten. Das ist ein Fakt.

Sie sehen also keinen Bedarf, quasi vorbeugend aktiv zu werden, um auszuschließen, dass die Inflationserwartungen sinken?

Die Geldpolitik ist gut beraten, sich auf alle Ereignisse vorzubereiten. Aktuelle Entscheidungen sollten aber nicht in erster Linie eine Antwort auf äußerst unwahrscheinliche Eventualitäten sein. Tatsache ist, dass die Er-

„Die relevanten Komitees im Eurosystem haben alle Instrumente auf Herz und Nieren geprüft.“

wartungen weiterhin fest verankert sind. Selbstverständlich werden wir die Entwicklung der Inflationserwartungen auch weiterhin sorgfältig beobachten.

Die EZB ist jetzt mehrfach von niedrigen Inflationsraten überrascht worden. Läuft die EZB nicht Gefahr, dass der Eindruck entsteht, sie habe die Lage gar nicht unter Kontrolle?

Nein, das glaube ich nicht. Wir sagen seit geraumer Zeit, dass die Preissteigerung auf absehbare Zeit nied-

rig bleiben wird, und wir haben auf die Ursachen hierfür hingewiesen, wie zum Beispiel rückläufige Energie- und Lebensmittelpreise, eine schwache Nachfrage und hohe Arbeitslosigkeit sowie relative Preisanpassungen in Teilen des Eurogebiets.

Sie fürchten also nicht, dass das Vertrauen in die EZB schwindet, auch wenn es um die Aussage geht, dass keine Deflation droht? Nein. Sollten sich Risiken einer Deflation einstellen, müssten wir natür-

lich Karlsruhe den Europäischen Gerichtshof eingeschaltet, aber klargemacht, dass aus ihrer Sicht die EZB ihr Mandat überschreitet. Sind Sie überrascht, wie unbeeindruckt die Märkte auf diese Kritik und Zweifel reagiert haben?

Entscheidend ist vielleicht, dass sich etwas bewegt hat, indem das Bundesverfassungsgericht dem Gerichtshof der Europäischen Union Fragen zur Vorabentscheidung vorgelegt hat. Womöglich bewerten Marktteilnehmer es nicht unbedingt negativ, dass sich Karlsruhe an Luxemburg gewandt hat. Schlussendlich sollte man nicht aus den Augen verlieren, dass sich die allgemeine Wirtschaftslage verbessert.

Und wie bewerten Sie die zum Teil harsche Wortwahl der Kritik?

Es steht mir nicht zu, mich zu einem Beschluss des Bundesverfassungsgerichts zu äußern, das meinen vollen Respekt genießt. Was ich aber sagen kann: Wäre ich im Sommer 2012 Mitglied des EZB-Rats gewesen, hätte ich dem OMT aus rechtlicher und geldpolitischer Sicht nach bestem Wissen und mit bestem Gewissen zugestimmt. Festsustellen ist auch, dass allein die Ankündigung des OMT-Programms zu einer nachhaltigen Beruhigung der Situation an den Finanzmärkten geführt hat.

Heißt das auch, Sie würden jetzt dem Kauf von Staatsanleihen im Zuge eines „Quantitative Easing“ zustimmen, falls das aus geldpolitischer Sicht nötig sein sollte?

Es ist völlig verfrüht, jetzt über so etwas zu spekulieren. Wir haben ausdrücklich gesagt, dass wir fest entschlossen sind, den akkommodierenden geldpolitischen Kurs beizubehalten und dass wir falls nötig bereit sind, weitere entscheidende Maßnahmen zu beschließen. Bei Bedarf verfügen wir über eine ganze Reihe von Instrumenten, die gänzlich im Einklang mit dem vertraglichen Rahmenwerk stehen.

Aber ist der Kasten wirklich so üppig gefüllt? Einige der Maßnahmen wie eine weitere Leitzinssenkung dürften wenig bringen, andere wie ein negativer Einlagezins bergen enorme Risiken, und wieder andere, wie der Kauf von Staatsanleihen, sind im EZB-Rat und politisch umstritten. Ist der EZB-Rat nicht doch handlungsunfähiger oder ohnmächtiger, als er sich selbst eingestehen möchte?

Ein klares Nein. Die relevanten Komitees im Eurosystem haben alle Instrumente auf Herz und Nieren geprüft, und der EZB-Rat hat seine Entschlossenheit untermauert: Wir werden weiterhin unsere Verantwortung übernehmen und wenn nötig das richtige Instrument aus dem Kasten nehmen, um einem gegebenen Problem entgegenzutreten.

Aber Sie sehen auch die Risiken vieler Instrumente?

Jedes Instrument hat Vor- und Nachteile – das ist klar. Ausschlaggebend für die Auswahl wird das Verhältnis von Kosten und Nutzen im konkreten Bedarfsfall sein. Entscheidend ist, auf alle Szenarien vorbereitet zu sein – auch wenn die meisten dieser Szenarien wenig wahrscheinlich sind.

Vor der Sitzung im Februar war die Unsicherheit groß wie lange nicht, wie die EZB auf die zu Jahresbeginn überraschend niedrige Inflation reagieren würde – und das, obwohl die EZB derzeit stets sagt, wie wichtig ihr Kommunikation und Transparenz sind.

Aus meiner Sicht haben die Märkte ein gutes Verständnis der Reaktionsfunktion der EZB. Dass es auch mal ein wenig Interpretationsspielraum gibt, ist Teil einer Geldpolitik, die nicht automatisiert oder an starre Mechanismen gebunden ist. Zudem ist die Situation komplex. Aber natürlich gibt es an den Märkten immer den Wunsch nach mehr Wissen und dementsprechend Versuche, Druck auszuüben.

Es besteht auch die Gefahr, zum Getriebenen zu werden.

Diese Gefahr besteht, aber man darf sich nicht zum Getriebenen der Märkte machen lassen. Genau wie sich Zentralbanken nicht zu sehr im Voraus die Hände binden sollten.

Zum Teil resultiert die Unsicherheit womöglich auch daher, dass die EZB früher eher eine „Politik

der ruhigen Hand“ betrieben hat, während sie zumal in jüngster Zeit auch mal sehr frühzeitig aktivistisch gehandelt hat.

Man darf dabei aber nicht vergessen, wie sich das Umfeld verändert hat. Die Situation vor der Finanzkrise ist nicht vergleichbar mit Krisenzeiten. Im Zuge der Krise mussten Maßnahmen ergriffen werden, die vorher niemand so für möglich gehalten hätte, und mitunter war es nötig und völlig richtig, proaktiv tätig zu werden. Ganz objektiv muss man feststellen, dass Zentralbanken das Nötige getan haben, um diese Finanzkrise zu meistern.

Viele verbinden diesen „Kulturwandel“ mit dem Wechsel an der EZB-Spitze, von Jean-Claude Trichet zu Mario Draghi.

Ich habe Jean-Claude Trichet nicht im EZB-Rat erlebt, aber ich würde das nicht vorrangig auf Personen beziehen. Die Geldpolitik musste sich der neuen Sachlage anpassen.

Aktuell diskutiert die EZB darüber, durch die Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen noch mehr Transparenz zu schaffen. Was halten Sie davon?

Die EZB hat nach meinem Empfinden von Anfang an viel Wert auf die Kommunikation gelegt und diese ständig ausgebaut, aktuell etwa im Wege der Forward Guidance und mit Hilfe des erweiterten Projektionszeitraums.

„Eine vollständige Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle halte ich (...) für nicht angebracht.“

Man kann natürlich darüber nachdenken, mehr zu tun. Eine vollständige Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle halte ich persönlich jedoch für nicht angebracht. Insbesondere sollte man nicht die Analysen der einzelnen Ratsmitglieder oder Abstimmungsergebnisse offenlegen. Das wäre kontraproduktiv für die Arbeit und Konsensfindung im EZB-Rat. Geldpolitik ist nicht personenbezogen, sondern vor allem sachbezogen.

Aber mit einer Darstellung wesentlicher Argumentationslinien könnten Sie sich anfreunden?

Das schiene mir eine angemessene Möglichkeit, noch weitgehend zu erklären, was den EZB-Rat zu einer Entscheidung bewegt hat. Bei einer stark personenbezogenen Darstellung bestünde die Gefahr, dass die Diskussion an Qualität verlieren würde.

Vielmehr erscheint der Rat gespalten in jene Mitglieder, die aus Krisenländern kommen, und jene, die aus Ländern kommen, die deutlich besser dastehen.

Ich würde nicht, wie man es unterschiedlich aus Ihrer Frage herauslesen könnte, von einer nationalen Färbung im Rat sprechen. Es wäre auch nicht gut, wenn es so wäre. Zweifelsfrei hat jedes Ratsmitglied seinen eigenen Background und bringt seine eigenen Erfahrungen und Analysen mit. Es ist gut, dass unterschiedliche Analyseansätze einfließen. Aber jedes Mitglied ist sich bewusst, dass es ein europäisches Mandat hat. Insgesamt ist die Stimmung im EZB-Rat sehr gut, basierend auf einer vertieften Zusammenarbeit. Das gilt auch in einem komplexeren wirtschaftlichen Umfeld.

Die nationale Perspektive ist in Deutschland wieder in den Vordergrund gerückt mit Blick auf die mögliche Rotation im EZB-Rat, sollte Litauen 2015 dem Euro beitreten. Bundesbankchef Jens Weidmann hätte dann alle fünf Sitzungen kein Stimmrecht.

Ich würde das nicht überbewerten. Auch wenn Jens Weidmann einmal nicht an einer Abstimmung teilhaben kann, hat er eine gewichtige Stimme. Die Macht der Analyse und der Argumente ist entscheidender als die Frage, ob man in einem bestimmten Monat stimmberechtigt ist oder nicht. Überhaupt wird im EZB-Rat ja selten wirklich abgestimmt, in der Praxis geht es im Regelfall um die Konsensfindung.

Das Interview führte Mark Schrörs.