

IM INTERVIEW: IGNAZIO VISCO

„Es gibt keine Tabus“

Italiens Notenbankchef über den Kampf der EZB gegen die Deflationsgefahr, Ängste vor einer neuen Weltfinanzkrise und eine Vision für Europas Zukunft

Börsen-Zeitung, 20.2.2016

Herr Visco, nach den jüngsten Turbulenzen an den globalen Finanzmärkten und speziell dem Ausverkauf bei europäischen Bankaktien sehen Marktteilnehmer eine weitere geldpolitische Lockerung der Europäischen Zentralbank (EZB) im März endgültig als ausgemachte Sache an und die Spekulation, was die EZB alles tun könnte, nehmen erneut mächtig zu. Fühlen Sie sich damit wohl?

Für mich sind nicht die Markterwartungen entscheidend, sondern die gesamtwirtschaftliche Lage. Die Risiken für das Wachstum und die Inflation im Euroraum, die wir bereits im Dezember identifiziert hatten, haben ganz eindeutig zugenommen. Das gilt etwa für den Gegenwind aus den Schwellenländern. An den Märkten gibt es nun zudem Sorgen um eine Wachstumsverlangsamung auch andernorts, etwa in den USA. Die Furcht vor einem schwächeren Wachstum in der Zukunft hat auch Bedenken über eine geringere Profitabilität der Banken geschürt – zumal in einem Umfeld gestiegener Kapitalanforderungen. Das erklärt einen Großteil der Volatilität an den Finanzmärkten.

Aber die Erwartungen an die EZB sorgen sie nicht? Im Dezember gab es schon einmal große Erwartungen, die dann teils enttäuscht wurden – mit der Folge heftiger Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten.

In der Vergangenheit gab es an der einen oder anderen Stelle exzessive Erwartungen daran, was die EZB tun könnte. Wir sind gerade dabei, die Risiken für die Inflation und die In-

„Einige der Bewegungen an den Aktienmärkten scheinen mir weit entfernt von dem, was mit Blick auf die fundamentale Lage angemessen wäre.“

flationserwartungen neu zu bewerten, und dann schauen wir, was zu tun ist. Wir haben aber eines immer sehr klar gemacht: Wir werden innerhalb unseres Mandats tun, was nötig ist, um Preisstabilität zu sichern – das heißt mittelfristig eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2% zu erzielen. Das gilt für März und auch darüber hinaus. Aber aus meiner Sicht treibt die Marktteilnehmer derzeit viel mehr die Sorge um das künftige Wachstum in Europa auf, nicht die EZB-Politik.

Halten Sie die Ängste an den Märkten denn für angemessen oder sind diese übertrieben?

Einige der Bewegungen an den Aktienmärkten scheinen mir weit entfernt von dem, was mit Blick auf die fundamentale Lage angemessen wäre. Das heißt aber nicht, dass sie absolut nicht nachvollziehbar wären. Möglicherweise gab es zum Beispiel überzogene Erwartungen, welche Kapitalrendite Banken in der Zukunft erzielen können. Dazu kommen Wahrnehmungen von speziellen Problemen in einzelnen Ländern – wie zum Beispiel in Deutschland mit der Deutschen Bank oder in Italien mit der Monte dei Paschi di Siena. Es gibt Übertreibungen und es gibt Sorgen. Diese Sorgen werden aber angegangen – durch die Banken und durch die Aufseher.

Lassen Sie uns noch bei der wirtschaftlichen Situation bleiben: Sehen Sie denn aktuell ein Risiko für eine ausgewachsene Deflation im Euroraum?

Wir stecken in der Eurozone nicht in einer Deflation – dank der Geldpolitik, die wir verfolgt haben. Ohne die Lockerungen, ohne die Kaufprogramme wären wir meines Erachtens in einer deflationären Situation geendet. Jetzt haben wir zwei große Risiken: Das eine ist eine Entankerung der Inflationserwartungen, dass die Menschen also das Vertrauen in die Fähigkeit der EZB verlieren, mittelfristig 2% Inflation zu erreichen. Die Glaubwürdigkeit der EZB ist selbst-

verständlich von essenzieller Bedeutung. Das andere sind Zweitrundeffekte auch auf die Lohndynamik als Folge der nun schon viel zu lange viel zu niedrigen Inflation.

Ein bei der EZB beliebter Indikator für die Inflationserwartungen an den Märkten in fünf Jahren für die nächsten fünf Jahre ist gar auf ein Rekordtief gefallen und liegt somit unter dem Niveau zu Beginn des Anleihekaufprogramms (Quantitative Easing, QE).

Dieser Indikator ist wichtig für uns und wir müssen ihn sehr genau im Blick behalten. Aber wir schauen auf eine Reihe Indikatoren. Ich würde nicht sagen, dass wir aktuell einen dramatischen Fall bei den Inflationserwartungen sehen. Wir haben die Situation unter Kontrolle. Aber wir müssen sehr vorsichtig sein: Es ist sehr schwer, die Erwartungen wieder zu drehen, wenn sie einmal stark gefallen sind. Deshalb müssen wir handeln, bevor das passiert. Wenn man präventiv und aggressiv handelt, muss man im besten Fall auch viel weniger tun, als es der Fall ist, wenn man zu spät handelt.

Gilt das auch für die Zweitrundeffekte auf Löhne und Preise? Drohen diese aktuell?

Zunächst einmal: Wie kürzlich bemerkt wurde, gibt es aktuell global eine Reihe von Kräften, die „kospirieren“ und die Inflation niedrig halten. Da ist vor allem der Ölpreis. Im Prinzip müssen wir nicht direkt auf jede dieser Kräfte reagieren. Ich sehe aber, dass sich das Risiko solcher Zweitrundeffekte materialisiert – zumal auch die Kerninflation ohne Energie und Lebensmittel weit entfernt ist von dem, was wir als in Einklang mit Preisstabilität betrachten. Wir beobachten beispielsweise schon jetzt, dass einige Lohnverträge Klauseln enthalten, um den Lohnanstieg zu korrigieren, falls die Inflation geringer ausfällt als erwartet. Im Übrigen: Wir müssen auch mit dem Eindruck aufräumen, wir hätten keine Mittel mehr, um uns gegen die zu niedrige Inflation zu stemmen. Das Gegenteil ist der Fall: Langfristig sind Inflation und Deflation immer monetäre Phänomene. Wir haben im Notfall noch eine Reihe von verfügbaren Instrumenten und wir können neue Instrumente schaffen.

Ganz ähnlich äußert sich auch EZB-Präsident Mario Draghi stets. Aber wie sinnvoll ist es etwa, den Einlagenzins weiter in negatives Territorium zu senken in einer Zeit, in der Investoren sich große Sorgen um die Profitabilität der Banken machen? Ein noch negativer Einlagenzins bedeutet eine noch höhere „Steuer“ auf Einlagen der Banken bei der EZB – was die Profitabilität belastet.

Das kommt darauf an. Man könnte so etwas auf verschiedene Weisen machen ...

... also beispielsweise mit einer Art gestaffeltem Einlagenzins? Es gibt da viele Anregungen. Die müssen wir uns alle anschauen. Negative Zinsen sind in jedem Fall etwas Eigenartiges und ich glaube nicht, dass wir auf ewig mit ihnen leben können. Aber im Moment haben sie ein spezielles Ziel: Banken dazu zu bringen, ihre Liquidität zu nutzen, um Kredite zu vergeben. Aber natürlich braucht es da auch die Nachfrage: Auch da hilft die lockere Geldpolitik, indem sie die generellen Bedingungen für die Realwirtschaft verbessert.

Das andere prominente Instrument ist das QE-Programm. Anfang Dezember hat der EZB-Rat die Käufe über September 2016 hinaus bis März 2017 verlängert. Die Märkte waren wenig beeindruckt. Müsste also dieses Mal das Volumen der monatlichen Käufe erhöht werden, damit es wirklich einen Effekt hat?

Ich nehme Ihre Anregung zur Kenntnis.

Aber wie schätzen Sie das ein? Es ist klar, dass ich Ihnen jetzt nicht sagen kann, was wir tun werden. Sie wissen aber, dass ich nicht zurückhaltend bin, wenn es um den Einsatz dieses Instruments geht. Wie gesagt, ich denke, dass es manchmal notwendig ist, aggressiv zu sein. Grundsätzlich haben wir von Anfang an betont, dass es sich um ein zeitlich unbefristetes Programm handelt – ab-

hängig von dem Erreichen des Ziels Preisstabilität. Wir müssen jetzt schauen, wie die Lage im März ist und dann entscheiden, was, wie viel und wie lange wir kaufen.

Draghi betont stets, dass der EZB innerhalb ihres Mandats „keine Grenzen“ gesetzt seien. Aber sind die Meinungsverschiedenheiten im EZB-Rat nicht de facto eine solche Grenze? Einige im Rat scheinen es etwa abzulehnen, zu viele Kreditrisiken auf die EZB-Bilanz zu nehmen.

Es gibt im EZB-Rat viel mehr Übereinstimmung, als Sie denken. Und mit Sicherheit gibt es mehr Übereinstimmung als vor einigen Jahren.

ZUR PERSON

Überzeugter Europäer

ms – Wenn der EZB-Rat zu seinen Sitzungen zusammenkommt, hat Italiens Notenbankchef Ignazio Visco auf seiner einen Seite Bundesbankpräsident Jens Weidmann sitzen und auf der anderen den Franzosen François Villeroy de Galhau. Denn die Notenbanker sitzen in alphabetischer Reihenfolge, und so will es aktuell der (Namens-)Zufall, dass die Vertreter der drei wichtigsten Euro-Länder nebeneinander sitzen – und so quasi ein „Machtzentrum“ bilden. Allerdings sind sie keineswegs immer einer Meinung – zumal nicht in geldpolitischen Fragen: Während Weidmann oft auch offen Kritik am EZB-Kurs übt, gilt Visco als Befürworter einer im Zweifelsfall eher lockeren Geldpolitik. Das Verhältnis zu Weidmann sei aber sehr gut, betont Visco.

Seit November 2011 steht der heute 66-Jährige an der Spitze der Banca d'Italia, bei der er 1972 seine berufliche Laufbahn begonnen hatte. Er folgte auf Mario Draghi, der zur gleichen Zeit Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) wurde. Dass sich Visco im Rennen um Draghis Nachfolge durchsetzte, überraschte viele. Der Volkswirt, der zwischen 1997 und 2002 Chefökonom der Industrieländerorganisation OECD war, hatte lange Zeit nicht als Favorit gegolten. Im EZB-Rat hat Visco, der ein überzeugter

Wir haben im EZB-Rat Konsens, dass wir mehr tun können falls nötig. Was nun die Bilanz betrifft: Derzeit gibt es ein Hauptrisiko, das es zu minimieren gilt, und das ist nicht die EZB-Bilanz, es beeinflusst sie aber – es ist das Risiko für die Wirtschaft. Das heißt nicht, dass wir nicht auf die finanziellen Risiken in der Bilanz achten. Aber das makroökonomische Risiko ist aktuell das Risiko Nummer 1.

Bei QE kauft das Eurosystem aktuell anteilig nach dem EZB-Kapitalschlüssel – also zum Großteil deutsche Titel. Viele Beobachter argumentieren, eine Abkehr vom Schlüssel wäre effektiver. Oder ist das ein Tabu?

Ich denke, es gibt keine Tabus. Wir hatten diese Diskussionen vor dem QE-Start, auch zwischen Bundesbankpräsident Jens Weidmann und mir. Am Ende stand ein Kompromiss: ein größeres Programm, aber dafür mit mehr Haftung durch die nationalen Zentralbanken. Wir können damit leben. Wir erzielen dadurch mehr Profite und haben die Risiken im Griff. Aber grundsätzlich bedeutet die Rückbesinnung auf die nationale Zentralbank für mich einen Rückschritt bei der einheitlichen Geldpolitik.

Das QE-Programm ist im März 2015 gestartet und feiert nun „1. Geburtstag“. Zur gleichen Zeit droht die Inflation wieder unter null zu rutschen und das Wachstum bleibt wacklig. Eine Erfolgsbilanz liest sich anders, oder?

Das Programm war sehr effektiv. Wenn wir jetzt Probleme haben, liegt das daran, dass der Gegenwind von Seiten der Weltwirtschaft stärker ist als anfänglich gedacht. Wie gesagt: Stellen Sie sich vor, wo wir ohne die Käufe heute stünden. Aber eines muss auch klar sein: Die Geldpolitik kann nicht alle Probleme lösen. Die Geldpolitik hat für Preisstabilität

zu sorgen. Und das tun wir. Aber wir können im Euroraum auch Preisstabilität haben und trotzdem beispielsweise schlimme Probleme mit der Arbeitslosigkeit. Das ist in erster Linie die Aufgabe der Regierungen.

Aber gibt es nicht längst übertriebene Erwartungen, was die EZB erreichen kann?

Ja, absolut. Wir haben keinen Zauberstab – genau wie wir auch keine Kristallkugel haben. Aber wenn es um Preisstabilität geht, haben wir die Verpflichtung, alle zur Verfügung stehenden Instrumente zu nutzen, wir haben die Möglichkeit das zu tun – und wir haben den Willen, das zu tun.

Es gibt sicher einige Altlasten der Krise, etwa in den Bilanzen vieler Banken. Aber die Probleme sind unter Kontrolle und werden angegangen. Wir haben zudem entscheidende Fortschritte gemacht, um die Finanzstabilität zu erhöhen. Sicher, es gibt Gefahrenherde. Aber die Lage ist besser als damals.

Und China sorgt Sie auch nicht so wie viele Marktakteure?

Was China betrifft, wissen wir einerseits viel und andererseits zu wenig. Bislang aber würde ich dem Urteil des Internationalen Währungsfonds folgen: Die Verantwortlichen in Peking unternehmen angemessene Schritte, um die Transformation der Wirtschaft zu bewerkstelligen – auch mit Blick auf die Öffnung der Finanzmärkte und die zunehmende Flexibilität der Währung. Der Prozess ist holprig. Aber so manche Befürchtung über China halte ich für übertrieben.

EZB-Direktionsmitglied Benoît Cœuré hat eine globale Koordinierung auf G20-Ebene als Reaktion auf die Schwäche der Schwellenländerwährungen gefordert. Dem stimme ich zu. Koordinierung ist sehr wichtig.

Aber was heißt das konkret? Gemeinsame Erklärungen oder konkrete Maßnahmen wie Interventionen?

Koordinierung und Kooperation können verschiedene Formen annehmen. In der Finanzkrise 2008/2009 gab es auch gemeinsames Handeln. Es gab zum Beispiel Swap-Linien, um Liquiditätsgenässe zu verhindern, die sich negativ auf die Realwirtschaft hätten auswirken können. Aber wichtig ist noch etwas anderes: Wir dürfen auf internationaler Ebene den Zweck und die Mittel nicht verwechseln.

Was meinen Sie genau?

Sehen Sie, unser Ziel als EZB ist Preisstabilität, die auch eine Voraussetzung für Wachstum ist. Die Instrumente, die wir dafür einsetzen, sind die Mittel. Diese wirken auf eine Reihe von Märkten, auch auf den Devisenmarkt. Der Wechselkurs ist aber kein Ziel per se.

Neben China treiben Europas Banken die Märkte um. Auch da sehen Sie Überreaktionen, ja?

Ja, auf jeden Fall, auch bei den Preisen der europäischen Bankaktien gibt es derzeit einige Übertreibungen. Im Rahmen des einheitlichen Aufsichtsmechanismus wurde eine sehr genaue, sehr detaillierte Bilanzprüfung vorgenommen. Die Probleme wurden identifiziert und werden angegangen. Man sollte auch nicht vergessen, dass das europäische Bankensystem heute in einer deutlich besseren Verfassung als noch vor wenigen Jahren ist. Die Institute haben ihre Kapitalpositionen deutlich verbessert. Sicher, es gibt noch Dinge, die zu diskutieren sind: In Italien ist das etwa das Problem der ausfallgefährdeten Kredite, in Deutschland die Frage der Level-3-Assets.

Rom hat sich nun mit Brüssel auf einen Kompromiss zum Umgang mit diesen Non-Performing Loans, den NPL, verständigt. Die Banken können die Kredite verbriefen, für gewisse Tranchen dieser Verbriefungen Staatsgarantien erwerben und die Pakete dann verkaufen. Jetzt hat auch die Regierung ein entsprechendes Dekret erlassen. Ist das der Durchbruch?

Zunächst einmal: Der Grund, warum ein überdurchschnittlich hoher Berg an NPL entstanden ist, war die tiefe und langjährige Rezession, die in Italien zu einem Verlust von fast 10% des Bruttoinlandsprodukts geführt hat. Doch diese Kredite sind weitgehend durch Rückstellungen und Garantien gedeckt. Sicherlich wäre es hilfreicher gewesen, die NPL mittels der Gründung einer Bad Bank abzubauen. Dies ist nach Meinung der Europäischen Kommission nicht möglich, weil es sich laut ihrer Lesart um staatliche Beihilfen handeln würde. Ich bin damit einverstanden, dass es eine staatliche Beihilfe hätte sein können, aber ich teile nicht die Meinung, sie wäre nicht gerechtfertigt gewesen. Mittels des Regierungsdekrets wird es jetzt aber erleichtert, einen Markt für die ausgegliederten NPL zu schaffen. Auch das dadurch ermöglicht, schnellere Vorgehen beim Verwerten von Sicherheiten ist hilfreich.



Ignazio Visco

Europäer ist, nun allein schon aufgrund der Bedeutung Italiens ein gehöriges Wörtchen mitzureden.

Aktuell stehen Visco und die italienische Notenbank schwer in der Kritik – in ihrer Rolle als Bankenaufseher. Hintergrund sind Probleme bei italienischen Banken, insbesondere mit der großen Zahl ausfallgefährdeter Kredite. Unlängst gab es aber eine Einigung mit der EU-Kommission in Brüssel zum Umgang mit diesem Problem.

Ein Thema, das Visco besonders am Herzen liegt, ist die Bildung in Finanzfragen in Italien. Seit seinem Amtsantritt engagiert sich die Notenbank stark in der Verbesserung der finanziellen Bildung in Italien. (Börsen-Zeitung, 20.2.2016)

Aber sind die 2% selbst auf mittlere Sicht überhaupt erreichbar – angesichts des Ölpreisverfalls und nach der Weltfinanzkrise? Nicht zuletzt in Deutschland argumentieren viele, die 2% gehörten auf den Prüfstand.

Die 2% sind ein angemessener Wert und es gibt absolut keinen Grund, davon abzuweichen. Im Gegenteil: Wir müssen entschlossen sein und entschlossen handeln, um dieses Ziel zu erreichen.

An den Märkten haben sich teils sogar Sorgen breitgemacht, die Welt könne wie 2008 vor einer globalen Finanzkrise stehen – dieses Mal mit dem Epizentrum in China und den Schwellenländern. Sehen Sie eine solche Gefahr?

Ich glaube nicht, dass das die richtige Frage ist. Wissen Sie, hätten Sie mich 2006 gefragt, ob eine Weltfi-

„Es gibt im EZB-Rat viel mehr Übereinstimmung, als Sie denken. (...) Wir haben im EZB-Rat Konsens, dass wir mehr tun können falls nötig.“

nanzkrise droht, ich hätte Nein gesagt – und wie hätte das dann im Nachhinein ausgesehen? Aber im Ernst: Ich bin überzeugt, dass die Weltwirtschaft heute sehr viel widerstandsfähiger ist als damals.

Wirklich? Die Verschuldung liegt vielerorts heute noch höher als damals und der Handlungsspielraum von Geld- und Fiskalpolitik ist größtenteils erschöpft.

Wird die EZB diese Verbriefungen als Sicherheiten akzeptieren?

Darüber wird gerade diskutiert. Ich sehe aber keinen Grund, warum das nicht der Fall sein sollte.

Sie haben sich dafür starkgemacht, die Bail-in-Regeln auf europäischer Ebene bereits jetzt einer Überprüfung zu unterziehen. Ist das eine Reaktion auf die Kritik, die sich an der Banca d'Italia entzündet hat, nachdem bei der Rettung kleiner Regionalbanken im November tausende Privatanleger Geld verloren hatten?

Ich bin der Ansicht, dass die Bail-in-Gesetze schrittweise in Kraft hätten treten müssen, um den Sparer Zeit zu geben, sich an das neue Regime anzupassen und die Investitionen an das neue Umfeld auszurichten. Und wir hätten uns mehr Gedanken ma-

„Man sollte (...) nicht vergessen, dass das europäische Bankensystem heute in einer deutlich besseren Verfassung als noch vor wenigen Jahren ist.“

chen müssen über die unbeabsichtigten Konsequenzen. Es gibt rechtliche Risiken und wir müssen diese ernsthaft diskutieren. Nun ist das Bail-in-Gesetz aber in Kraft und natürlich befolgen wir die Gesetze. Aber wir sollten die ohnehin bis spätestens 2018 vorgesehene Überprüfung nun beginnen und nutzen, um Lehren aus den Erfahrungen zu ziehen, die es nun gibt. Da gibt es gute und es gibt schlechte.

Sie sind ein überzeugter Europäer. Wie sehr besorgt Sie das aktuelle Bild, das Europa abgibt – in der Flüchtlingskrise, in der Debatte über einen Brexit? Haben Sie Sorgen, dass Europa auseinanderbrechen könnte?

Das Wichtigste ist, dass wir solche Fragen nicht einfach abtun und die Gefahr gänzlich verneinen. Letztlich hat sich auch in der Schuldenkrise gezeigt, dass Europa zusammensteht, wenn es darauf ankommt. Es gab das große Risiko eines Auseinanderbrechens des Euroraums. Das hat auch den Prozess hin zu einer wirklichen Union neu gestartet. Meines Erachtens stellt aber die Politik der kleinen Schritte ein Problem dar – von der Währungsunion zur Bankenunion, zur Kapitalmarktunion, zur Fiskalunion und so weiter. Da wird jeder Schritt schwerer als der vorangegangene.

Was schlagen Sie vor?

Wir sollten uns überlegen, wo wir am Ende stehen wollen. Wir brauchen eine Vision, die auch die Fantasie der Bevölkerung und der Märkte anfaht. Es wäre jetzt sicher zu viel verlangt, gleich eine vollkommene politische Union zu fordern. Aber wir brauchen Elemente einer politischen Union, wie auch ein gemeinsames Budget für eine wirkliche europäische Politik. Dann bräuchten wir auch gemeinsame Schuldtitel auf EU-Ebene. Die Risikoteilung ist eine ernstzunehmende Frage, aber wir müssen uns überlegen, was wir wollen. Das Problem ist auch, dass das Vertrauen der Politiker untereinander aktuell nicht sehr groß ist und sie viel zu sehr auf die nächsten Wohlfühltermine schauen. Die Politiker müssten viel langfristiger denken, statt nur auf das Heute und Morgen zu schauen.

In den Krisen der vergangenen Jahre haben sich unterschiedliche politische und wirtschaftliche Kulturen der Euro-Länder offenbart. Hat die gemeinsame Währung vielleicht doch versucht, Länder zusammenzubringen, die gar nicht zusammenpassen?

Der europäische Prozess hat 1957 begonnen. Seitdem hat es so viele Kontakte und Austausch gegeben, und auch dank Programmen wie Erasmus können junge Leute ihre Erlebnisse in zunehmendem Maß teilen. Ich bin überzeugt, dass uns heute sehr viel mehr vereint als trennt.

Das Interview führten Mark Schrörs und Thesy Kness-Bastaroli.