

# Das Experiment

Mit einer Zinssenkung versucht EZB-Chef Mario Draghi, eine Deflation im Euro-Raum abzuwenden – und folgt damit immer mehr der riskanten Politik anderer Notenbanken. Denn die Inflationsgefahr ist keineswegs gebannt.

Es ist einer dieser Tage, an denen es Mario Draghi niemandem recht machen kann. Als ein Journalist dem Chef der Europäischen Zentralbank (EZB) vorwirft, er habe die Finanzmärkte überrumpelt, lächelt der Italiener deshalb sein ironisches Draghi-Lächeln: Kopf geneigt, einen Mundwinkel hochgezogen, ein paar Fältchen im Augenwinkel. Es sieht so aus, als lachte er über die verfahrenere Situation.

Draghi hat an diesem Donnerstag wieder einmal eine Entscheidung zu verkünden, die in den Geschichtsbüchern landen könnte: Der Leitzins, das wichtigste Instrument einer Zentralbank, wurde auf ein neues Rekordtief gesenkt. Banken müssen für das Geld, das sie sich bei Draghi leihen, nur noch 0,25 Prozent Zinsen bezahlen. So wenig wie noch nie.

Vor dem Zinsschritt hatte es heftige Diskussionen im EZB-Rat gegeben, in dem unter anderem die diversen Zentralbankpräsidenten der Euro-Zone über die Geldpolitik befinden. Danach ließ die Entscheidung Aktienkurse nach oben schnellen und den Euro-Kurs abstürzen.

Er werde sich hüten, Marktreaktionen zu bewerten, mit diesen Worten konterte Draghi den unbequemen Frager flapsig. „Das ist sinnlos, die Märkte tun ja ohnehin, was sie wollen.“ Es sollte ein Scherz des früheren Investmentbankers sein, dem böse Zungen vorwerfen, er folge zu sehr den Wünschen der Märkte. Doch der Satz steht auch sinnbildlich für die

ganze Ohnmacht des obersten Wächters über den Euro.

Denn seit vergangener Woche ist eine Zahl bekannt, die nicht nur im Frankfurter EZB-Turm, sondern auch in den Regierungssitzen der Länder der Euro-Zone für Entsetzen sorgte und Draghi jede Menge Ärger bereitet. Die Zahl heißt 0,7.

Bei 0,7 Prozent lag die Inflationsrate in der Euro-Zone im Oktober im Vergleich zum Vorjahresmonat. Es ist der niedrigste Wert seit November 2009. 2 Prozent gelten als ökonomisch gesund. Schlimmer aber ist, dass die 0,7 allen gängigen geldpolitischen Weisheiten zu widersprechen scheint.

Draghi hat im Kampf gegen die Euro-Krise so viel Geld in den Finanzkreislauf gepumpt wie kein EZB-Chef vor ihm. Er hat nicht nur die Zinsen im Eiltempo bis fast auf null gedrückt, sondern auch etliche Sonderkreditprogramme für Banken geschaffen. Hunderte Milliarden Euro flossen so in den Finanzkreislauf.

Konservative Kollegen, allen voran Bundesbankchef Jens Weidmann, warnen deswegen düster, dass sich – zwar nicht auf kurze, aber auf lange Sicht – der historische Alptraum der Deutschen wiederholen könnte: massive Inflation mit einhergehender Verarmung von weiten Teilen der Bevölkerung.

Nun plötzlich zeigt die Euro-Zone erste Symptome einer ganz anderen Krankheit: der Deflation, eines Preisverfalls auf breiter Front also, der dazu führt, dass die

Bürger kein Geld ausgeben wollen. In Japan hat eine solche Entwicklung fast zwei Jahrzehnte die Wirtschaft paralyisiert und den einstigen Wirtschaftswunderstaat Asiens zum Problemfall gemacht. Ein Alptraum-Szenario.

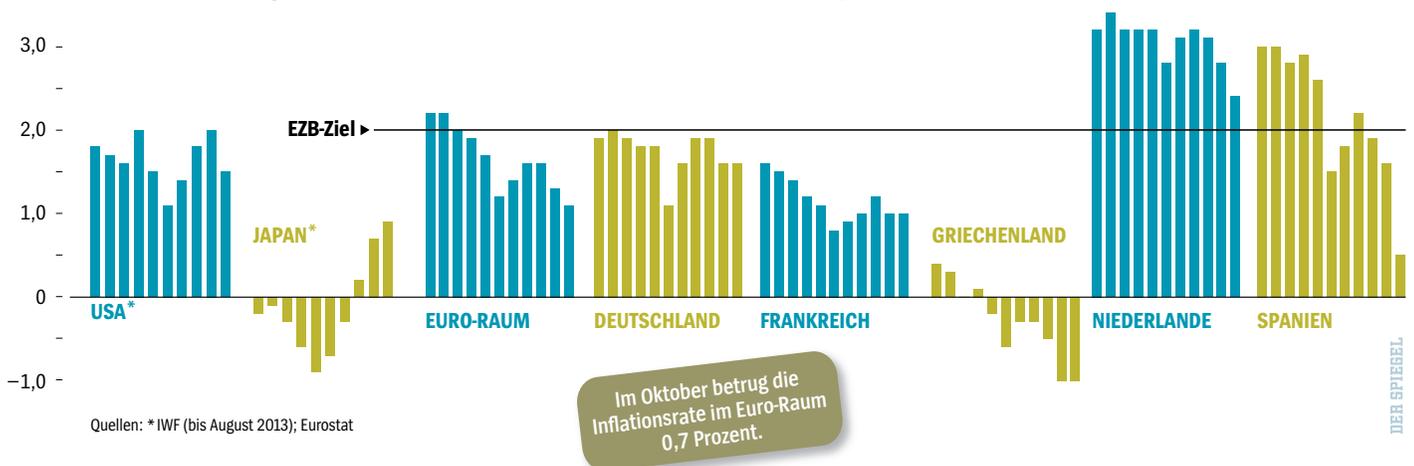
Draghi drängte deshalb vergangenen Donnerstag vehement auf den nächsten Zinsschritt, obwohl rund ein halbes Dutzend Ratsmitglieder die prompte Reaktion auf eine einzige Monatszahl für vorzeitig hielt. Kritiker nehmen das nur als weiteres Zeichen dafür, dass Draghi sich zunehmend an seinen Kollegen auf anderen Kontinenten orientiert.

Außerhalb der Euro-Zone mischen sich die Zentralbanken schon seit dem Ausbruch der Finanzkrise weitaus vorbehaltloser ins Wirtschaftsleben ein – und das mit scheinbar beachtlichen Erfolgen.

Draghis Kollege Haruhiko Kuroda gibt sich besonders aggressiv. Der Japaner kauft Banken jeden Monat Wertpapiere und Staatsanleihen im Wert von umgerechnet rund 55 Milliarden Euro ab. So flankiert er ein massives Konjunkturprogramm, das der ebenfalls neue Ministerpräsident Shinzo Abe gestartet hat. Abe will das Siechtum des Landes über eine massive Abwertung des Yen und gigantische Infrastrukturprojekte endlich beenden.

Japans Schuldenberg ist auf diese Weise auf die unvorstellbare Summe von rund 7,8 Billionen Euro angestiegen – doch die Wirtschaft brummt nach Jahren der Dauerstagnation tatsächlich wieder.

**Inflationsraten** im Vergleich zum Vorjahresmonat, in Prozent; November 2012 bis September 2013





EZB-Präsident Draghi

DANIEL ROLAND / AFP

Zwischen April und Juni ist das Bruttoinlandsprodukt um 3,8 Prozent gewachsen, so stark wie in keinem anderen Industrieland. Weil der Yen international stark an Wert verloren hat, feiern Konzerne wie der Autobauer Toyota nach Jahren des Leids endlich wieder Erfolge.

Rund 11000 Kilometer von Tokio entfernt lässt sich Ben Bernanke, der Chef der US-Notenbank Fed, den Aufkauf von hypothekenbesicherten Wertpapieren und Staatsanleihen derzeit 85 Milliarden Dollar pro Monat kosten. Der Leitzins liegt in der größten Volkswirtschaft der Welt schon lange auf dem historischen Tief von 0,25 Prozent.

In den USA scheint es nach der traumatischen Krise der vergangenen Jahre ebenfalls wieder aufwärtszugehen: Die Arbeitslosigkeit sinkt langsam, der tief erschütterte Häusermarkt erholt sich, die Industrieproduktion steigt. Trotz dieser gigantischen Stimulusprogramme kann auch in den USA von Inflation keine Rede sein, in keinem Monat dieses Jahres kletterte sie über die Zwei-Prozent-Rate.

Das Phänomen, mit dem Bernanke genau wie Draghi zu kämpfen hat, ist einfach zu erklären. Die Notenbanker können ihr Geld nicht direkt in den Wirtschaftskreislauf schaffen, sondern sie müssen über die Banken gehen. Wenn

die das viele billige Geld jedoch horten, anstatt es an die Wirtschaft weiterzuverleihen, geht die Rechnung nicht auf.

Genau wegen dieses Phänomens stellt sich nicht nur die Frage, wie viel der US-Aufschwung eigentlich mit der Fed-Politik zu tun hat. Wegen dieser Entwicklung ist auch das Risiko einer Inflation mittelfristig nicht gebannt, nur weil kurzfristig die Zahlen in eine andere Richtung zeigen. „Die Dynamik kann sich sehr schnell drehen“, warnt etwa John Silvia, Chefökonom der US-Bank Wells Fargo. Haben die Geldmassen den Engpass einmal passiert, kann überhöhte Deflation schnell in hohe Inflation umschlagen.

Weitere Nebenwirkungen der gefährlichen Medizin: ein dramatischer Wertverlust der Währung. Oder ein Phänomen, das schon viele Sparer zu spüren bekommen – die sogenannte finanzielle Repression. Dabei übersteigt die Inflation die Zinsen von sicheren Investitionsanlagen und frisst so die Ersparnisse unter anderem von Kleinsparern langsam auf.

Selbst vielen Amerikanern, die das deutsche Trauma von der Hyperinflation nicht teilen, ist ausgesprochen unwohl bei dem Experiment, das die Fed unternimmt. „Wir können auf keine historischen Erfahrungen bauen“, warnt die Zentralbankerin Esther George aus Kansas, die in der Fed derzeit gewissermaßen den Jens Weidmann gibt.

In Deutschland wird die Stimmung von Ökonomen wie Michael Heise geprägt, denen die deutsche Urangst vor unkontrollierbarer Inflation in den Genen liegt.

Der Chefvolkswirt der Allianz neigt nicht zu extremen Szenarien, doch der Streit um Deflation und Inflation bringt ihn in Wallung. „Eine Zinssenkung ist die falsche Botschaft, sie könnte Deflationserwartungen erst richtig schüren.“ Wenn sich die EZB zu solch einem Schritt genötigt sieht – so die Logik –, dann müsste ja wohl die Gefahr einer Deflation größer sein als bisher angenommen. Setzt sich das in den Köpfen fest, könnte sich die Erwartung selbst erfüllen, weil die Leute nicht mehr konsumieren und die Firmen die Preise senken müssen.

Draghis größtes Problem aber ist sein Währungsraum. „Ob Tokio oder Osaka, ganz Japan hat das gleiche Problem und braucht die gleiche Medizin“, erklärt Thomas Mayer, ehemaliger Chefvolkswirt der Deutschen Bank. „Aber in den 17 Ländern der Euro-Zone herrschen sehr unterschiedliche Verhältnisse.“ Sie hätten zwar die gleiche Währung, seien aber nicht gleichermaßen wettbewerbsfähig. „Deshalb müssen entweder in den latein-europäischen Staaten von Griechenland bis Frankreich die Preise sinken, oder sie müssten in Deutschland und anderen Staaten steigen.“

Die Euro-Zone benötige also gewissermaßen Inflation und Deflation zugleich –

je nachdem, wohin man schaut. Kein Wunder also, dass man in Deutschland eher steigende Preise fürchtet, in Südeuropa dagegen sinkende.

Aber welche Preisentwicklung ist für Europa gefährlicher? Der Druck auf die Preise in Griechenland oder Spanien ist grundsätzlich von den Euro-Krisenmanagern gewollt. Regierungen, Haushalte und Firmen sparen, die Löhne sind gesunken. Das erhöht die Wettbewerbsfähigkeit, führt aber zu sinkenden Preisniveaus und niedrigeren Inflationsraten in diesen Ländern (siehe Grafik Seite 88).

„Das Problem ist nur: Hält die Deflation länger an, wird der Schuldenberg noch größer, ist noch schwerer abzutragen“, erklärt Mayer. Kehrt dann auch noch die Angst der Investoren vor einer Staatspleite zurück, stecken die Krisenländer schnell wieder in einem Dilemma wie 2012.

Deshalb denken mittlerweile auch immer mehr europäische Ökonomen, dass die EZB gar nicht anders kann, als dem Weg Japans und der USA zu folgen. „Die Peripheriestaaten steuern klar in Richtung Deflation“, warnt beispielsweise Guntram Wolff vom Brüsseler Think-Tank Bruegel. Er hält daher die Zinssenkung für richtig, sie reiche aber nicht aus. „Auch das Bankensystem muss saniert werden, damit das billige Geld auch in der Wirtschaft ankommt.“

Das sehen auch EZB und EU-Kommission so, deshalb wollen sie die Banken in den nächsten zwölf Monaten auf Herz und Nieren testen und aufpäppeln. Bis dahin will die EZB die Stimmung in der Euro-Zone offenbar mit noch billigerem Geld hochhalten. Sie steht auch deshalb unter Druck, weil die Fed und die Bank von Japan so aggressiv vorgehen. „Der starke Euro ist ein Ergebnis dieser Politik“, sagt Guntram Wolff. Je teurer aber der Euro, desto billiger sind Importe in die Währungsunion, was wiederum das Deflationsrisiko erhöht.

Deshalb sieht auch so mancher europäische Ökonom eine höhere Preissteigerungsrate in Deutschland als das geringere Übel an. „Die Angst vor Inflation in Deutschland ist übertrieben“, sagt Wolff.

Auch deutsche Wirtschaftswissenschaftler räumen ein, dass derzeit von Inflation in Deutschland nichts zu sehen ist. „Aber ich glaube nicht, dass die ökonomischen Gesetzmäßigkeiten außer Kraft gesetzt sind“, sagt Allianz-Mann Heise. Diese sagen nach Heises Lesart, dass zu lockere Geldpolitik zu Inflation führt. Wenn die Wirtschaft wieder in Schwung komme und das Vertrauen der Banken und Unternehmen zurückkehre, „wird die Inflation anziehen“, sagt Heise. Dann sei es für die EZB an der Zeit gezinsteuern.

Die Frage ist, ob sie das dann noch kann.

MARTIN HESSE, ANNE SEITH

DEUTSCHE BANK

## Fitschens Fiasko

Die Münchner Staatsanwaltschaft wirft dem Co-Chef des größten deutschen Finanzkonzerns Prozessbetrug vor, weil er seine Kollegen gedeckt haben soll. Anshu Jain bleibt unbehelligt.

**D**er Bankmanager Jürgen Fitschen, 65, hält nicht viel von vorgestanzten Reden. Lieber trägt er aus dem Stegreif vor, eine Fähigkeit, um die ihn manch ein Kollege beneidet. So soll es der Co-Chef der Deutschen Bank auch am 28. Juni 2011 gehandelt haben. Damals noch im Rang eines gewöhnlichen Vorstands, trat Fitschen im Dachgeschoss des Münchner Oberlandesgerichts vor den Richter Guido Kotschy. Verhandelt wurde über die Schadensersatzklage Leo Kirchs gegen die Deutsche Bank und ihren Ex-Chef Rolf Breuer.

Fitschen erklärte scheinbar frei von der Leber weg, wie er sich an eine Vorstandssitzung am 29. Januar 2002 erinnerte. Doch seine Ausführungen passten nicht zusammen mit den Aussagen, die andere

Darstellung seiner Kollegen – von denen er gewusst habe, dass sie falsch seien – hätte korrigieren müssen. Er hätte aus Sicht der Ermittler den Plan zur Täuschung des Gerichts vereiteln müssen, um nicht als Mittäter zu gelten. Stattdessen habe Fitschen die Falschdarstellung gedeckt. Deshalb ermittelt die Staatsanwaltschaft seit April auch gegen ihn.

Die Bank weist den Vorwurf, sie habe versucht, das Gericht zu täuschen und Zeugenaussagen abzusprechen, zurück. Man sei überzeugt, „dass sich der Verdacht als unbegründet erweisen wird“.

Allerdings halten es selbst Anwälte der betroffenen Manager für wahrscheinlich, dass es zur Anklage kommt und das Gericht diese auch zulassen wird. „Die Staatsanwaltschaft ist so von ihrer These



Manager Fitschen, Jain, Razzia bei der Deutschen Bank 2012: Alpträumhaftes Szenario

Top-Manager der Deutschen Bank in jenen Tagen machten: Ex-Chef Josef Ackermann, der ehemalige Aufsichtsratsvorsitzende Clemens Börsig sowie der frühere Vorstand Tessen von Heydebreck.

Das jedenfalls hat die Staatsanwaltschaft München ermittelt. Sie wirft den Managern vor, sie hätten spätestens seit Mai 2011 ihre Auftritte vor Gericht abgestimmt. Fitschen soll sich mit seiner Aussage nicht an die interne Absprache gehalten haben. Deshalb blieb er bei den Ermittlungen zunächst außen vor.

Die Staatsanwälte sind mittlerweile offenbar der Meinung, dass Fitschen die

überzeugt, dass es schwer wird, das Rad zurückzudrehen“, sagt einer der Juristen. „In 95 Prozent der Fälle kommt es bei einer Anklage auch zum Verfahren“, ergänzt ein anderer.

Es ist ein alpträumhaftes Szenario für die Bank und für Fitschen. Nicht nur die Münchner Justiz ermittelt gegen den Manager, auch die Staatsanwaltschaft Frankfurt. Sie wirft ihm sowie Finanzvorstand Stefan Krause vor, ihre Unterschriften unter eine falsche Umsatzsteuererklärung gesetzt zu haben. Die Bank bestreitet das.

Fitschen ist auf dem besten Wege, zur tragischen Figur der Deutschen Bank zu