

Kurz und bündig

- Eingebettet in das verhaltene **Wachstum der Weltwirtschaft** um voraussichtlich etwas mehr als drei Prozent im Jahr 2017 setzt sich der Aufschwung der deutschen Wirtschaft fort.
- Die Wachstumsdynamik in Deutschland hält an. Lediglich **Kalendereffekte** sorgen für einen geringeren Anstieg der Wirtschaftsleistung von 1,2 bis 1,5 Prozent in diesem Jahr.
- Getragen wird das Wachstum vom **privaten Konsum**. 2016 trug er 1,1 Prozentpunkte zum Wachstum bei. Der **Außenhandel** kann das Wachstum dagegen nicht mehr befördern.
- Trotz der guten Entwicklung: Die **Unsicherheiten sind groß**. Sie kommen in den schlechteren Geschäftserwartungen zum Tragen.
- Möglich wurde die positive Entwicklung auch durch die **Geldpolitik**, auch wenn diese gerade in Deutschland umstritten ist.
- Um **Preisniveaustabilität** (definiert als Zielinflationsrate) zu erreichen, wurden die **Zinsen** auf null gesetzt und in erheblichem Umfang öffentliche und private **Anleihen** gekauft.
- Peter Bofinger hält die **Geldpolitik** der EZB sowohl für den Euroraum als auch für Deutschland für **angemessen**.
- Die Geldpolitik war unbestritten erfolgreich, sie stößt aber auch an Grenzen und beinhaltet Risiken. Die reichlich vorhandene Liquidität bleibt in den Finanzmärkten, die **Übertragung in die reale Ökonomie funktioniert nicht**.

Autoren:

Wilfried Kurtzke und Beate Scheidt

Konjunktur in Zeiten außergewöhnlicher Geldpolitik

Moderates Wachstum geht in die Verlängerung

Die deutsche Wirtschaft ist im abgelaufenen Jahr real um knapp zwei Prozent gewachsen. Sie trotz der Verunsicherung, die vom Brexit, der Wahl Trumps in den USA und den Problemen des Finanzsektors in vielen Krisenländern ausgeht. Nach den Prognosen wird die Wachstumsdynamik anhalten. Möglich ist die positive Entwicklung auch durch die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank.

Gerade in Deutschland ist die expansive Geldpolitik, vor allem die massiven Käufe von Anleihen, sehr umstritten. Die Wirtschaftsweisen fordern in ihrem Gutachten den schnellen Ausstieg aus dieser Politik. Sie hat aber unbestritten große Verdienste. Ohne die Ankündigung von Draghi, Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), notfalls unbeschränkt Staatsanleihen anzukaufen, wäre die Währungsunion bereits 2012 unter der Wucht der Spekulationen zusammengebrochen.

Die Geldpolitik hat auch das Wachstum angeregt. Über niedrige Zinsen konnten Staatshaushalte entlastet, die Refinanzierungskosten für Investitionen gesenkt und mit dem niedrigeren Euro-Wechselkurs die Bedingungen für Exporte verbessert werden. Die Geldpolitik kann aber direkt keine Nachfrage schaffen. Sie ist überfordert, wenn sie in ihren Aktivitäten für mehr wirtschaftliche Dynamik allein gelassen wird. Eine notwendige Ergänzung wäre eine expansive Fiskalpolitik für mehr öffentliche Investitionen und die Konsolidierung des europäischen Finanzsektors.



Foto: World Economic Forum

„Innerhalb unseres Mandats ist die EZB bereit, alles Nötige zu tun, um den Euro zu erhalten. Und glauben Sie mir, es wird reichen.“

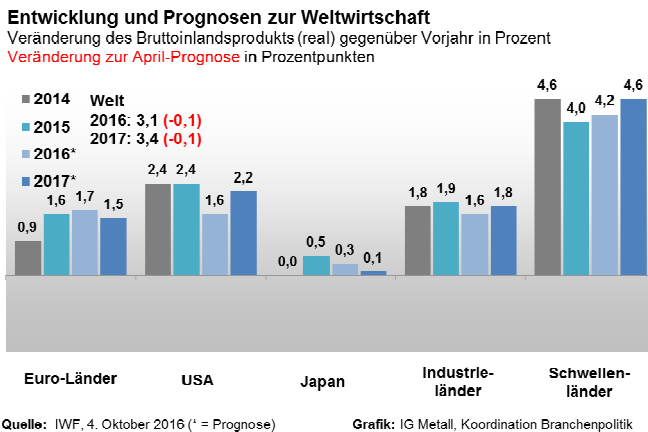
Mario Draghi (EZB-Präsident) am 26. Juli 2012

1. Konjunktur

1.1 Weltwirtschaft im leichten Aufwind

Eingebettet in das verhaltene **Wachstum der Weltwirtschaft** um etwas mehr als drei Prozent im Jahr 2017 setzt sich der Aufschwung der deutschen Wirtschaft mit moderatem Tempo fort. Die Schwellenländer treiben mit einer prognostizierten Wachstumsrate von über vier Prozent die wirtschaftliche Entwicklung an. China trägt mit einer erwarteten Wachstumsrate von 6,2 Prozent in 2017 maßgeblich dazu bei. Die Umstrukturierung der chinesischen Wirtschaft verläuft weiterhin ohne größere Verwerfungen. Die Rezession in Brasilien und Russland geht zu Ende, für beide Länder wird für 2017 wieder ein leichtes Wachstum erwartet. Deutlich langsamer, aber robust, wachsen die Industrieländer mit Raten von knapp unter zwei Prozent. Taktgeber sind die USA aufgrund ihres großen Gewichts unter den Industrieländern mit einem für 2017 prognostizierten überdurchschnittlichen Wachstum in Höhe von 2,2 Prozent. In diesem Jahr expandiert die US-amerikanische Wirtschaft mit nur 1,6 Prozent allerdings deutlich verhaltener als in früheren Prognosen erwartet.

Abb. 1.1: Schwellenländer Wachstumstreiber der Weltwirtschaft



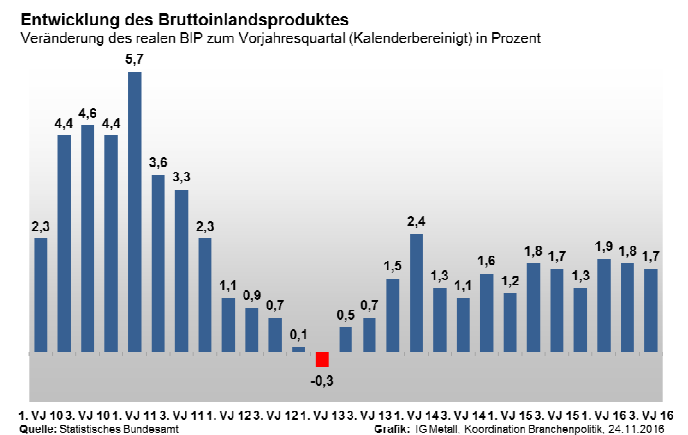
Trotz der anfänglichen Nervosität und Verunsicherung auf den Finanzmärkten wird das **Brexit-Votum** nach der jüngsten Einschätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) in diesem und im kommenden Jahr **nur geringe Auswirkung auf das Wachstum der Weltwirtschaft** haben. **Gleichwohl dürften die Effekte in Europa und vor allem im Vereinigten Königreich spürbar sein.** Der IWF erwartet für das **Vereinigte Königreich** für 2017 nur noch ein **Wachstum von 1,1 Prozent**. 2015 waren es noch 2,2 Prozent. Ob diese pessimistischen Prognosen eintreffen, ist allerdings offen. Der Sachverständigenrat ist mit seiner Prognose von 1,4 Prozent für das britische Wachstum in 2017 optimistischer als der IWF. Da weder der Verlauf des Verhandlungsprozesses noch das Ergebnis bisher absehbar sind, sind Prognosen derzeit noch hochgradig spekulativ.

Noch keine Berücksichtigung fanden in der Prognose von Oktober die wirtschaftlichen Folgen der **Wahl von Trump** zum Präsidenten der USA.

1.2 Deutschland in stabiler Konjunkturerwicklung

Der Wachstumskurs der deutschen Wirtschaft setzte sich in den ersten drei Quartalen 2016 – wenn auch mit leicht abgeschwächtem Tempo – fort. Im dritten Quartal 2016 betrug das Wachstum im **Vergleich zum Vorjahresquartal 1,7 Prozent**. Ohne die Kalenderbereinigung ergab sich ein Wachstum von 1,5 Prozent. Die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland hat also bisher allen Risiken trotzen können.

Abb. 1.2: Stabiles Wachstum im Jahresverlauf 2016



Das liegt vor allem daran, dass das Wachstum ausschließlich durch die **Binnennachfrage** getragen wird, während in der Vergangenheit der Außenhandel der Treiber der wirtschaftlichen Expansion war. Im Jahr 2016 war der **Wachstumseffekt des Außenbeitrags mit -0,1 Prozentpunkten sogar leicht negativ**. Wichtigster Faktor für die wirtschaftliche Entwicklung war der Konsum. Wobei der private Konsum mit 1,1 Prozentpunkten noch stärker zum Wachstum beitrug als der Staatsverbrauch mit 0,8 Prozentpunkten.

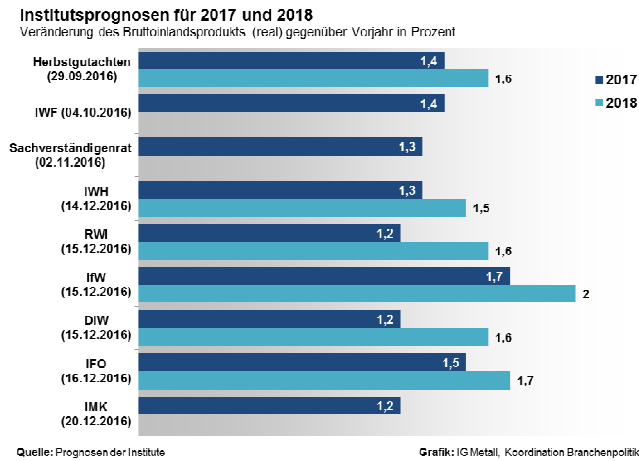
Der Schwachpunkt der wirtschaftlichen Entwicklung ist nach wie vor die geringe Investitionstätigkeit. Im dritten Quartal 2016 trugen die Bauinvestitionen (0,2 Prozentpunkte) und die Investitionen in sonstige Anlagen (0,1 Prozentpunkte) nur geringfügig zur wirtschaftlichen Entwicklung bei. Die Ausrüstungsinvestitionen waren sogar leicht rückläufig. Das sind keine günstigen Bedingungen für die Investitionsgüterindustrie.

2016 nahm die Wirtschaftsleistung in Deutschland real um 1,9 Prozent zu. Das ist etwas mehr als 2015 mit 1,7 Prozent. Die Prognosen für 2017 liegen deutlich niedriger, sie bewegen sich zwischen 1,2 und 1,7 Prozent. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es 2017 weniger Arbeitstage gibt. Das mindert das mögliche Wachstum um 0,4 Prozentpunkte. Der größte Teil der Wachstumsabschwächung basiert damit auf reinen



Kalendereffekten. Die eigentliche Wachstumsdynamik schwächt sich nur leicht ab.

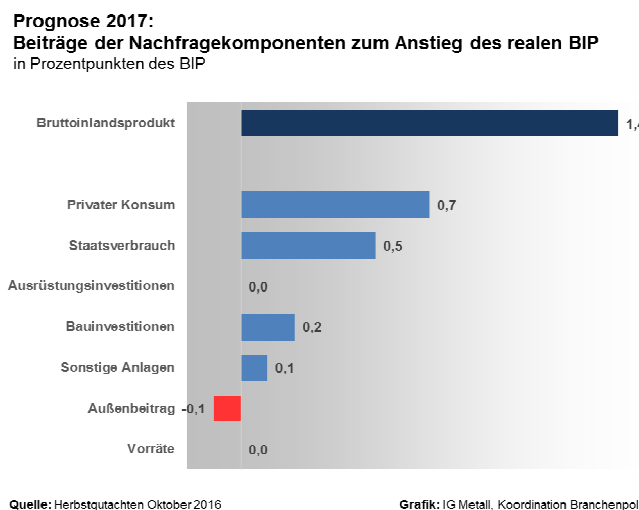
Abb. 1.3: Kalendereffekte sorgen für geringere Wachstumsprognosen für 2017



Dieser **Wachstumstrend** wird sich nach den bisherigen Erwartungen **auch im Jahr 2018 fortsetzen**. Ohne negative Kalendereffekte wird die gesamtwirtschaftliche Produktion sogar wieder stärker steigen. Die Prognosen lassen ein reales Wachstum zwischen **1,5 und 2,0 Prozent erwarten**.

An den Wachstumskomponenten wird sich nach den vorliegenden Prognosen im Jahr 2017 nichts ändern. Wichtigste **Triebfeder für die wirtschaftliche Entwicklung wird weiterhin der private Konsum sein**. In der Prognose der Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute macht er 0,7 Prozentpunkte aus. Auch der Staatsverbrauch bleibt mit 0,5 Prozentpunkten ein wichtiger Faktor.

Abb. 1.4: Privater Konsum bleibt auch 2017 wichtigster Wachstumsfaktor



Eine stärkere Investitionstätigkeit wird nicht erwartet. Bauinvestitionen (0,2 Prozentpunkte) und sonstige An-

lagen (0,1 Prozentpunkte) tragen leicht zum Wachstum bei, der Wachstumsbeitrag der Ausrüstungsinvestitionen stagniert. Auch aus dem Außenhandel ergeben sich keine Wachstumseffekte, der Wachstumsbeitrag ist sogar leicht negativ.

Die Zeiten mit einer extrem niedrigen Inflationsrate neigen sich dem Ende zu. Die **Verbraucherpreise** werden wieder stärker steigen. Während 2015 (0,3 Prozent) und 2016 (0,5 Prozent) die Inflationsrate sehr niedrig ausfiel, zogen die Preise bereits gegen Ende des Jahres 2016 kräftig an. Im Dezember betrug die Preissteigerungsrate 1,7 Prozent, wobei vor allem Energie und Nahrungsmittel deutlich teurer wurden (jeweils um 2,5 Prozent). **Die Prognosen für 2017 bewegen sich zwischen 1,3 und 1,6 Prozent**. Da die Energiepreise wahrscheinlich nicht mehr weiter fallen – dafür spricht auch die Vereinbarung zwischen den erdölexportierenden Ländern, ihre Fördermengen zu reduzieren –, erscheinen diese Prognosen plausibel. Damit bleiben die Preissteigerungen aber noch deutlich unter der Zielinflationsrate der EZB von knapp zwei Prozent.

Bisher haben, neben Lohnsteigerungen und einer zunehmenden Beschäftigung, auch die geringen Preissteigerungen die hohen Konsumausgaben ermöglicht. Im Jahr 2016 stiegen die Tariflöhne nach Berechnungen des WSI um 2,4 Prozent. Bei einem Anstieg der Verbraucherpreise um 0,5 Prozent bedeutet das – zumindest für die Beschäftigten, die tarifvertraglich abgesichert sind – einen Reallohnanstieg von 1,9 Prozent. Es bleibt abzuwarten, ob bei wieder stärker steigenden Preisen die prognostizierte Zunahme des privaten Konsums zu realisieren ist.

Der Anstieg der **Arbeitsproduktivität** wurde sowohl vom Statistischen Bundesamt als auch von den Wirtschaftsforschungsinstituten unterschätzt. Die bis zum September veröffentlichten Prognosen für das Jahr 2016 lagen zwischen 0,1 und 0,7 Prozent. Diese Werte wurden durch den tatsächlichen Anstieg von 1,2 Prozent im Jahr 2016 – auch durch **nachträgliche statistische Revisionen** – überholt. In den aktuellen Winterprognosen der Institute wurden die Erwartungen für **2017** heraufgesetzt. Die Vorhersagen sehen eine Zunahme der Arbeitsproduktivität **zwischen 0,7 und 1,3 Prozent**. Die in den letzten Jahren zu beobachtende extrem schwache Produktivitätsentwicklung scheint damit überwunden zu sein. Der Anstieg 2016 dürfte sogar die langfristige Trendproduktivität (1,1 Prozent) leicht übertreffen.

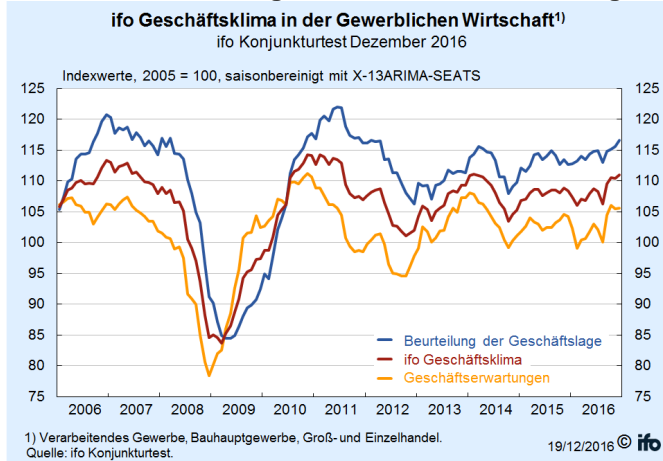
1.3 Stimmung spiegelt trotz guter Lage Unsicherheiten wider

Die deutsche Wirtschaft befindet sich zum Jahresende 2016 in bester Stimmung. Die ifo-Erhebung zur Geschäftslage ist im Dezember den fünften Monat in Folge angestiegen und hat damit den höchsten Stand seit Februar 2012 erreicht. Auch die Beurteilung der Geschäftslage in der Industrie hat deutlich zugelegt. Die Unternehmen beurteilen ihre Situation sehr positiv.

Klar ist aber auch, dass die Unsicherheit zugenommen hat und die Risiken gewachsen sind. Die Verunsicherung

cherung lässt sich in den Stimmungsindikatoren ablesen. Die ifo-Geschäftserwartungen für die nächsten sechs Monate waren im September kräftig gestiegen und haben dieses Niveau gehalten, liegen aber deutlich unter den Einschätzungen zur aktuellen Geschäftslage.

Abb. 1.5: Aktuelle Lage besser als die Erwartungen



Unsicherheit erwächst vor allem aus dem weiteren **Brexit-Prozess**, der zukünftigen **Wirtschaftspolitik in den USA**, der prekären Situation des **Bankensektors in Italien** und der unklaren weiteren **Entwicklung in der Türkei**.

Die größte Unbekannte für die wirtschaftliche Entwicklung in den kommenden Jahren ist die Politik des neuen Präsidenten der USA. Zu vage sind viele Äußerungen im Wahlprogramm oder gar in diversen öffentlichen Reden, zu widersprüchlich und in sich nicht kohärent. Die ökonomischen Wirkungen vieler Forderungen sind durchaus gegensätzlich.

Trotz dieser Unsicherheit haben Finanzanleger bereits vor der Amtseinführung des neuen Präsidenten **große Erwartungen an die Arbeit der neuen Regierung**. Seit der Wahl steigen die Aktienkurse steil an, US-amerikanische Finanzanlagen sind begehrt. Die Zinsen und der Dollarkurs legen ebenfalls zu. Das Handelsblatt bringt die aktuelle Entwicklung auf den Punkt: „Was sich seit dem 8. November am Kapitalmarkt abspielt, ist eine große Wette auf den Erfolg der Wirtschaftspolitik von Donald Trump.“ (Handelsblatt, 29.12.2016)

„Die einzige Möglichkeit für Trump, seine Versprechen höherer Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung mit großen Steuersenkungen und einer Verringerung des Haushaltsdefizits zu vereinbaren, ist eine Politik, die man früher als ‚Voodoo Economics‘ bezeichnet hat.“

Joseph Stiglitz, 19. Dezember 2016

Die **angekündigten Investitionen in die Infrastruktur** könnten tatsächlich Wachstumseffekte generieren und mittelfristig auch die Wettbewerbsfähigkeit der US-Wirtschaft steigern. Steigende Renditen erwarten die

Anleger auch von Steuersenkungen für Unternehmen und Bezieher hoher Einkommen sowie von einer Deregulierung der Finanzmärkte. Offen ist aber bisher, welches Volumen die Investitionsoffensive haben wird, ob sie in vollem Umfang vom Kongress mitgetragen wird und welche Investitionen konkret zulegen werden. Auch die Finanzierung ist noch nicht klar, da höhere öffentliche Investitionen und Steuersenkungen mit einem weiteren Ziel von Trump kollidieren, dem Abbau der Staatsverschuldung.

Bei der **Unternehmensbesteuerung** ist nicht nur eine Senkung der Steuersätze in der Diskussion, sondern eine komplette **Systemumstellung**. Im Prinzip wird damit der Steuersatz erhöht, die Bemessungsgrundlage aber erweitert und damit die Möglichkeiten der Steuergestaltung eingeschränkt.

In der **Handelspolitik** hat Trump eine massive Benachteiligung von Importen angekündigt. Die Rede ist von neuen **Importzöllen von bis zu 35 Prozent**. Ergänzend liegen Vorschläge vor, bei der **Neugestaltung des Steuersystems** Importe nicht mehr als Betriebsausgaben abzusetzen. Das würde nicht nur weiteren Freihandelsabkommen die Grundlage entziehen, sondern auch gegen die bestehenden WTO-Vereinbarungen verstoßen.

Kurzfristig könnten solche Maßnahmen die Industrie in den USA stärken. Schon mittelfristig sind die Konsequenzen unkalkulierbar. Notwendige Importe in die USA würden sich verteuern, Handelspartner würden sich Gegenmaßnahmen überlegen. Ein Handelskrieg hätte verheerende Folgen für die Weltkonjunktur und auch für die deutsche Exportwirtschaft könnte eine schwierige Situation entstehen.

Noch ist nicht abzusehen, welchen Weg die USA wirtschaftspolitisch einschlagen werden. Gehen die Erwartungen der Finanzanleger nach Wachstum und zusätzlichen Renditen in Erfüllung? Wenn ja, bleibt die Frage, ob diese Effekte ganz oder teilweise durch einen stark steigenden Dollarkurs wieder aufgeessen werden. Auch hat für den Fall eines stärkeren Wachstums mit zunehmend ausgelasteten Produktionskapazitäten die amerikanische Notenbank Fed bereits stärkere Zinserhöhungen diskutiert, als schon jetzt für das laufende Jahr geplant sind. Das würde sich dämpfend auf die Konjunktur auswirken und den Dollar noch stärker unter Aufwertungsdruck setzen.

Eine weitere Unsicherheit ergibt sich aus der schwellenden Krise der EU. Der beschlossene britische Ausstieg aus der EU zeigt die politische Krise auf. Auch ein halbes Jahr nach dem Austrittsreferendum zeichnet sich immer noch nicht ab, wie das zukünftige Verhältnis zwischen der EU und Großbritannien aussehen soll. Zudem werden in fast allen Ländern europafeindliche Parteien immer stärker.

Neben dieser politischen Krise schwelt auch die ökonomische Krise – vor allem der Eurozone – weiter:

- Zwar wächst die europäische Wirtschaft wieder kräftig, im Jahr 2015 stieg die reale Wirtschaftsleistung in der Eurozone um 2,0 Prozent an, für 2016 wird

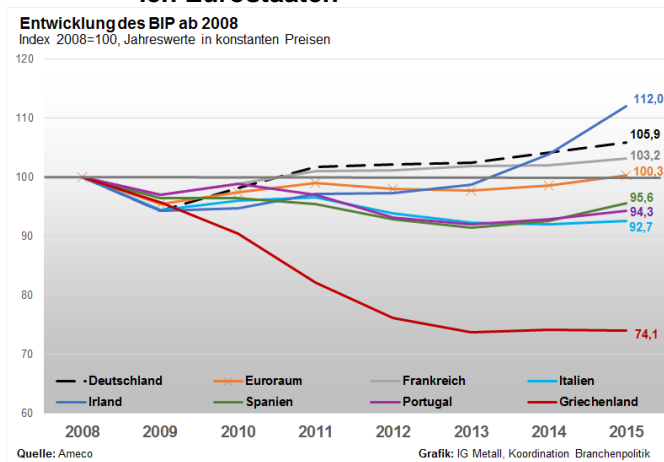


ein Wachstum von 1,7 Prozent erwartet. Selbst die Krisenökonomie in Griechenland schrumpft nicht weiter.

- Aber in vielen Ländern geht dieses Wachstum von einem extrem niedrigen Niveau aus. Der Vorkrisenstand wurde in vielen Fällen noch nicht wieder erreicht. Die Arbeitslosigkeit befindet sich auf einem extrem hohen Niveau besonders in Spanien, Italien und Griechenland. Dabei ist der Höhepunkt der Krise bereits sieben Jahre her.

Europa läuft Gefahr, in den nächsten Krisenzyklus reinzulaufen, bevor die derzeitige Krise wirklich überwunden ist.

Abb. 1.6: Schwache Wirtschaftsentwicklung in vielen Eurostaaten



Noch stärker als bei der wirtschaftlichen Entwicklung zeigt sich die Krise im **Zustand des Finanzsektors**. Vor allem in den Krisenländern leiden die Banken unter zu wenig Eigenkapital und zu vielen faulen Krediten. Zugespißt hat sich die Lage zum Jahreswechsel in Italien. Der ältesten und drittgrößten Bank Italiens, Monte dei Paschi, drohte die Zahlungsunfähigkeit. Es klappt eine Finanzlücke von 6,6 Milliarden Euro. Private Geldgeber ließen sich nicht finden, der Börsenwert ist in den Keller gerutscht. Zunächst wurde die Bank durch eine Liquiditätsspritze des italienischen Staates am Leben gehalten. Eine Lösung ist das nicht. Es sieht so aus, als ob der italienische Staat die Bank auch rekapitalisieren muss und wird. Dabei verstößt das gegen die seit Anfang 2016 geltenden Regeln der europäischen Bankenunion. Damit sollte eigentlich verhindert werden, dass der Steuerzahler wieder zu einer Bankenrettung zur Kasse gebeten werden muss. Allerdings wäre ein Zusammenbruch der Bank mit weitreichenden Konsequenzen für die europäische Wirtschaft die wahrscheinliche Folge, wenn der italienische Staat nicht handelt. Die Entwicklung in Italien wirft ein Schlaglicht darauf, wie wenig die Probleme des Finanzsektors seit der großen Krise 2008/09 gelöst wurden.

Insgesamt betrachtet befindet sich Deutschland in einer ausgesprochen guten Lage. Eigentlich kein Grund zur Klage. Dennoch bestehen Unsicherheiten, die die wirt-

schaftliche Entwicklung gefährden können, aber nicht müssen. Dazu gehört die zukünftige Politik in den USA, der Austrittsprozess Großbritanniens aus der EU, aber auch die nach wie vor kritische Situation in der Eurozone. Vor allem der Finanzsektor hat die Folgen der großen Wirtschaftskrise noch nicht überwunden.

Die EZB ist die einzige Institution, die mit einer extrem expansiven Geldpolitik und unter Anwendung eines unkonventionellen Instrumentariums gegen die Krise kämpft. Das heißt: Sie versucht mit ihrer Geldpolitik, die Wachstumsdynamik in der Eurozone in Gang zu setzen. Gleichzeitig soll die Liquidität des Finanzsektors aufrechterhalten werden. Damit sind Risiken verbunden. Die weitere wirtschaftliche Entwicklung ist nicht zu beurteilen, ohne einen Blick auf die Möglichkeiten, aber auch die Grenzen der Geldpolitik zu werfen.

2. Geldpolitik im Kreuzfeuer der Kritik

Bereits seit 2010, verstärkt aber wieder seit einigen Monaten, stehen die Niedrigzinspolitik und die Anleihekäufe der EZB unter Beschuss. Diese kommen zwar den öffentlichen Haushalten und den Gewinnen der Unternehmen zugute. Sparer klagen aber darüber, dass ihr mühsam Erspartes durch negative Realzinsen schwindet (Zinssatz ist niedriger als die Inflationsrate). Banken ‚leiden‘ in der Niedrigzinsphase unter wegbrechenden Erträgen. Lebensversicherungen können ihren Verpflichtungen aus den vor Jahren in Hochzinsphasen versprochenen Garantiezinsen kaum mehr nachkommen.

Wir wollen etwas Licht in eine komplexe Debatte werfen, die mittlerweile nur noch ausgewiesene Experten nachvollziehen können. Was ist dran an der Kritik an der EZB? Welche Ziele verfolgt sie? Welche geldpolitischen Instrumente wendet sie an und warum? Wirken die Instrumente? Klagen die Banken zu Recht über wegschmelzende Erträge? Welche Risiken sind mit der lockeren Geldpolitik verbunden? Ist die EZB allein verantwortlich für die niedrigen Zinssätze? Welche anderen Kräfte drücken auf den Zinssatz und verhindern, dass trotz der massiven Anstrengungen der EZB die Zielinflationsrate erreicht wird?

2.1 Geldpolitik verstehen – Ziele und Handlungslogik der Europäischen Zentralbank

Die Europäische Zentralbank ist dem vorrangigen Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet, darüber hinaus soll sie die Wirtschaftspolitik der Europäischen Gemeinschaft unterstützen, soweit dies nicht die Preisniveaustabilität gefährdet (Art. 282 ff Vertrag von Lissabon, Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union - AEU-Vertrag). Die EZB ist darüber hinaus laut EU-Vertrag auch für die Stabilität des Finanzsystems verantwortlich.

Erstes Frankfurter Konjunktorgespräch

16. November 2016

Jürgen Kerner lud - gemeinsam mit dem Ressort Koordination Branchenpolitik - im vergangenen November **Prof. Peter Bofinger** (Mitglied des Sachverständigenrates) und **Jens Ulbrich** (Leiter des Bereichs Volkswirtschaft bei der Deutschen Bundesbank) zum ersten ‚Frankfurter Konjunktorgespräch‘ in die IG Metall ein.

Hintergrund war die Vorstellung des neuen Gutachtens der ‚Fünf Wirtschaftsweisen‘ und die Debatte über die derzeit sehr außergewöhnliche Geldpolitik, die nicht nur mit Nutzen sondern auch durchaus mit erheblichen Risiken für die konjunkturelle Entwicklung verbunden ist. Das Gutachten des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage setzt sich außer mit der gesamtwirtschaftlichen Lage auch detailliert mit den Kontroversen zur Geldpolitik auseinander. Bofinger stellte nicht nur das Gutachten vor, sondern referierte ausführlich seine in sieben Sondergutachten formulierten Positionen. Ulbrich zeigte den Blick der Bundesbank auf die Debatte auf.

Zentrale Thesen dieser Veranstaltung sind Grundlage dieser Wirtschaftspolitischen Information.



Von links nach rechts: Jürgen Bühl, Peter Bofinger, Jürgen Kerner, Jens Ulbrich

Messlatte für die Erreichung des Ziels Preisniveaustabilität ist die Zielinflationsrate, gemessen am Verbraucherpreisindex des Euro-Währungsgebietes (HVPI), die unter, aber nahe zwei Prozent liegen soll. Das Preisniveau gilt als stabil, wenn die Inflationsrate im Jahresverlauf dieses Ziel erreicht. Auf den ersten Blick erscheint diese Festlegung willkürlich. Das ist insofern zutreffend, als es keine objektive Definition für die Preisniveaustabilität gibt. Ebenso richtig wie falsch wäre etwa ein Inflationsziel von 2,5 Prozent.

Die ‚Zwei-Prozent-Regel‘ hat sich im Laufe der Zeit als gemeinsame Orientierungsgröße für viele internationale Notenbanken herausgebildet. Auch die US-amerikanische Notenbank (Fed) sowie die Zentralbanken Englands und Japans strebten bislang diese Ziellinie an.

Für eine erfolgreiche Geldpolitik ist vor allem eine **glaubwürdige Verfolgung dieses Ziels** entscheidend, denn nur dann orientieren sich Unternehmen, Haushalte und der Staat mit ihren Preisvorstellungen und Planungen daran und erleichtern es der Zentralbank, das Ziel auch zu erreichen. Glaubwürdig agiert die Zentralbank dann, wenn sie Preissteigerungen, die über dieses Ziel hinausschießen, unmittelbar mit höheren Zinssätzen bekämpft, und im umgekehrten Fall einer drohenden Deflation (sinkendes Preisniveau) alles tut, um dem Ziel wieder nahe zu kommen. Gelingt es, die Deflationserwartungen zu brechen, so verhindert sie eine konjunkturelle Abwärtsspirale sinkender Preise, sinkender Produktion und sinkender Beschäftigung.

Der ‚gesunde Menschenverstand‘ würde eine Zielinflationsrate von null Prozent nahelegen, denn dann ändert sich das Preisniveau definitiv nicht, ist also stabil. In der Praxis braucht die Zentralbank aber einen ‚Puffer‘ im positiven Bereich. Das hat verschiedene Gründe: Es ist für eine Zentralbank aufgrund von Reaktions- und Wirkungsverzögerungen des Instrumenteneinsatzes nahezu unmöglich die Null exakt zu erreichen. Darüber hinaus gibt es Einflüsse auf das inländische Preisniveau, die sie nicht beeinflussen kann, wie beispielsweise steigende, oder sinkende, Rohölpreise. Gerät die Preisentwicklung in die Deflationszone, sinkt also das Preisniveau (negative Inflationsraten), so könnte ein konjunktureller Abschwung eingeleitet oder verstärkt werden:

- Die sinkenden Preise könnten dazu führen, dass eine **Abwärtsspirale** in Gang kommt, weil etwa die Konsumenten Käufe hinausschieben, wenn sie mit weiter sinkenden Preisen rechnen. Die Konsumnachfrage bricht ein.
- Andererseits **schmälert ein sinkendes Preisniveau die Ertragserwartung** inländischer Investoren, was diese von Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen abhält. Die Investitionspläne werden folglich zurückgefahren.
- Kann darüber hinaus das nominale Zinsniveau für Kredite nicht noch weiter abgesenkt werden, weil es schon sehr niedrig ist, so **steigt mit der Deflation der Realzins**. Dies verteuert die Kreditfinanzierung von Investitionen sowie von Konsumgütern und Immobilien. Die Nachfrage schrumpft weiter.

„Und die Nullzinsgrenze – wir haben in der Krise gelernt, dass Null nicht unbedingt die absolute Untergrenze ist – aber die Nullzinsgrenze ist eigentlich etwas, was man als Notenbank tunlichst vermeiden will, weil man dann gezwungen ist sein traditionelles zinspolitisches Instrumentarium zu verlassen und zu unkonventioneller Politik – zu Ankaufprogrammen – Zuflucht zu nehmen und mit dem Programm haben wir und andere Notenbanken viel weniger Erfahrung als mit Zinsen.“

Jens Ulbrich, 16. November 2016

Das ‚Zwei-Prozent-Ziel‘ ist somit ein notwendiger ‚Puffer‘, um ein rasches krisenhaftes Abgleiten in die Deflation zu verhindern.

Um das Preisniveau zu stabilisieren, steht der EZB ein reichhaltiger **Instrumentenkasten** zur Verfügung. Sie kann die **Zinssätze für Kredite** an die Geschäftsbanken und für deren Guthaben verändern. Damit nimmt sie Einfluss auf die Refinanzierungskosten der Banken aber auch deren Kunden, denn die höheren Kosten werden beispielsweise von den Geschäftsbanken an ihre Kunden weitergereicht. Dies macht Kredite teurer und bremst somit die kreditfinanzierte Nachfrage, was letztlich das Preisniveau drückt.

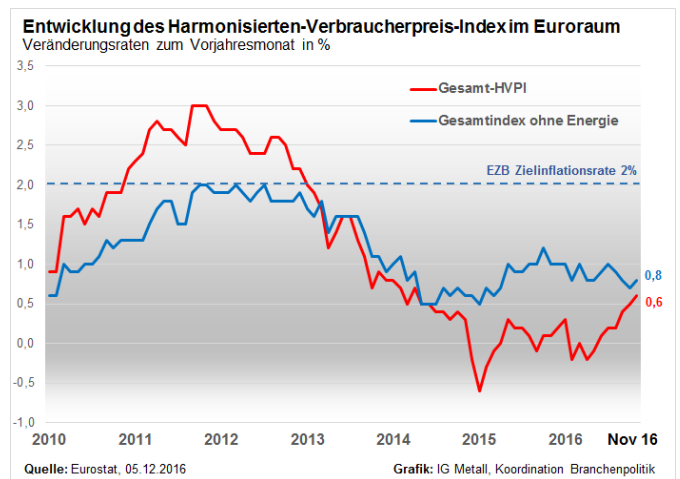
Die Erhöhung der Guthabenzinssätze soll die ‚Geldhortung‘ der Geschäftsbanken unattraktiv machen und die Kreditgewährung anregen. Neben der Refinanzierungs-

politik, mit der die Zentralbank die Kreditvergabe der Geschäftsbanken beeinflusst, kann sie aber auch die **Renditen von Wertpapieren durch Wertpapierkäufe und -verkäufe steuern (Offenmarktgeschäft)**.

2.2 Geldpolitik im Spannungsfeld europäischer Krisenbewältigung und drohender Deflation

Seit etwa Anfang des Jahres 2013 unterschreitet die Inflationsrate im Euroraum (HVPI) die Zielinflationsrate. Zum Jahresende 2014 trat schließlich der Zustand ein, den die EZB unbedingt verhindern wollte (Abb. 2.1). Die Inflationsrate rutschte in den negativen Bereich. Das Preisniveau sank. Erst im Frühjahr 2016 konnte die Deflationszone wieder verlassen werden.

Abb. 2.1: Aktuelle Inflationsrate weit entfernt von der Zielinflationsrate



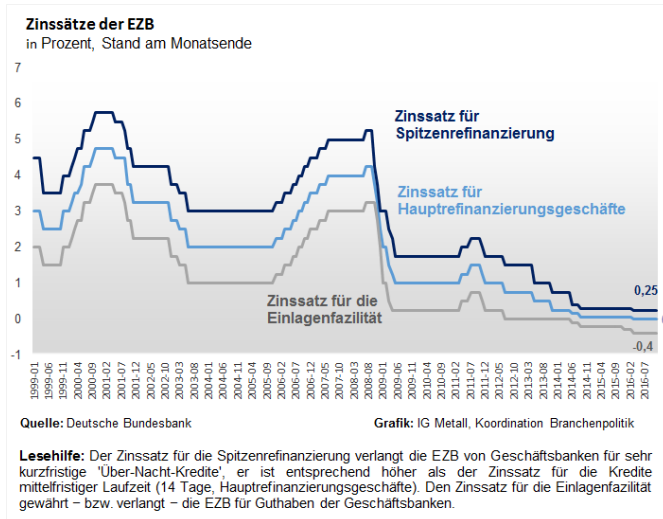
Mittlerweile liegt die jährliche Preisänderungsrate bei etwa 0,6 Prozent. Weniger dramatisch entwickelte sich das Preisniveau ohne Energiepreise. Aber auch diese Preisniveauänderungen liegen weit unter der Zwei-Prozent-Grenze. Rechnet man die Energiepreise heraus, die häufigen Schwankungen unterliegen, so erreichte die Inflationsrate im November 2016 einen Wert von 0,8 Prozent.

Geldpolitik im Krisenmodus

Ausgehend von niedrigen EZB-Zinssätzen unternahm die Zentralbank im **Frühjahr 2011**, als die **Inflationsrate im Euroraum** bereits deutlich **über zwei Prozent** lag, den Versuch einen weiteren Anstieg der Inflationsrate zu verhindern. Sie erhöhte die **Zinssätze**, die sie von den Geschäftsbanken für kurzfristige Kredite verlangt (Refinanzierungszinssätze), und bezweckte damit, dass die Geschäftsbanken ihrerseits die Kreditzinssätze gegenüber ihren Kunden erhöhen (Abb. 2.2). Damit sollte die Kreditfinanzierung teurer werden, was letztlich die Güternachfrage reduziert und über diesen Umweg das Preisniveau drückt. Auch der Guthabenzinssatz gegenüber den Geschäftsbanken (Einlagenfazilität) wurde er-

höht, um die Kreditgewährung unattraktiver zu machen. Allerdings trat die Zentralbank zu einem Zeitpunkt auf die Bremse, zu dem lediglich Deutschland und Frankreich gerade wieder das Produktionsniveau aus der Zeit vor Ausbruch der Finanzkrise erreicht hatten, während in anderen Mitgliedsländern nur sehr leichte Anzeichen der Erholung feststellbar waren und wieder andere noch unter dem Vorkrisenniveau verharrten (Spanien) bzw. sich immer weiter davon entfernten (Griechenland).

Abb. 2.2: EZB-Zinssätze auf dem Tiefpunkt



Bereits im Herbst 2011 sank krisenbedingt die Inflationsrate. Daraufhin vollzog die EZB einen **Richtungswechsel in der Geldpolitik**. Allerdings stand bereits die zwischenzeitliche Zinserhöhung im Frühjahr 2011 unter heftiger Kritik. Denn schon ein Jahr zuvor, im Frühjahr 2010, kehrte die Krise des Finanzsektors mit der drohenden Zahlungsunfähigkeit Griechenlands zurück. Massive spekulative Verkäufe von griechischen, irischen und portugiesischen Staatsanleihen in Erwartung drohender Zahlungsausfälle dieser Länder trieben die Renditen der Papiere in die Höhe und verschärften die Situation für die Krisenländer (Abb. 2.3).

Der Prozess beschleunigte sich: Europa geriet in die ‚Euro-Krise‘, eine ‚System-Krise‘. Denn: Die Spekulationen wurden durch die heftigen und langwierigen Auseinandersetzungen um die Frage angeheizt, ob die anderen Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion zur Abwehr einer Insolvenz dieser Staaten bereit wären, für deren Schulden gerade zu stehen und zu haften (‚bail-in‘). Dies wurde mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt ausgeschlossen und schließlich mit dem Fiskalpakt im März 2012 noch bekräftigt.

In dieser Phase wirkte die Geldpolitik nicht stabilisierend. Gerettet wurde die Situation durch mehrere durch die EU aufgelegte Hilfsfonds, die mit Bürgschaften die Kreditversorgung der Länder gegen Auflagen sicherstellten. Die Geldpolitik griff ergänzend mit einem ersten Anleihekaufprogramm und einer Ausweitung der Kreditvergabe an die Banken ein. Bei den Anleihekäufen der

EZB ging es vor allem darum, die Kreditinstitute mit Geld zu versorgen und das Finanzsystem der Eurozone zu stabilisieren – eine der Kernaufgaben der EZB –, denn der Interbankenmarkt, auf dem sich die Institute untereinander Geld leihen, war aufgrund des zunehmenden Misstrauens ausgetrocknet.

Das erste – und wegen der Gemeinschaftshaftung umstrittene – **Staatsanleihekaufprogramm (SMP – Securities Market Program)** der EZB begann im Mai 2010 und endete im September 2012 mit dem in Kraft treten des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). **Im Sommer 2012 wurde mit einer historischen Rede von Mario Draghi die Geldpolitik der Hauptakteur in der Eurokrise.** Er machte unmissverständlich klar, dass die Zentralbank Staatsanleihen gegen spekulative Verkaufsattacken mit einem unbegrenzten Ankauf begegnen würde. Zur Bekräftigung und zur Umsetzung kündigte Mario Draghi in dieser ‚What-Ever-It-Takes-Rede‘ am 26. Juli 2012 ein weiteres **Anleihekaufprogramm (OMT – Outright Monetary Transaction, unbeschränkter Ankauf kurzfristiger Staatsanleihen von Staaten im Euro-Währungsgebiet)** an. Allein die Ankündigung sorgte für Vertrauen und Entspannung auf den Anleihemärkten. Die Risikozuschläge für Staatsanleihen der Krisenländer sanken, da jede weitere Wette auf einen Zahlungsausfall sinnlos wurde (Abb. 2.3). Aufgrund der Beruhigung kam das Programm nie zur Anwendung

Die Rede von Mario Draghi kann gar nicht genug gewürdigt werden, so kommt Joseph Stiglitz in seiner Bewertung zu dem Ergebnis, dass Mario Draghi damit das Überleben der Eurozone sicherte. Er misst ihr sogar historische Bedeutung bei:

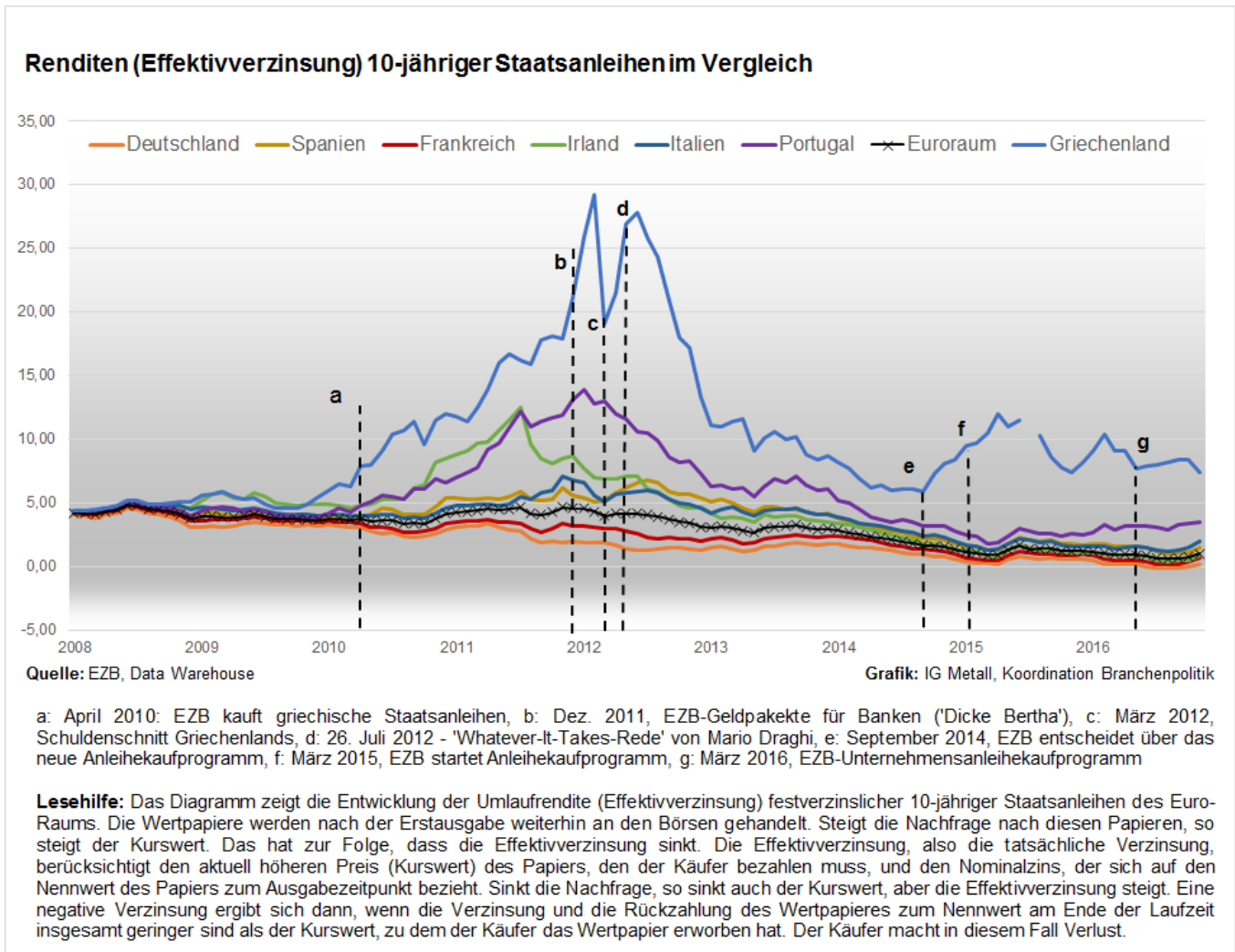
„In der Geschichte gibt es nur wenige Äußerungen, die eine vergleichbare Wirkung entfalteten – die Zinssätze auf Staatsanleihen in der gesamten Region gingen deutlich zurück.“

Joseph Stiglitz, 2016, S. 212 f.

Ebenfalls zur Minderung der Krisenfolgen und der Bereitstellung ausreichender finanzieller Mittel für die Banken dienten zwei Programme zum **Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen**. Bereits nach Ausbruch der Finanzkrise startete die EZB das **erste Ankaufprogramm für gedeckte Schuldverschreibungen**, in dessen Rahmen die EZB von den Banken im Zeitraum Juli 2009 bis Juni 2010 Pfandbriefe im Umfang von 60 Mrd. Euro kaufte. Pfandbriefe sind verzinsliche Wertpapiere, die mit einem Pfandrecht gesichert sind. Das Pfandrecht kann sich beispielsweise auf eine Immobilie (Hypothek), auf ein Schiff oder auch ein Flugzeug beziehen. Das **Anschlussprogramm** für gedeckte Schuldverschreibungen war zwischen November 2011 und Oktober 2012 aktiv. Insgesamt erwarb die EZB Pfandbriefe im Wert von etwa 16,4 Mrd. Euro. Das Zielvolumen von 40 Mrd. Euro wurde nicht erreicht.



Abb. 2.3: EZB-Politik beruhigt Spekulationen und senkt die Renditen von Staatsanleihen



EZB im Kampf gegen drohende Deflation

Ende 2012 begann die EZB schrittweise die Refinanzierungszinssätze zu senken. Die Kreditzinssätze für Geschäftsbanken fielen drastisch bis Mitte 2014 auf nahezu null Prozent. Der Zinssatz für Guthaben der Kreditinstitute bei der EZB sackte bereits im Sommer 2012 auf null und schließlich im Sommer 2014 unter null ab. Mittlerweile müssen die Geschäftsbanken für diese Guthaben einen Zinssatz von 0,4 Prozent entrichten. Damit sollten sie dazu bewegt werden, das Geld nicht auf den Konten zu parken, sondern der Privatwirtschaft günstige Kredite zur Finanzierung von Investitionen, Immobilien und Konsumgütern zur Verfügung zu stellen. Die dadurch stimulierte Güternachfrage sollte die Preise treiben. Die Inflationsrate in der Eurozone betrug zur **Jahresmitte 2014** nur noch etwa 0,5 Prozent. Zu diesem Zeitpunkt waren die **zinspolitischen Spielräume der EZB nahezu aufgebraucht**, die Inflationsrate befand sich im freien Fall, zusätzlich in der zweiten Jahreshälfte befeuert durch den sich drastisch beschleunigenden Ölpreisverfall.

Sparüberschüsse machen unkonventionelle Geldpolitik notwendig

Nach Einschätzung der EZB ist die Ursache für die (global) niedrigen Inflationsraten darin zu sehen, dass offenbar auf den Gütermärkten die Nachfrage in Relation zum Angebot zu gering ist. Damit geht einher, dass Sparüberschüsse existieren, die aufgrund der zu geringen Investitionsneigung nicht abgerufen werden. Der Zinssatz, der Ersparnis (Kapitalangebot) und Investition (Kapitalnachfrage) ausgleichen würde, liegt demnach weit unter den aktuellen Zinssätzen im negativen Bereich. Da die EZB keine Möglichkeit mehr hatte, über eine weitere direkte Senkung der EZB-Zinssätze Einfluss auf die Marktzinssätze zu nehmen, ging sie im März 2015 mit neuen Anleihekaufprogrammen zu 'unkonventionellen' Maßnahmen über.

Zwei Jahre nach Beendigung der letzten Anleihekäufe (Mitte 2012) setzte die EZB deshalb erneut auf dieses geldpolitische Instrument, um die Wirksamkeit der Geldpolitik und damit die Kreditgewährung zu verbessern. Im September 2014 beschloss der EZB-Rat die



neuen **Ankaufprogramme (APP –Asset Purchase Program**, Ankaufbeginn: März 2015). Dazu gehört zum einen der Ankauf von

- **Verbriefungen**, die durch Forderungen an Privatunternehmen aus der Realwirtschaft (nicht Finanzinstitute) des Euroraums abgesichert sind, und zum anderen der Erwerb von
- **gedeckten Schuldverschreibungen**, also Pfandbriefen (**drittes** Ankaufprogramm von gedeckten Schuldverschreibungen).

Im Januar 2015 folgte der Beschluss über eine weitere Anleiheankaufwelle unter dem Dach des im September 2014 beschlossenen Programms für

- **Anleihen des öffentlichen Sektors:** Hier werden seit März 2015 Anleihen des Staates und staatlicher Agenturen wie zum Beispiel der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) oder der Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank (L-Bank) – gekauft. Jede nationale Notenbank erwirbt nur Wertpapiere ihres eigenen Rechtsgebietes (insgesamt 80 Prozent). 20 Prozent der erworbenen Anleihen werden von der EZB angekauft. Hier gelten die Haftungsregeln entsprechend der Kapitalbeteiligung.

Ursprünglich sollten **monatlich Wertpapiere im Umfang von 60 Mrd. Euro** angekauft werden. Im März 2016 erweiterte die EZB das APP um ein Programm zum

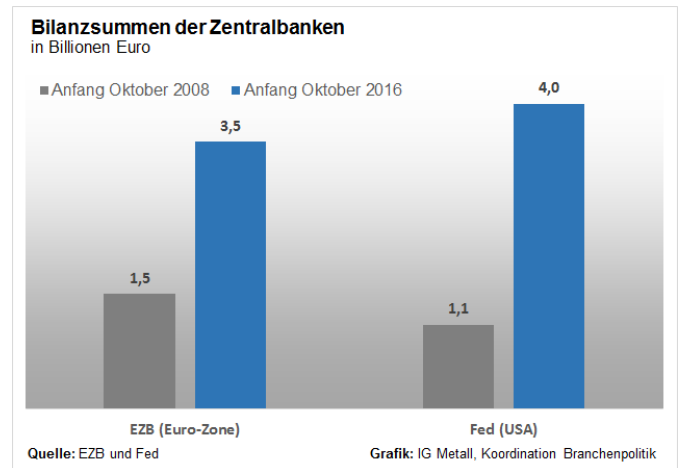
- **Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors** mit hoher Bonität. Außerdem wurde das **monatliche Ankaufvolumen auf 80 Mrd. Euro erhöht**.

Der EZB-Rat verlängerte in der Dezembersitzung 2016 die Frist für das Ankaufprogramm bis Ende 2017, reduzierte aber das Ankaufvolumen ab April 2017 wieder auf 60 Mrd. Euro. Seit Januar 2017 ist auch der Erwerb von Anleihen erlaubt sein, die unter dem Einlagezinssatz von aktuell minus 0,4 Prozent rentieren. Durch die Fortsetzung der lockeren Geldpolitik wird das **Zinsgefälle zwischen europäischen und US-amerikanischen Anleihen weiterhin bestehen bleiben**, da die amerikanische Notenbank (Fed) aufgrund der guten Arbeitsmarktlage in den USA die Zinssätze schrittweise erhöhen wird, um einer steigenden Inflation entgegenzuwirken. Der lang erwartete zweite Zinsschritt wurde im Dezember 2016 vollzogen mit der Erhöhung des Leitzinses, zu dem sich Geschäftsbanken bei der Fed refinanzieren können, von 0,24 auf 0,5 bis 0,75 Prozent. Drei weitere sollen im Jahr 2017 folgen. Damit bleibt die Kapitalanlage in den USA attraktiv. Da das Geld in den USA in US-Dollar angelegt wird, steigt am Devisenmarkt die Nachfrage. Im Vergleich zum US-Dollar verliert der Euro deshalb an Wert. Das treibt wiederum die Inflation im Euro-Raum, weil sich die Importe verteuern.

Aktuell spielt vor allem das **Ankaufprogramm für Staatsanleihen** eine herausragende Rolle in der Bilanz der EZB. Im November betrug der Wert des Gesamtbe-

standes 1.165,1 Mrd. Euro. Die Bilanzsumme der EZB hat sich von Oktober 2008 bis Oktober 2016 mehr als verdoppelt (Abb. 2.4). Die Fed begann bereits Ende 2012 mit dem massiven Ankauf von Anleihen und reduzierte den monatlichen Ankauf schon Ende 2013 von 85 Mrd. auf 75 Mrd. US-Dollar. Im Oktober 2014 lief das Anleihekaufprogramm schließlich aus, genau zu dem Zeitpunkt zu dem die EZB in den Anleiheankauf einstieg.

Abb. 2.4: Anleihekäufe blähen die Bilanzen der Zentralbanken auf



2.3 Die Geldpolitik zeigt Wirkung

Angesichts der Anstrengungen, die die EZB seit Ende 2014 unternimmt, um die Zielinflationsrate von zwei Prozent zu realisieren, erscheinen aktuelle Inflationsraten von 0,6 Prozent in der Eurozone enttäuschend. Allerdings gibt die Inflationsrate allein keine zuverlässige Auskunft über die Wirksamkeit der Geldpolitik, denn sie könnte ohne die Maßnahmen noch wesentlich geringer sein.

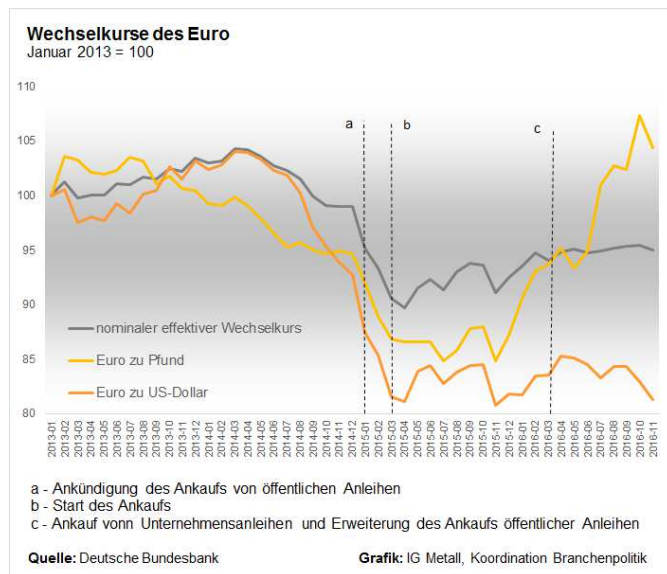
Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage kommt in seinem Gutachten 2016/17 zu dem Ergebnis, dass die Geldpolitik der EZB Wirkung zeigte. Die Zinssenkungen sowie die Anleihekäufe seit Herbst 2014 trugen zur wirtschaftlichen Erholung des Euro-Raums bei und haben damit zumindest einem weiteren Rückgang der Inflationsrate entgegen gewirkt. Entscheidend seien

- die durch die Zinssenkung für festverzinsliche Wertpapiere ausgelöste **Abwertung des Euros** gewesen und darüber hinaus
- die **sinkenden Kreditkosten**, die belebend auf die Kreditnachfrage und die **private Investitionstätigkeit** wirken, weil mehr Investitionsprojekte **profitabel** werden.

Die **Abwertung des Euros** ergibt sich aus dem Renditerückgang von Wertpapieren des Euro-Raums. Insgesamt wertete der Euro gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner ab (effektiver Wechselkurs, Abb. 2.5). An den Devisenmärkten kam es unter ande-

rem zu vermehrten Euro-Verkäufen und US-Dollar-Käufen. Durch die Abwertung des Euros steigt die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Waren aus dem Euro-Raum, was den Export begünstigt. Infolge der Ankündigung des Ankaufs von Staatsanleihen im Januar 2015 wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar deutlich ab. Seit April 2016 verliert der Euro gegenüber dem US Dollar erneut an Wert. Die Abwertung gegenüber dem US-Dollar verteuert die Importe, treibt die Inflation und trägt auf diese Weise dazu bei, dass die Zielinflationsrate wieder erreicht werden kann. Verstärkt wird dieser Effekt durch die Verteuerung des Ölpreises seit Anfang 2016, was den Bedarf an US-Dollars und damit dessen Kurs zusätzlich erhöht. Auch die Hoffnungen auf die Umsetzung des Konjunkturprogramms von Donald Trump und die anstehenden Zinserhöhungen der Fed machen Anlagen in den USA attraktiv. Das Brexit-Votum im Juni 2016 erklärt die deutliche Aufwertung des Euros gegenüber dem Britischen Pfund, weil die Verunsicherung über die Folgen dazu führte, dass weniger Geldkapital im Vereinigten Königreich angelegt wurde.

Abb. 2.5: Höhere Renditen in den USA werten den Euro gegenüber dem US-Dollar ab



Nach Einschätzung der Europäischen Zentralbank trug die geldpolitische Lockerung zu einer Erhöhung des **BIP im Euroraum** von 2015 bis 2018 um 1,5 Prozent und jährlich zwischen 0,7 und 0,3 Prozent bei. **Die Inflation wäre im Jahr 2015 negativ** und deren **Prognose für die Jahre 2016 und 2017 um einen halben Prozentpunkt niedriger gewesen** (Europäische Zentralbank 2016). Die Bundesbank erwartet, dass die Ausweitung der Maßnahmen vom Dezember 2015 zu einem Anstieg der Inflationsrate um 0,1 bis einem Prozentpunkt pro Jahr von 2016 bis 2017 führen. Die Auswirkungen der im März beschlossenen Maßnahmen seien etwas geringer (Bundesbank Monatsbericht Juni 2016).

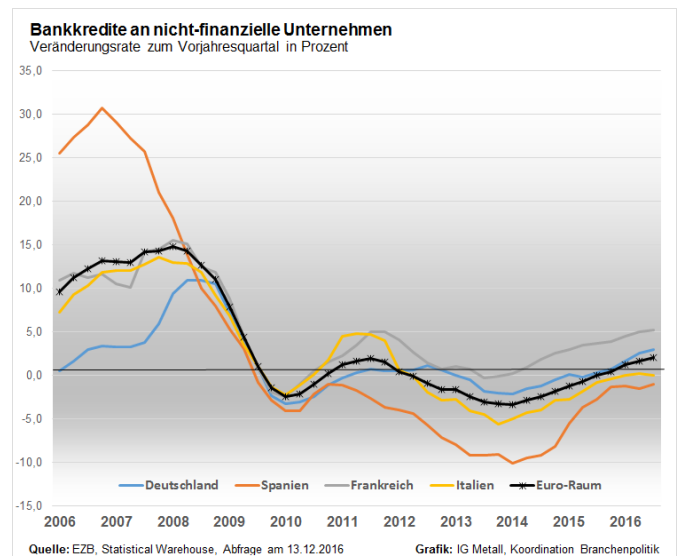
Die Zinssätze für Kredite an Unternehmen sanken nach dem Krisenausbruch im Jahr 2008 im gesamten Euro-

Währungsgebiet von knapp sechs Prozent auf aktuell etwa knapp unter zwei Prozent. Die Geschäftsbanken gaben die ab Ende 2011 bis Mitte 2014 sinkenden Refinanzierungszinsen an die Unternehmen weiter. Kredite wurden immer billiger. Mit Beginn der Ankaufprogramme im März 2015 hielt die EZB den Druck aufrecht.

Angesichts der deutlich sinkenden Kreditkosten sind die Zuwächse im Kreditvolumen allerdings sehr gering (Abb. 2.6). Ein Teil der Erklärung besteht darin, dass sich die Unternehmen nicht nur über Kredite direkt bei Banken finanzieren, sondern mittlerweile auch – motiviert durch die Unternehmensanleihekäufe der EZB – zunehmend Unternehmensanleihen ausgeben, für die deutsche Industrieunternehmen aktuell im Schnitt nur noch zwei Prozent Zinsen entrichten müssen (Obligationen, November 2016).

Das nur sehr langsam zunehmende Kreditvolumen erklärt sich auch daraus, dass das Wachstum im Euro-Währungsgebiet insgesamt nur sehr zögerlich in Gang kommt (Abb. 1.6). In vielen Mitgliedsländern liegt die Wirtschaftsleistung noch unter dem Vorkrisenniveau. Die unterausgelasteten Kapazitäten und die hohe Arbeitslosigkeit – vorzugsweise in den südeuropäischen Ländern – dämpfen nicht nur die Kreditnachfrage, sondern führen auch dazu, dass viele ‚Altkredite‘ nicht mehr bedient werden. Der **Anteil notleidender Kredite** am gesamten Forderungsbestand der Banken in Griechenland betrug Mitte 2016 knapp 47, in Portugal etwa 20 und in Italien 16,4 Prozent. Notleidende Kredite schwächen die Ertragslage der Kreditinstitute und erschweren den Aufbau eines Sicherheitspolsters mit Eigenmitteln, so wie es die verschärfte Kapitalmarktregulierung nach der Finanzkrise verlangen würde. Ohne eine ausreichende Absicherung mit Eigenkapital können auch keine neuen Kredite gewährt werden.

Abb. 2.6: Bislang nur verhaltene Kreditzuwächse



Die Belastung der Banken mit ‚faulen‘ Krediten schlägt sich auch in ihrer Bewertung an den Aktienmärkten nieder. Mitte Dezember 2016 wurden die europäischen Banken um etwa 30 Prozent schlechter bewertet als vor Ausbruch der Finanzkrise. Dies erschwert die Versorgung mit frischem Kapital.

Im internationalen Vergleich zeigt sich, dass US-amerikanische Banken an den Börsen deutlich besser bewertet werden als europäische. Auch der Finanzstabilitätsbericht des Internationalen Währungsfonds (IWF) benennt die Schwächen der Europäer (IWF, Oktober 2016). Während die Amerikaner in der Krise die Banken zügig mit Kapital versorgten, angeschlagene Institute zur Fusion gezwungen wurden oder in die Insolvenz gingen, entwickelte sich in Europa eine zähe Diskussion darüber, ob und wie Banken mit frischen Geld versorgt oder verstaatlicht werden sollen.

Trotz dieser Widerstände erzielte die EZB mit ihrer Niedrigzinspolitik und den Anleihekaufprogrammen Wirkung. Sie unterstützte damit die Erholung der Europäischen Währungsunion und konnte eine deutlich niedrigere Inflationsrate, oder gar das Abgleiten in die Deflation, verhindern. Dennoch stellt der Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Lage (SVR) in seinem Gutachten 2016/17 die Frage, ob der massive Einsatz angemessen und ob die damit verbundenen Risiken tragbar seien.

2.4 Mehrheit des Sachverständigenrat sieht eine zu expansive Geldpolitik im Euro-Raum und in Deutschland

Der SVR wendet ein, dass die Geldpolitik für den **Euro-Raum** zu locker sei:

- die **Kerninflationsrate** (Verbraucherpreise ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) hat sich in den vergangenen zehn Jahren **stabil** entwickelt und schwankt weniger stark als der Gesamtindikator; dies würde eine **weniger lockere** Geldpolitik nahelegen,
- auch würden sich **keine Deflationserwartungen** nachweisen lassen, die ein Gegensteuern der EZB mit einer konsequenten Niedrigzinspolitik rechtfertigen würde.

Zudem könne gezeigt werden, dass

- der **Zinssatz** (Hauptrefinanzierungssatz), zu dem sich die Banken bei der EZB Kredite besorgen könnten, deutlich **unter dem Zinssatz liegt**, den die EZB in der Vergangenheit gewählt hätte, um die Zielinflation zu erreichen.

Schließlich erkennt der SVR Risiken für den Finanzsektor und die Konsolidierungspolitik:

- Das Niedrigzinsumfeld belastet die Profitabilität von Banken und Versicherungen. Die Lebensversicherungen sind deshalb von der Niedrigzinsphase betroffen, weil sie Verträge mit langjährigen Zinsgarantien anbieten. Der Garantiezins lag vor einiger Zeit noch oberhalb der Umlaufrendite für sichere festverzinsliche Staatsanleihen, die sie erwerben, um das ihnen anvertraute Geld bis zur Auszahlung anzulegen. Mittlerweile gehen die Versicherungen dazu über, keine Garantieverträge mehr anzubieten. Es steigt der Anreiz für Banken und Versicherer zum

Beispiel mit dem Erwerb von Aktien höhere Risiken einzugehen.

- Niedrige Zinsen machen für die Staaten die Staatsschulden tragbar. Sie bauen deshalb immer weniger Kredite ab. Die **Konsolidierungsbemühungen lassen nach**. Der Reformprozess in Italien oder Frankreich würde verschleppt.

Nicht nur für den Euro-Raum, sondern auch für **Deutschland** kommt der SVR zum Schluss, dass das Zinsniveau zu niedrig und die Geldpolitik zu expansiv sei. Deutschland habe sich viel schneller nach der Finanzkrise erholt. Die deutsche Wirtschaft weise eine **Überauslastung des Produktionspotenzials** auf. Aus der gegenwärtigen Geldpolitik resultiere ein weiterer Aufwärtsdruck für die Produktion und das Preisniveau. Der ‚Gleichgewichtszins‘, der sicherstellen würde, dass bei normal ausgelasteten Produktionskapazitäten die Zielinflationsrate erreicht wird, läge zwischen drei und vier Prozent und damit deutlich über den aktuellen Zinssätzen.

Der SVR fordert, den Umfang der Wertpapierkäufe zurückzufahren und das Ankaufprogramm früher zu beenden. Für Deutschland wird zusätzlicher Handlungsbedarf in der Fiskalpolitik gesehen, da die deutsche Volkswirtschaft bereits leicht überausgelastet sei. Notwendig sei, die konjunkturell steigenden Steuereinnahmen vor allem für die Rückführung der Staatsschulden zu verwenden und mit ‚Strukturreformen‘ das Produktionspotenzial zu erhöhen, um eine Überhitzung der deutschen Volkswirtschaft zu vermeiden. Dazu gehören Leistungsanreize, innovationsfördernde Rahmenbedingungen, bessere Gründungsfinanzierung, Reduktion von Markteintrittsbarrieren im Dienstleistungssektor, weniger regulierte Arbeitsmärkte und der Umbau der Energieversorgung.

2.5 Wirtschaftsweiser Peter Bofinger mal wieder anderer Meinung

Peter Bofinger wurde auch in diesem Jahr seiner Rolle gerecht. Mit insgesamt sieben Minderheiten-Voten distanziert er sich von der Meinung seiner vier Kollegen im SVR. Wir fassen hier Auszüge seiner abweichenden Einschätzungen zur Geldpolitik zusammen, die er auch anlässlich des Konjunkturgesprächs in der IG Metall Vorstandsverwaltung am 16. November erläuterte.

- Peter Bofinger hält die Geldpolitik der EZB sowohl für den **Euro-Raum** als auch für Deutschland für angemessen. Die aktuellen Prognosen der Inflationsrate liegen auch noch für das Jahr 2018 unterhalb des Zielwertes der EZB. Der Blick auf das Jahr 2018 entspricht auch der von der Mehrheit des SVR eingeforderten mittelfristigen Ausrichtung.

Auch Jens Ulbrich beurteilt die Angemessenheit der Geldpolitik am Grad der Zielerreichung:

„Für mich wäre der Kompass für die Angemessenheit der Geldpolitik: Wie sieht der Inflationspfad aus und der sieht eben so aus, dass wir bis 2019 uns allmählich nur dem Inflationsziel annähern. Und was man auch nicht vergessen darf ist, dass in dieser Inflationsprognose bereits inkorporiert ist die Erwartung, dass die Geldpolitik expansiv ist und expansiv bleibt.“

Jens Ulbrich, 16. November 2016

- Risiken für die Finanzstabilität erkennt Peter Bofinger nicht. Im Vergleich zum langfristigen Trend sei die Kreditentwicklung noch unterdurchschnittlich. Gefahren für eine ‚Blase‘, also übertriebene Preise auf den Immobilien- und Aktienmärkten sowie eine Instabilität des Bankensystems waren für ihn zum Zeitpunkt der Erstellung des Gutachtens nicht erkennbar.
- Den Nachweis zu niedriger Zinssätze auf der Grundlage vergangener Verhaltensweisen der EZB hält er für ungeeignet, schließlich habe sich das ökonomische Umfeld des Euro-Raumes seit der Euro-Krise 2010-2012 grundlegend gegenüber den Vorjahren geändert, was sich eben auch in einem geänderten Verhalten der EZB ausdrückt und dies auch muss.
- Verfehlt sei die Empfehlung für Deutschland, wegen einer aktuellen Überauslastung der Produktionskapazitäten die Staatsfinanzen zu konsolidieren, um ein Überhitzen zu verhindern. Denn gleichzeitig wird von allen anderen großen Mitgliedsländern des Euro-Raums mit unterausgelasteten Kapazitäten ebenfalls Konsolidierung verlangt. Damit würde die Rückkehr zur Normalauslastung und der Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik erschwert werden.
- Vielmehr sei der wirkungsvollste Ausweg aus der Niedrigzinspolitik ein deutlicher Anstieg der Löhne in Deutschland, denn gerade die Lohnentwicklung in Deutschland bis 2009 ist verantwortlich dafür, dass die Kerninflationsrate in Deutschland, aber auch im Euro-Raum, zu niedrig war. Im Jahr 2015 stiegen die Lohnstückkosten im Euro-Raum nur um 0,3 Prozent, was für Peter Bofinger maßgeblich die schwache Preisentwicklung erklärt. Die schwache Lohnentwicklung hätte die Konsumquote gesenkt, was das Wachstum nicht nur in Deutschland sondern auch im Euro-Raum dämpfte.

Die EZB ist nicht für alles zuständig. Was sie machen kann, und das versucht sie, ist, für stabiles Wachstum zu sorgen und für Arbeitsplätze. Und ich finde, das hat sie ganz ordentlich gemacht. Als deutscher Arbeitnehmer kann man sich bei der EZB nicht beschweren.

Peter Bofinger, 16. November 2016

Den häufig zu hörenden Sorgen, die niedrigen Zinssätze auf Spareinlagen, führen zu einer Enteignung der Kleinsparer, hielt Peter Bofinger im Rahmen des Konjunkturgesprächs entgegen, dass es in der Vergangenheit häufig Phasen gab, in denen die Realzinssätze (Zinssatz minus Inflationsrate) negativ waren. So zum Beispiel im Zeitraum 1972 bis 1982, Anfang der 90er Jahre, aber auch zu Beginn dieses Jahrtausends. Gerade die Geringverdiener, die nur Bargeld oder Sichteinlagen – also unverzinst – halten, hätten nach Abzug der Inflationsrate noch nie so viel bekommen wie jetzt. Die Sparer würden sich zu sehr von den positiven Nominalzinsen täuschen lassen und dabei die Inflationsrate außer Acht lassen.

„Und was man wirklich einmal sagen muss. Was die größte Fehlinterpretation ist, dass man sagt, der deutsche Sparer ist Opfer der EZB. Der deutsche Sparer spart ein Fünftel seines Geldvermögens in Bargeld und Sichteinlagen. Und für dieses Bargeld und die Sichteinlagen haben sie nach Abzug der Inflationsrate noch nie so viel gekriegt wie jetzt unter der EZB.“

Peter Bofinger, 16. November 2016

In seltener Einigkeit unterstützte Jens Ulbrich anlässlich des Konjunkturgesprächs die Einschätzung von Peter Bofinger, das Zinsniveau und damit der Druck, den die Geldpolitik der EZB darauf ausübt, seien angemessen.

„Und was Sie vielleicht überraschen wird, bei Unterschieden im Detail und Diskussionen über unterschiedliche Maßnahmen sind wir in der Bundesbank der Meinung, dass das Zinsniveau geldpolitisch gegenwärtig vollkommen angemessen ist. Und das ist nichts, was wir kritisieren.“

Jens Ulbrich, 16. November 2016

Die Ereignisse etwa drei Wochen später, nach der Dezember Sitzung des EZB-Rates und dem Beschluss über die Verlängerung des EZB-Anleihekaufprogramms über März 2017 hinaus, lassen vermuten, dass es die Instrumente der Geldpolitik sind, die bei der Bundesbank auf Kritik stoßen. Pressemitteilungen zufolge hat Bundesbankpräsident Jens Weidmann der Verlängerung nicht zugestimmt. Was zu dieser ablehnenden Haltung führte, wurde nicht öffentlich. Doch seine kritische Haltung zu den zunehmend ‚unkonventionellen‘ Maßnahmen der EZB hatte er schon häufiger deutlich gemacht, zuletzt in einem Interview, das er Ende November dem Handelsblatt gab:

„Gerade mit den unkonventionellen Maßnahmen hat die EZB die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischt, und es ist nicht überraschend, dass die Debatte über die Rolle der Notenbanken intensiv geführt wird. Deswegen trete ich auch für eine enge Interpretation unseres Mandats ein.“

Jens Weidmann, 25. November 2016

Hierin wird deutlich, dass nach Einschätzung der Deutschen Bundesbank der massenhafte Ankauf von Anleihen in den Grenzbereich zwischen Geld- und Fiskalpolitik anzusiedeln ist. Unabhängig von der Frage, ob damit eine Staatsfinanzierung verbunden ist, oder nicht, was bei Anleihekäufen auf dem Sekundärmarkt (Ankauf von bereits im Umlauf befindlicher Wertpapiere) eindeutig nicht der Fall ist, stellt sich die Frage nach dem demokratischen Auftrag und der Legitimation. Hier sieht die Bundesbank weniger die Geld- als die Fiskalpolitik in der Pflicht.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die **Europäische Zentralbank** seit Ausbruch der Euro-Krise im Jahr 2010 mit zunehmend unkonventionellen Instrumenten **ihren Auftrag erfüllt**, das Preisniveau zu stabilisieren und die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems sicherzustellen. Klagen vor dem Europäischen Gerichtshof, sie würde ihr Mandat überziehen, wurden zu ihren Gunsten entschieden. Mit ihren Aktionen kaufte sie zunächst Zeit, die benötigt wurde, um dem europäischen Währungssystem einen Stabilitätsmechanismus zu geben, der regelt wie Staaten, denen die Insolvenz droht, weiterhin mit Krediten versorgt werden können. Darüber hinaus wurde die Europäische Bankenunion geschaffen, die sowohl die gemeinsame Bankenaufsicht als auch die Abwicklung im Insolvenzfall regelt. Damit wurde die Europäische Währungsunion stabiler. Auch Deflationsgefahren konnten durch die Geldpolitik abgewehrt werden.

3. Fazit

Entgegen aller Kritik war die Geldpolitik der EZB angemessen und erfolgreich. Selbst der SVR muss zugestehen, dass das Eingreifen der Zentralbank wirksam war. Beachtliche Erfolge waren vor allem:

- die Sicherung des **Zusammenhalts der Währungsunion**,
- die Wachstumsstimulierung durch die **niedrigen Zinsen**, was die Staatshaushalte entlastete, den Wechselkurs des Euro drückte und die Finanzierung von Investitionen verbilligte sowie
- die **Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken**, da der Interbankenmarkt weitgehend zum Erliegen gekommen war.

Die Erfolge können nicht darüber hinweg täuschen, dass die EZB alleine nicht in der Lage ist, die Wachstumsschwäche in der Eurozone zu überwinden. Die Zentralbank kann Liquidität bereitstellen und die Zinsen niedrig halten, aber direkt keine Nachfrage schaffen. Aktuell haben wir die Situation von Finanzierungsüberschüssen (Ersparnis). Dies trifft zumindest für Deutschland zu, denn schon seit geraumer Zeit sparen nicht nur die Haushalte, sondern auch die Unternehmen und der Staat. Unternehmen und öffentliche Haushalte finanzieren ihre Investitionen üblicherweise mit den Ersparnissen der Haushalte und verschulden sich. Die aktuellen Sparüberschüsse **in allen Sektoren** (Unternehmen, Staat und private Haushalte) bedeuten, dass die deutschen Ersparnisse nicht im Inland investiert, sondern exportiert werden. Deutschland zählt weltweit zu den größten Gläubigerstaaten. Doch nicht nur Deutschland allein verzichtet in großem Umfang auf Investitionen. Mittlerweile exportiert die Europäische Währungsunion insgesamt Kapital in den Rest der Welt. Dies wird an den Leistungsbilanzüberschüssen der Währungsunion sichtbar.

In einer solchen Situation mit Finanzierungsüberschüssen hilft die Bereitstellung von zusätzlicher Liquidität nicht weiter. **Notwendig ist vielmehr, dass die bestehende Liquidität vom Finanzsektor in den Realsektor transferiert wird.** Da die Geldpolitik dies nicht allein schaffen kann, muss sie durch andere Maßnahmen ergänzt werden.

Darin, dass die Geldpolitik in irgendeiner Weise ‚überfordert‘ ist, sind sich die Experten weitgehend einig. Unterschiede gibt es jedoch bei der Einschätzung der notwendigen Maßnahmen. Häufig wird die Forderung nach ‚Strukturreformen‘ gestellt. Was das im Einzelnen bedeutet, bleibt meist im Dunkeln. Üblicherweise zielen solche Strukturreformen auf weniger Staatsschulden, Stärkung der **preislichen** Wettbewerbsfähigkeit, Flexibilisierung und Senkung von Löhnen und den Abbau sozialstaatlicher Standards.

Was man auch immer von solchen Maßnahmen halten mag, sie lösen nicht das Problem, Liquidität vom Finanzsektor in die Realökonomie zu übertragen. Im Gegenteil, der Sparüberschuss steigt weiter und die Nachfrage wird geschwächt.

Die Geldflut scheint kaum in der Realwirtschaft anzukommen, sondern größtenteils im Finanzsektor zu zirkulieren. So ist zu beobachten, dass z.B. DAX-Unternehmen sich günstig am Kapitalmarkt über Anleihen verschulden und mit den billigeren Krediten eigene Aktien kaufen, um das Volumen der Dividendenausschüttung zu senken oder zu begrenzen und gleichzeitig die Dividendenverzinsung zu stabilisieren!

Hilfreich wäre, wenn der Staat über höhere Ausgaben direkt Nachfrage generiert. Für Länder mit relativ hohem Wachstum ist eine allgemeine Nachfragesteigerung weniger erforderlich, während insbesondere für Länder wie Griechenland, Spanien, Frankreich und Italien ein

zusätzlicher Impuls notwendig wäre. Erfreulicherweise kann Spanien nach Lockerung der Kürzungspolitik eine merklich höhere Wachstumsrate vorweisen. Dies zeigt sehr deutlich, wie wirksam solche Maßnahmen sind.

Sinnvoll und notwendig für den gesamten Euroraum sind mehr Ausgaben für öffentliche und private Investitionen. Obwohl der Bedarf für weitere **öffentliche Investitionen** auch für Deutschland mittlerweile durchgängig anerkannt wird und Planungen inzwischen in diese Richtung gehen, ist bislang nur wenig reale Veränderung erkennbar. Auch im Jahr 2016 wird der Staat einen Überschuss von voraussichtlich knapp 20 Mrd. Euro erzielt haben. Ein echtes Finanzierungsproblem für Investitionen gibt es nicht. Die von einigen momentan geforderte zusätzliche Schuldentrückführung würde zudem das eigentliche Problem, nämlich Liquidität vom Finanzsektor in die Realökonomie zu übertragen, nicht lösen.

Was als Investitionsrisiko für Private bleibt, ist die Verunsicherung, die sich aus Ereignissen, wie dem Brexit und der zukünftigen Politik von Donald Trump, ergeben. Hierauf hat weder die Geld- noch die Fiskalpolitik Antworten.

Je länger die expansive Geldpolitik fortgesetzt wird, umso stärker kommen auch die damit verbundenen Risiken zum Tragen. Diese sind nach Einschätzung sowohl der Deutschen Bundesbank und des Internationalen Währungsfonds sowie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich nicht unerheblich. Problematisch ist, dass die Geschäftsbanken zunehmend längerfristige, niedrig verzinsten Kredite im Bestand haben, die mit kurzfristigen Einlagen finanziert werden (Fristentransformation). Im Fall einer **Zinswende, d.h. steigende Zinssätze**, die manche schon jetzt aufgrund der steigenden Renditen für US-amerikanische Staatsanleihen eingeleitet sehen, sinken die Erträge, da die kurzfristigen Einlagen rasch höher verzinst werden müssen, während die Einnahmen aus den Krediten länger Laufzeit mit niedrigen Zinssätzen noch einige Zeit niedrig bleiben werden. Darüber hinaus kann es zu hohen Wertverlusten bei den niedrig verzinsten Anlagen der Kreditinstitute kommen, da diese Wertpapiere schnell abgestoßen werden, um sie mit höher verzinslichen Wertpapieren zu ersetzen. Das schmälert zusätzlich die Ertragslage. Je länger die Niedrigzinsphase andauert, umso mehr steigt das Risiko einer Zinswende, die den Finanzsektor gefährdet. Selbst der Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik ist in diesem Umfeld ein Wagnis.

Bedenklich sind somit auch die Risiken der Niedrigzinspolitik für den Finanzsektor. Notwendig ist deshalb eine konsequente **Restrukturierung und Konsolidierung des Finanzsektors**, die den Marktaustritt schwacher Banken sowie den Verkauf notleidender Kredite beinhaltet, um die Verluste zu begrenzen.

„Es sollte jetzt darum gehen, die überbeanspruchte Geldpolitik mit fiskal- und strukturpolitischen Maßnahmen zu ergänzen. Darüber hinaus sollten Länder, die den entsprechenden fiskalischen Spielraum haben, verstärkt in Bereiche investieren, die zusätzliches Wachstum versprechen, in saubere Infrastruktur, Bildung und Qualifizierung sowie in eine hochwertige Gesundheitsvorsorge. Eine solche Initiative wäre noch effektiver, wenn sie von allen G20-Staaten getragen würde.“

*Gabriela Ramos, Stabschefin der OECD und ihre
Chefunterhändlerin für G20 und G7
Handelsblatt Gastkommentar, 11. Januar 2017*

Quellen und Literaturtipps

- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2016):** BIZ-Quartalsbericht, Internationale Finanzmarktentwicklungen, September 2016
- Deutsche Bundesbank (2016):** Monatsbericht Juni 2016
- Deutsche Bundesbank (2016):** Monatsbericht November 2016
- Deutsche Bundesbank (2016):** Finanzstabilitätsbericht, November 2016
- Europäische Zentralbank (2016):** Jahresbericht 2015
- International Monetary Fund (2016):** Global Financial Stability Report – Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era, October 2016
- International Monetary Fund (2016):** World Economic Outlook – Subdued Demand – Symptoms and Remedies, October 2016
- OECD (2016):** OECD-Wirtschaftsausblick, November 2016
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage (2016):** Zeit für Reformen, Jahresgutachten 2016/17.
- Stiglitz, Joseph (2016):** Europa spart sich kaputt – warum die Krisenpolitik gescheitert ist und der Euro einen Neustart braucht, München 2016



Impressum

Wirtschaftspolitische Informationen

01 / 2017

17. Januar 2017

Herausgeber:

Jürgen Kerner
Hauptkassierer
IG Metall Vorstand
D-60519 Frankfurt am Main

Autoren:

Wilfried Kurtzke und Beate Scheidt

Grafiken:

Wilfried Kurtzke, Sandra Naumann, Beate Scheidt

Bezugsmöglichkeiten:

IG Metall Vorstand
VB 03 Hauptkassierer
Ressort Koordination Branchenpolitik

Sarah Schäfer

D-60519 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 6693 - 2668

Fax : +49 (69) 6693 80 2091

Web: www.igmetall.de/download

Interesse an weiteren ökonomischen Publikationen?

Bitte Email an: sarah.schaefer@igmetall.de