

Michael Hüther / Markus Demary

Dilemma ohne klaren Ausgang – Wirkung der aktuellen Geldpolitik auf Deutschland und Europa

Die Debatte um die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) ist in Deutschland oft mit einer gewissen Melancholie verbunden. Geldpolitik war zu den guten alten Zeiten, als die Deutsche Bundesbank für die Stabilität der Deutschen Mark verantwortlich zeichnete und zugleich die monetäre Leitinstanz im Europäischen Währungssystem war, scheinbar einfach.

Nicht nur goldige Zeiten

Jedenfalls konnte weitgehend von der Stabilität der Geldnachfrage ausgegangen werden, deflationäre Risiken erschienen ausschließlich in den Geschichtsbüchern und eine Rücksichtnahme auf die europäischen Partner war seit dem Ende des Weltwährungssystems von Bretton Woods 1973 allenfalls in Grenzsituationen notwendig.

Doch bei genauerem Hinsehen zeigt sich, dass die Zeiten so goldig nicht waren.

– Die monetaristische Idee, über die Steuerung der Geldmenge als Zwischenziel stabilitätsorientierter Politik die Entschlossenheit der Notenbank auszudrücken und die Erwartungen der Privaten zu verankern, hatte mehr theoretischen Appeal als praktischen Erfolg. Jedenfalls verfehlte die Bundesbank in den gut zwei Dekaden ihrer Geldmengensteuerung in der Hälfte der Fälle das ex ante fixierte Ziel (Sachverständigenrat 1994, Ziffer 336 und Tabelle 47, Ziffern 338 ff.).

– Die Tatsache, dass das Eurosystem – zunächst im Securities Markets Program (SMP), dann seit Anfang 2015 im Rahmen des Public Sector Purchase Program (PSPP) – Staatsanleihen in größerem Umfang kaufte, wird in Deutschland vielfach als monetäre Staatsfinanzierung kritisiert. Das sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass auch früher in schwierigen Situationen unkonventionell agiert wurde. So kaufte die Bundesbank im Jahr 1975 auf dem Sekundärmarkt Bundes-, Bahn- und Postanleihen im Wert 7,5 Milliarden

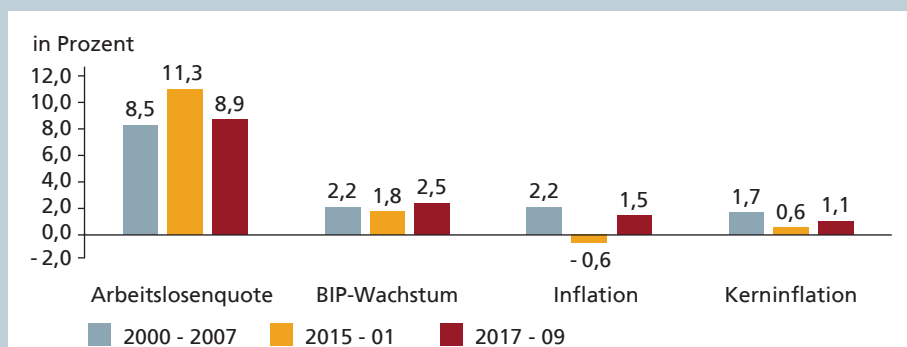
DM, um einen weiteren Zinsanstieg zu vermeiden (Sachverständigenrat 1975, Ziffern 194 ff.).

– Der Einstieg in die Desinflationierung zu Beginn der achtziger Jahre war alles andere als konfliktfrei. Der Ölpreisschock nach dem Afghanistankrieg, den die Sowjetunion 1979 begonnen hatte, führte zu schwierigen Anpassungen in den erdölimportierenden Ländern. Zur Bewältigung der inflationären Folgen warb der Sachverständigenrat für einen stabilitätspolitischen Konsens aller Makropolitiken (Sachverständigenrat 1980, Ziffern 297 ff.: „Grundmuster einer Lösung“; Sachverständigenrat 1981, Ziffern 335 ff.: „Ein beschäftigungspolitischer Konsens“): Ein Vertrauensvorschuss war für die Tarifvertragsparteien gefordert, um der Bundesbank und der Finanzpolitik – derart gegen Vertrauensrisiken abgeschirmt – mehr Raum für eine Investitionsstärkung zu geben.

Auch die Geldpolitik der Bundesbank nicht frei von Konflikten

– In den frühen 1990er Jahren kam es infolge unterschiedlicher Wachstumsdynamiken und Inflationsentwicklungen zu schweren Verwerfungen im EWS. „Turbulenzen an den europäischen Devisenmärkten hatten im September 1992 die zinspolitische Lockerung der Bundesbank ausgelöst. Auch im Verlauf des Jahres 1993 blieben außenwirtschaftliche Einflüsse wirksam. ... Mit ihren Zinssenkungen kam die Bundesbank europäischen Bedürfnissen entgegen“ (Sachverständigenrat, 1993, Ziffer 323; Sachverständigenrat 1992, Ziffern 171 ff.).

Abbildung 1: Wachstum bei niedriger Inflation im Euroraum



Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft basierend auf Eurostat



Foto: IW Medien



Prof. Dr.
Michael Hüther

Direktor,
Institut der deutschen Wirtschaft, Köln



Foto: IW Medien



Dr. Markus Demary

Finanzmarktökonom,
Institut der deutschen Wirtschaft, Köln

Beim Rückblick in die Vergangenheit neigen viele Menschen zu einer gewissen Verklärung. Das gilt aus Sicht der Autoren auch für die Betrachtung der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank. Auch unter ihrer Verantwortlichkeit, so zeigen sie an einigen Beispielen auf, war die Geldpolitik keineswegs frei von Konflikten und Dilemmata. Selbst in diesen vielbeschworenen guten alten Zeiten wurde vielmehr in schwierigen Situationen unkonventionell agiert. Insofern halten sie auch den Beginn des „Quantitative Easing“ durch die Europäische Zentralbank Anfang des Jahres 2015 für gut begründet. Angesichts einer sichtbaren Erholung im Euroraum stellen sie freilich die Frage, ob und wie lange diese Maßnahmen noch fortgeführt werden sollten. Das aktuelle Umfeld aus Wachstum bei niedriger Inflation trägt ihrer Einschätzung nach auch ohne zusätzliche geldpolitische Impulse. Zudem halten sie die Risiken, die aus einer vorsichtigen und schrittweisen Zinserhöhung über einen längeren Zeitraum resultieren, für beherrschbar. (Red.)

Der Rückblick soll verdeutlichen, dass Geldpolitik grundsätzlich kein einfaches Geschäft ist, frei von Konflikten und Dilemmata. Dies gilt für eine Notenbank in einer Währungsunion mit teilsouveräner Finanzpolitik und nationaler Lohnpolitik umso mehr. Die EZB als einzig konsistent handlungsfähige wirtschaftspolitische Institution ist schon deshalb zusätzlich gefordert.

Das war zunächst der Fall, als sich infolge der Banken- und Staatsschuldenkrise ab 2010 die Eurozone hinsichtlich der Bedin-

gungen für die Finanzintermediation zunehmend fragmentierte, es setzte sich verstärkt fort als 2014 deflationäre Risiken relevant wurden.

Nicht zu handeln, war jedenfalls in der damaligen Situation nicht die zu präferierende Strategie. Insofern war der Beginn des „Quantitative Easing“ mit „unkonventionelle Maßnahmen“ im ersten Quartal 2015 gut begründet. Dies galt auch deshalb, weil es realwirtschaftliche Gründe für die niedrigen oder gar negativen Zinsen und dadurch die geringe Inflation gab (Demary, Hüther, 2015; von Weizsäcker, 2015).

Fortgeschrittene Erholung des Euroraums

Heute freilich ist die Eurozone gesamtwirtschaftlich erheblich weiter. Deflationsgefahren bestehen nicht mehr, die Inflationserwartungen auf zwölf und 24 Monate sind immerhin bei 1,5 Prozent verankert und nicht mehr nur bei 1 Prozent. Die gesamtwirtschaftliche Dynamik und die Arbeitslosenquote haben das Vorkrisenniveau wieder erreicht, die zyklische Arbeitslosigkeit ist weitgehend verschwunden und die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten liegt über dem mehrjährigen Trend, wenngleich noch etwas unter dem Niveau des Jahres 2007 (Abbildung 1).

Der Ausblick für die deutsche Volkswirtschaft wie auch für die der Eurozone als Ganzes ist stabil, sodass er 2018 vollends zur Normalisierung – bezogen auf das Vorkrisenerleben – führen dürfte. Risiken sind derzeit, wie im Übrigen seit geraumer Zeit, nicht auf der Nachfrageseite zu sehen, sondern auf der Angebotsseite. Das gilt vor allem für die Leitökonomie der Währungsunion, Deutschland (Hüther, 2017). Auch der zunehmend um sich greifende Fachkräftemangel hat von 2014 bis 2016 die Reallöhne in der Gesamtwirtschaft um jahresdurchschnittliche 2 Prozente ansteigen lassen.

Die Bilanzen von Unternehmen und Banken verbessern sich, dies zeigt sich in den Kreditaggregaten, wobei die Investiti-

onen zwar anziehen, aber im längerfristigen Vergleich noch schwach sind. Dahinter stehen Unsicherheiten aus der globalen Politik, über die konkrete betriebliche Ausgestaltung der digitalen Transformation und – vor allem in Deutschland – Beschränkungen durch den Mangel an qualifizierten Arbeitskräften (Grömling, 2017).

Wirkung der Geldpolitik: Wachstum bei niedriger Inflation

Bei der Frage, wie weit die Unternehmen auch in den Krisenländern robuster geworden sind, mischen sich freilich einige dunkle Töne in das helle Bild. Denn gerade in diesen Ländern ist der Anteil von Unternehmen, die wegen geringer Umsätze, schwacher Ertragslage und höheren Verschuldungsquote unter einem Zinsanstieg zu leiden hätten, mit über 8 beziehungsweise 9 Prozent in Italien und Griechenland recht hoch, während er in Spanien und Portugal mit 5 beziehungsweise 3,5 Prozent relativ gering ist (Bendel et al. 2017).

So ergibt sich ein Gesamtbild für die Eurozone, das Wachstum mit niedriger Inflation verbindet und eigentlich eine wünschenswerte Situation (Goldilocks Economy) erfasst. Dennoch bleibt der Streit über den Kurs der EZB heftig. Während die einen schon immer ein Ende der aus ihrer Sicht verfehlten Strategie fordern, verlangen die anderen – vor allem Akteure an den Kapitalmärkten – eine bedingungslose Fortsetzung. Schließlich sei der Phillipskurven-Zusammenhang jedenfalls für Deutschland gestört und jeder übereilte Ausstieg aus dem Anleiheankaufprogramm wegen des drohenden Zinsschocks zu vermeiden.

Unterstützung durch den Wechselkurskanal

Nun muss man nicht der Fundamentalopposition des EZB-Kurses folgen, um begründete Zweifel an der Fortsetzung des zu Jahresbeginn 2015 begonnenen Programms zu haben. Der angebotsseitige Aufschwung in der Eurozone wurde un-

terstützt, am wirksamsten durch den Wechselkurskanal; so gelang die Rückkehr zu einem höheren Wachstumspfad bei geringerem Preisdruck. Dabei haben auch die Strukturreformen infolge der Staatsschuldenkrise entscheidend mitgewirkt. Überdies haben die niedrigen Zinsen den Unternehmen bei der Bereinigung ihrer Bilanzen geholfen. In diesem Umfeld hat die Erholung der Nachfrage bislang nicht zu höherer Inflation geführt, und zwar trotz der Impulse über die Importpreise (insbesondere für Energie).

Geldpolitischer Exit möglich

Das aktuelle Umfeld aus Wachstum bei niedriger Inflation trägt sich auch ohne zusätzliche geldpolitische Impulse. Zudem halten sich die Risiken, die aus einer vorsichtigen und schrittweisen Zinserhö-

hung über einen längeren Zeitraum resultieren, in Grenzen:

Die Staatsverschuldung in den meisten Ländern der Eurozone würde bei höheren Zinsen noch tragfähig sein. Dies gilt auch für die ehemaligen Krisenländer Irland und Portugal (IW-Forschungsgruppe Konjunktur, 2017). Hingegen würden in Frankreich, Griechenland und Spanien die höheren Zinsen die Staatsfinanzen unter Druck setzen, sodass politische Widerstände gegen höhere Zinsen zu befürchten sind.

Die Unternehmen im Euroraum haben die Phase niedriger Zinsen zur Bereinigung ihrer Bilanzen genutzt. So ist der Anteil der Unternehmen in einer schwierigen finanziellen Situation durch die niedrigeren Zinsen im Zuge der expansiven geldpolitischen Maßnahmen wieder auf das Vorkrisenniveau gefallen

(Bendel et al., 2017). Insgesamt erscheint der Unternehmenssektor als deutlich robuster als noch vor einigen Jahren. Ein Zinsanstieg würde zwar auch zu Insolvenzen bei denjenigen Unternehmen mit einer weniger erfolgreichen Bilanzsanierung führen. Dies sind jedoch normale Marktberäumungsprozesse, die keine großen Verwerfungen nach sich ziehen sollten.

Erfahrung mit dem Management von Zinsrisiken

Zinsänderungsrisiken würden die Bilanzen der Banken verschlechtern. Doch sollte den Banken auch eine gewisse Erfahrung mit dem Management von Zinsrisiken zugetraut werden. Das Monitoring der makroprudenziellen Risiken ist letztlich aber die Aufgabe der Bankenaufsicht. Die Indikatoren zeigen, dass die



BEDEUTUNG UND EFFIZIENZ DES BARGELDS

Stellungnahme der europäischen Wertelogistikbranche
ESTA – European Security Transport Association*

IHRE PARTNER FÜR
Geld- und Wertdienste



Bargeld geht uns alle an.

Kompetenz in der Wertelogistikbranche:

Bestellen Sie jetzt die Stellungnahme der ESTA - European Security Transport Association in Zusammenarbeit mit der Bundesvereinigung Deutscher Geld- und Wertdienste.

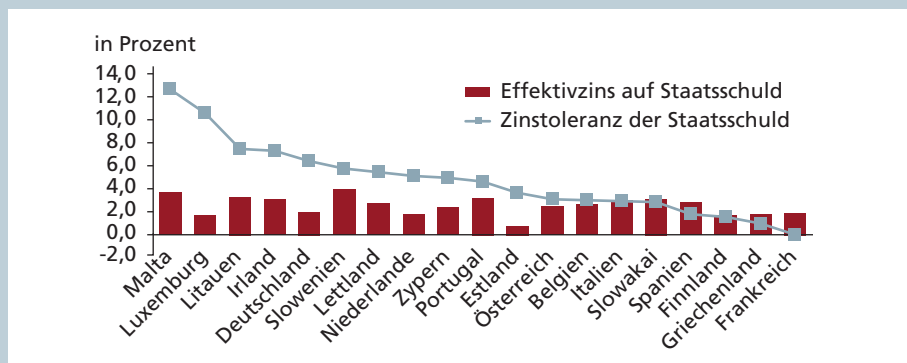
Jetzt erhältlich bei:

Bundesvereinigung Deutscher
Geld- und Wertdienste

Norsk-Data-Straße 3 · 61352 Bad Homburg
Tel.: +49 6172 948050 · Mail: mail@bdgw.de

www.bdgw.de

Abbildung 2: Viele Staatshaushalte können höhere Zinsen vertragen



Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft basierend auf Eurostat

Banken nun besser kapitalisiert sind als noch vor einigen Jahren und sich weniger stark kurzfristig refinanzieren. Temporäre Verluste ergeben sich nur unmittelbar nach Zinsanstieg. In der dynamischen Betrachtung sollten die Banken indes von einem höheren Zinsniveau profitieren.

Eine gewisse Sorge bereiten die Vermögenspreise, da einige Marktbeobachter diese als durch die Niedrigzinspolitik verzerrt ansehen. Zwar sind die Immobilienpreise in Deutschland gestiegen. Doch deutet die Entwicklung des Kreditvolumens nicht auf eine Preisblase in. Eine Korrektur der Immobilienpreise sollte somit keine nachteiligen gesamtwirtschaftlichen Rückwirkungen nach sich ziehen. Solange der geldpolitische Exit vom Anleihenmarkt in seinem erwarteten Zinsseffekt nicht eskomptiert wird, sollte auch der Aktienmarkt stabil bleiben.

Würde die EZB das Anleihenankaufprogramm früher als bislang kommuniziert beenden, dann wäre ein Zinsschock dennoch recht unwahrscheinlich. Denn es zeigt sich unter Anlegern, dass sie aufgrund von Sicherheitserwägungen eine hohe Präferenz für und einen hohen Bedarf (Alterung) an Staatsanleihen haben (von Weizsäcker, 2015). Diese Liquiditätspräferenz ist auch eine Folge von regulatorischen Vorgaben, wie der Liquidity Coverage Ratio (LCR) für Banken, die Staatsanleihen in einem gewissen Umfang halten müssen. Zusammen mit einem stabilen Aufschwung und der da-

durch verbesserten Schuldentragfähigkeit der Staaten sollte ein Wiederaufblammen der Staatsschuldenkrise jedenfalls mit beherrschbaren Problemen verbunden sein, selbst für Griechenland und Italien. Allerdings hängt dies wesentlich an einem langsamen, nicht übereilten und klar kommunizierten Ausstieg. Andernfalls könnte er wegen erheblicher Non-Performing Loans (NPL) zum Risiko für die italienischen Banken werden. Die aus der Krise etablierten neuen Instrumente der Aufsicht sollten dem allerdings wirksam entgegenreten.

Wie könnte ein Exit aussehen?

Die vorsichtige Kommunikation der EZB deutet darauf hin, dass die geldpolitische Normalisierung noch einige Jahre benötigt. Bedacht werden muss, dass Mario Draghis Amtszeit am 31. Oktober 2019 endet. Mit dem Übergang zum neuen Präsidenten der Notenbank könnte sich der Kurs der geldpolitischen Normalisierung noch einmal ändern. Spannend ist dann, ob der Kurs seines Nachfolgers eher in Richtung schnellere oder verzögerte Normalisierung gehen wird.

Das Vorgehen der US-amerikanischen Federal Reserve Bank zeigt aber, dass ein geldpolitischer Exit auch bei vergleichsweise guten Wirtschaftsdaten nur über eine ausgedehnte Zeitperiode erfolgen kann. So war die Fed zu Beginn noch sehr verhalten, sie verkürzt mittlerweile aber ihre Bilanz um 4 Milliarden US-Dol-

lar pro Monat. Dieser Betrag soll bis auf 20 Milliarden US-Dollar pro Monat ansteigen (Board of Governors, 2017).

Bei der EZB gehen die meisten Kommentatoren davon aus, dass ihr PSPP noch bis September 2018 weiterlaufen wird. Aufgrund des sich verstetigenden Wachstums wird diese Form der Intervention spätestens dann nicht mehr benötigt. Eine erste Leitzinserhöhung wäre dann vielleicht schon Anfang des Jahres 2019 möglich. Wenn sich die EZB am Zinszyklus der Fed orientiert, dann könnte sie drei Zinsschritte pro Jahr durchführen, sofern sich keine Rezession einstellen sollte.

Problematisch wäre aber, wenn die Inflationsrate in diesem Zeitraum auch noch weiter unterhalb ihres Zielwertes von unter, aber nahe zwei Prozent liegen sollte. In einer anhaltenden Situation von Wachstum bei niedriger Inflation, ist eine Neuinterpretation des Inflationsziels die prüfungswürdige Alternative zur andauernden Niedrigzinspolitik.

Literatur

- Bendel, Daniel, Markus Demary, Michael Voigtländer, 2017, Business financing in Europe: How will higher interest rates affect companies' financial situation? IW-Report 28/2017.
- Board of Governors, 2017, FOMC Communications related to Policy Normalization, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-normalization.htm> [abgerufen am 11.12.2017]
- Demary, Markus, Michael Hüther, 2015, When Low Interest Rates Cause Low Inflation, in: *Intereconomics*, Jg. 50, Heft 6, Seite 350-355.
- Grömling, Michael, 2017, Fehlende Arbeitskräfte deckeln die Konjunktur, IW-Kurzbericht, Nr. 85 vom 8. Dezember 2017.
- Hüther, Michael, 2017, Versuche, die Robustheit der deutschen Volkswirtschaft zu verstehen, in: *Wirtschaftsdienst* Jahrgang 97, Heft 7, Seite 490-498.
- IW-Forschungsgruppe Konjunktur, 2017, Die deutsche Konjunktur am Limit? Fachkräftemangel als Wachstumsbremse, IW-Konjunkturprognose Herbst 2017, https://www.iwkoeln.de/_storage/asset/371429/storage/master/file/14274021/download/IW-Trends_2017-04-01_Prognose.pdf [abgerufen am 11.12.2017]
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 1975: Vor dem Aufschwung (Jahresgutachten 1975/76); 1980: Unter Anpassungszwang (Jahresgutachten 1980/81); 1981: Investieren für mehr Beschäftigung (Jahresgutachten 1981/82); 1992: Für Wachstumsorientierung – gegen lähmenden Verteilungsstreit (Jahresgutachten 1992/93); 1993: Zeit zum Handeln – Antriebskräfte stärken (Jahresgutachten 1993/94); 1994: Den Aufschwung sichern – Arbeitsplätze schaffen (Jahresgutachten 1994/95).
- von Weizsäcker, Carl Christian, 2015, Kapitalismus in der Krise? Der negative natürliche Zins und seine Folgen für die Politik, in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* Jahrgang 16, Seite 189-212.