

## EZB-Politik stößt an Grenzen

Die Europäische Zentralbank hat die Geldpolitik weiter gelockert und die Finanzierungsbedingungen in der Eurozone verbessert. Schon seit Jahren ist die Politik außergewöhnlich akkommodierend – der Erfolg lässt bislang jedoch auf sich warten, denn das zentrale Ziel der Bank wird weiterhin verfehlt. Damit stehen die Währungshüter auch in Zukunft unter Handlungsdruck. Gleichzeitig scheinen die Grenzen der geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen bald erreicht zu sein, zumal diverse geldpolitische Regeln eher eine weniger expansive Geldpolitik anzeigen. Es ist völlig unsicher, ob die neuen Maßnahmen nun den gewünschten Erfolg bringen.

„We cannot [...] make the horses drink. [...] But we can provide them with water.“ John Maynard Keynes, 1933

### **EZB beschließt umfassendes Maßnahmenpaket**

Die Europäische Zentralbank hat ihren Worten Taten folgen lassen und die Geldpolitik weiter gelockert. Die Haupt- und Spitzenrefinanzierungssätze wurden auf 0,00 % beziehungsweise 0,25 % gesenkt. Der Einlagensatz steht nun bei -0,40 %. Darüber hinaus wird ab April das monatliche Ankaufvolumen von Wertpapieren um 20 auf 80 Mrd. EUR ausgeweitet und zusätzlich werden Unternehmensanleihen mit Investment Grade ins Kaufprogramm (CSPP) aufgenommen. Vier weitere Langfristender, deren Verzinsung von der Kreditvergabe der jeweiligen Bank abhängig ist und sich im Extremfall am Einlagensatz orientieren kann, runden das Paket ab. Bereits vor den neuen Maßnahmen war die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank außergewöhnlich locker. Im Jahr 2014 hatte die EZB mit negativen Einlagenzinsen Neuland betreten und diese im Laufe der Zeit immer weiter gesenkt. Vor etwa einem Jahr wurde das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten eingeführt. Es sieht vor, zusätzlich zu den Programmen zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) und gedeckten Schuldverschreibungen (CBPP3) auch Staatsanleihen zu erwerben (PSPP).

### **Ziel der Preisniveaustabilität verfehlt**

Primäres und erklärtes Ziel all dieser Schritte ist es, der Phase einer zu lang anhaltenden Niedriginflation zu begegnen und Preisniveaustabilität zu gewährleisten. Per Definition der EZB ist dies bei einer Jahresteuersatzrate von unter aber nahe zwei Prozent der Fall. Vom Erreichen dieses Ziels kann bislang keine Rede sein: Die Teuerungsrates ist im Februar sogar wieder unter die Marke von null Prozent gerutscht und das Risiko nimmt zu, dass die Inflation erst später anzieht als von der Zentralbank ursprünglich erwartet. Entsprechend werden die Inflationsprojektionen der EZB immer wieder reduziert. Laut den jüngst vorgestellten Prognosen wird die durchschnittliche Teuerung innerhalb der Währungsunion 2016 nur noch bei 0,1 % und 2017 bei 1,3 % gesehen. Im Dezember war man noch von 1,0 % beziehungsweise 1,6 % ausgegangen. Auch die Inflationserwartungen (Five-Year-Five-Year-Forwards), die von den Währungshütern mit Argusaugen betrachtet werden, haben seit Jahresanfang eine neue Abwärtsdynamik entwickelt. Sie sind zuletzt zwar leicht gestiegen, liegen aber mit knapp 1,50 % noch immer auf dem Niveau von Anfang 2015. Damals hatte die EZB unter anderem wegen des verfehlten Inflationsziels das erweiterte Anleihekaufprogramm in Aussicht gestellt und im März des Jahres eingeführt. Dabei gilt zu berücksichtigen, dass die Betrachtung der Inflationserwartungen mit Risiken behaftet ist, denn sie werden zu einem großen Teil von der Entwicklung der Ölpreise beeinflusst, auf die die EZB wiederum keinen direkten Einfluss hat. Insofern wird der Erfolg oder Misserfolg der EZB-Politik unter anderem an Faktoren gemessen, die nicht im Wirkungsbereich der EZB liegen.

#### AUTOR

Ulrich Wortberg  
Telefon: 0 69/91 32-47 38  
research@helaba.de

#### REDAKTION

Ralf Umlauf

#### HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

#### Helaba

Landesbank  
Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER

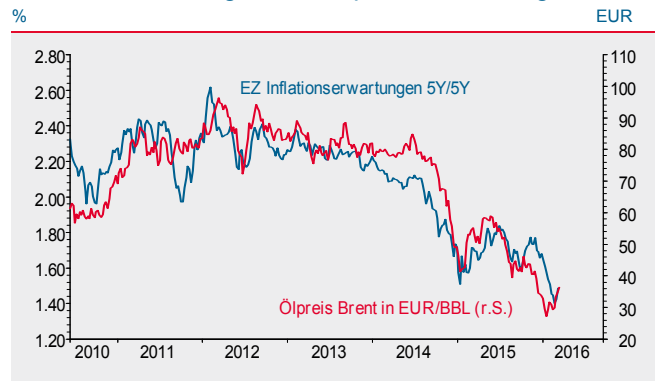
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

### Inflation und Inflationserwartungen rückläufig



Quellen: Datastream, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Inflationserwartungen und Ölpreisentwicklung



Quellen: Datastream, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Nebenziele der EZB

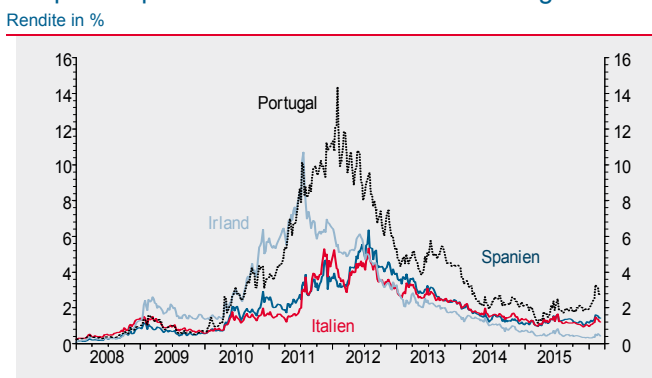
Das Hauptziel der Preisniveaustabilität wurde bislang verfehlt. Fraglich ist, ob die lockere Geldpolitik dennoch positive Wirkungen entfaltet. Dies soll anhand von Nebenzielen gezeigt werden, deren Erreichen eine notwendige, wenn auch nicht hinreichende Bedingung für das Erzielen von Preisniveaustabilität ist. Mögliche Auswirkungen der Geldpolitik sollen idealerweise gut und relativ kurzfristig beobachtbar sein und in einem Zusammenhang zum primären Ziel stehen, wie:

1. Rückgang der Renditen und Verbesserung der Finanzierungsbedingungen
2. Erhöhtes Geldmengen- und Kreditwachstum
3. Wirtschaftswachstum und Verbesserungen am Arbeitsmarkt
4. Abwertung des Euro-Außenwertes sowie mit Einschränkung steigende Vermögenspreise

Bezüglich des ersten Punktes ist klar festzustellen, dass der Rückgang der Renditen und die Reduzierung der Risikoaufschläge maßgeblich auf die Maßnahmen der Zentralbank zurückzuführen sind. Dabei gilt die Rede von Mario Draghi Ende Juli 2012 als Wendepunkt in der Euro-Finanzkrise. Damals verkündete der Notenbankpräsident, dass er alles Notwendige tun werde („whatever it takes“), um den Euro zu erhalten. Seitdem sind die Renditen im Trend rückläufig. Vor allem die Länder der EWU-Peripherie können sich deutlich leichter und vor allem günstiger am Kapitalmarkt finanzieren. Die Länder der Währungsunion profitieren also im großen Stil von der außergewöhnlich lockeren Geldpolitik und dem damit verbundenen Niedrigzinsumfeld. Die damit einhergehende Entlastung der Staatshaushalte begünstigt Reformmaßnahmen, die insbesondere in der EWU-Peripherie nötig waren und weiterhin sind.

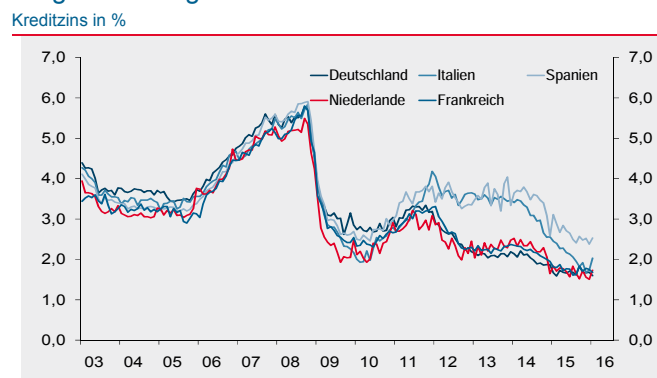
Im Zusammenhang mit den rückläufigen Anleiherenditen hat sich auch die Fragmentierung des Kreditmarktes verringert. Gleichwohl zahlen kleine und mittlere Unternehmen in Ländern der Peripherie noch immer höhere Zinsen für Bankkredite als in Ländern des EWU-Kerns wie Deutschland und Österreich.

### Peripheriespreads seit 2012 auf dem Rückzug



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Fragmentierung des Kreditmarktes

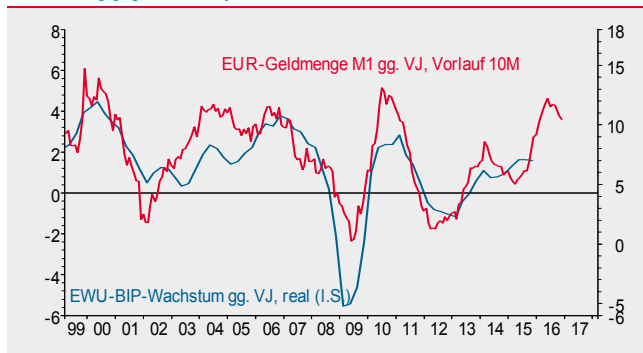


Quellen: EZB, Helaba Volkswirtschaft/Research

Positiv hervorzuheben ist, dass das Geldmengenwachstum unter Schwankungen gestiegen ist und sich auch die Kreditvergabe im Laufe der Zeit verbessert hat. Allerdings gerät die Erholung ins Stocken. Das Wachstum der Geldmenge M1 liegt zwar noch auf einem erhöhten Niveau, die im Trend der letzten Monate nachlassende Dynamik mahnt aber zur Vorsicht. Die Kreditvergabe an den privaten Sektor legt zudem nur moderat zu. Bei dem Blick auf die konsolidierte Bilanzsumme der Monetären Finanzinstitute (außer Zentralbanken) fällt auf, dass sich das Veralten der Institute kaum verändert hat. In der Zeit von 2014 bis Ende Januar 2015 reduzierte sich der Anleihebestand nur wenig. Er liegt bei gut 1,8 Bio. EUR. Umfangreiche Verkäufe oder der Erwerb anderer Assets wie Unternehmensanleihen können nicht beobachtet werden. Im Gegenteil: In den letzten zwei Jahren hat sich das Emissionsvolumen insbesondere von Unternehmensanleihen im Trend reduziert. Es ist fraglich, ob sich die konsolidierte Bilanzsumme der MFIs mit den neuen Maßnahmen erhöhen und zu steigenden Geldmengen und einer erhöhten Inflation beitragen wird. Zusätzliche Stimuli werden in Liquidität gehalten und nicht investiert. Ein Investitionsanstieg ist aber Voraussetzung für eine erhöhte Kreditnachfrage.

### Geldmengenwachstum lässt nach

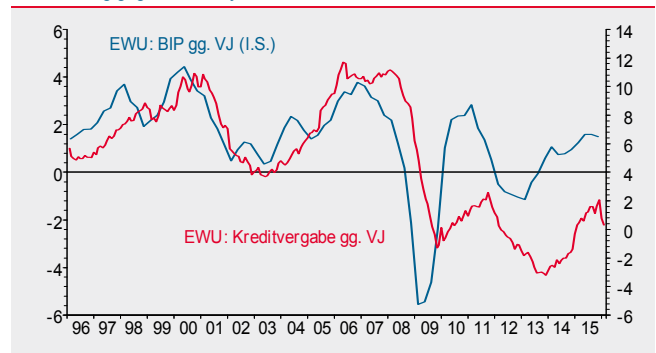
Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Kreditvergabe schwach

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

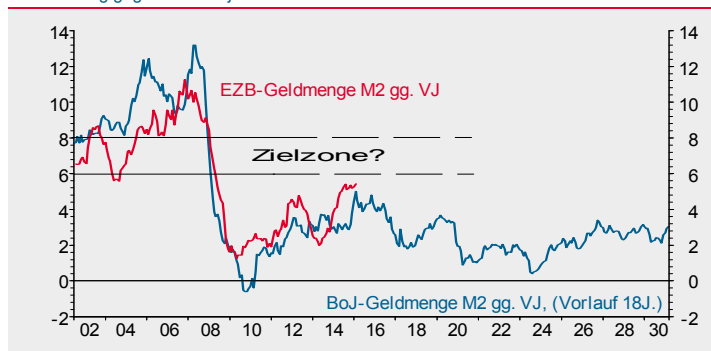


Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Vergleicht man die Geldmengenentwicklung in der Eurozone mit der in Japan seit dem Platzen der dortigen Finanz- und Immobilienblase Anfang der 1990er Jahre (Japan mit 18 Jahren Vorlauf zur europäischen Entwicklung), fällt der bis jetzt ähnliche Verlauf ins Auge. Damals und in den folgenden Jahrzehnten hatte Japan mit einer Deflation zu kämpfen und Regierung und Zentralbank sind seit Jahren bemüht, das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Die Folge waren eine außergewöhnlich laxe Geldpolitik und ein Anstieg der Staatsverschuldung. Parallelen zur heutigen Situation in der Eurozone sind nicht zu leugnen. Die Europäische Zentralbank verfolgt ebenfalls eine ultralockere Geldpolitik mit unkonventionellen Maßnahmen. Die Inflation ist niedrig, eine Deflation, die von einer Abwärtsspirale aus fallenden Preisen und Kaufzurückhaltung geprägt ist, gibt es aber nicht. Dennoch: Allein auf Grundlage der Geldmengenentwicklung M2 scheint noch nicht geklärt, ob die EZB das Japan-Szenario durch ihr beherrztes Eingreifen vermieden hat.

### EZB hat Japan-Szenario noch nicht endgültig verhindert

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Realwirtschaft stabil

Das Wirtschaftswachstum als Vehikel zur Zielerreichung durch die EZB hat sich in den letzten Jahren vergleichsweise robust entwickelt. Seit dem zweiten Quartal 2013 sind die Wachstumsraten durchweg positiv. Selbst die zur Schwäche neigende Weltwirtschaft konnte zuletzt gut „weggesteckt“ werden. So legte das Bruttoinlandsprodukt im Schlussquartal 2015 erneut um 0,3 % zum Vorquartal zu und damit stärker als in den USA. Im Gesamtjahr 2015 wurde ein Plus von immerhin 1,5 % erzielt. Die hohe Dynamik vergangener Jahre konnte bislang aber nicht erreicht werden. Zudem gilt zu berücksichtigen, dass das Wachstumsgefälle innerhalb der Währungsunion relativ groß ist. So schrumpfte die griechische Wirtschaft zuletzt um 0,6 % VQ, während Spanien ein Plus von 0,8 % VQ erzielen konnte. Irland hat im Schlussquartal 2015 sogar ein Quartalszuwachs von 2,7 % erzielt. Insgesamt positiv entwickelt sich der Arbeitsmarkt in der Eurozone, obwohl es auch hier große nationale Unterschiede gibt. Die Arbeitslosenquote ist rückläufig. Lag diese auf EWU-Ebene im Mai 2013 noch bei über 12 %, sank sie zuletzt auf 10,3 % – was im historischen Vergleich aber noch immer sehr hoch ist. Zudem gilt festzuhalten, dass trotz der allgemeinen Verbesserungen am Arbeitsmarkt weiterhin kein Lohndruck erkennbar ist, der sich über sogenannte Zweitrundeneffekte in steigenden Konsumentenpreisen niederschlagen könnte.

Die Transmission der monetären Impulse in Form von Leitzinssenkungen und Liquiditätsspritzen hat Einfluss auf die Entwicklung der Vermögenspreise. Ein Anstieg der Vermögenspreise kann den allgemeinen Inflationstrend beschleunigen. Allerdings dominieren die Risiken einer solchen Politik, denn es können sich Preisblasen an den Finanz- und Immobilienmärkten bilden. Anzeichen für übertrieben hohe Immobilienpreise gibt es bereits in einigen deutschen Großstädten. Im Finanzsektor steigt tendenziell das Interesse an Risikoassets, gleichwohl sich ein signifikanter und nachhaltiger Einfluss der Geldpolitik auf die Entwicklung der Aktienmärkte nur schwer nachweisen lässt. Das mögliche Platzen spekulativer Preisblasen führt nicht nur zu Verwerfungen an den Finanzmärkten, es hat in der Regel auch negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft wie Produktion und Beschäftigung. Dies kann nicht im Interesse der Zentralbank sein. Die Gefahren werden aber von der EZB in Kauf genommen, um ihrem Primärziel Preisniveaustabilität näher zu kommen. Einen wegen der lockeren Geldpolitik möglichen Vertrauensverlust in die Gemeinschaftswährung nehmen die Währungshüter in Kauf. Allerdings gilt zu berücksichtigen, dass der Euro seit dem Frühjahr 2015 in einer breiten Range zwischen 1,05 und 1,15 seitwärts tendiert. Massive Kursverluste, die letztlich zu einem Anstieg der importierten Inflation beitragen könnten, hat es zuletzt nicht gegeben. Nur in der Zeit von Mitte 2014 bis Anfang 2015 hat die unterschiedliche Ausrichtung der Geldpolitiken dies- und jenseits des Atlantiks dazu geführt, dass der Euro deutlich an Wert einbüßte.

### Grenzen der Geldpolitik

Anhand der Zwischenziele zeigt sich, dass die Geldpolitik nicht ohne Wirkung ist. Die Renditen haben sich im gesamten Währungsraum zum Teil deutlich reduziert und die Risikoaufschläge sind gesunken. Das Wirtschaftswachstum ist seit Jahren stabil und am Arbeitsmarkt gibt es spürbare Verbesserungen, wenngleich Lohndruck nicht erkennbar ist. Der Außenwert des Euros liegt auf ermäßigtem Niveau und stellt insofern keine konjunkturelle Belastung dar. Die Entwicklung der Geldmenge und der Kreditvergabe hat sich per saldo verbessert, es gibt aber noch deutliches Potenzial nach oben. Genau hier versucht das neue Maßnahmenpaket der EZB anzusetzen. Neben der Ausweitung des Wertpapierprogramms sollen die vier Langfristtender Anreize zur Kreditvergabe schaffen. Belohnt werden diejenigen Institute, deren Kreditvergabe zukünftig oberhalb der Benchmark liegt. Zudem wird Geschäftsbanken der Ausstieg aus den bisherigen Langfristtendern erleichtert. Die Finanzierungsbedingungen verbessern sich damit deutlich, ob es aber tatsächlich zu einer Ausweitung der Kreditvergabe und einem Anstieg der Geldmenge mit inflationären Impulsen kommen wird, bleibt abzuwarten. Hier passt die von John Maynard Keynes geprägte Formulierung im Zusammenhang mit der Schaffung zusätzlicher Liquidität: „Man kann die Pferde zur Tränke führen, saufen müssen sie selbst.“

## Pferde wollen nicht saufen

Eine Verhaltensänderung der Wirtschaftssubjekte kann man nicht erzwingen. Dies gilt auch im Hinblick auf die Anleiheemissionen der Unternehmen. Diese sind bis dato gering und im Trend rückläufig, was mit einem eingetrübten Investitionsklima begründet werden kann. Durch die Finanzkrise und nicht zuletzt auch durch die Flüchtlingskrise wird deutlich, dass der Zusammenhalt innerhalb der Währungsunion und die Stabilität der Europäischen Union als Ganzes nicht grenzenlos sind. Die Verunsicherung ist groß, wozu letztlich auch die EZB selbst beiträgt, nämlich mit ihrer extrem lockeren Geldpolitik und dem Versprechen zu immer weiteren Maßnahmen. Alleine kann es die EZB nicht richten. Sie benötigt eine einheitliche, europäische Politik, die keine Zweifel am Zusammenhalt der EU und der Währungsunion aufkommen lässt – von mangelnden Strukturformen in vielen Ländern der EWU ganz zu schweigen, denn diese drohen von der lockeren EZB-Geldpolitik zudem noch verschleppt zu werden. Es ist fraglich, ob die neuen Maßnahmen und insbesondere die Ausweitung der Käufe auf Unternehmensanleihen dazu beitragen, das Emissionsvolumen zu erhöhen.

#### EZB stößt an Grenzen

Die Geldpolitik der EZB ist konsequent: Solange das primäre Ziel der Preisniveaustabilität nicht erreicht ist und es auch keine Anzeichen dafür gibt, dass sich die Inflation in Richtung von unter aber nahe zwei Prozent bewegt, werden der geldpolitische Expansionsgrad weiter erhöht und weitere Maßnahmen in Aussicht gestellt. Damit setzt sich die Zentralbank unter enormen Handlungsdruck. Dabei gilt zu berücksichtigen, dass die Politik schon jetzt extrem locker ist. Bei der Betrachtung diverser geldpolitischer Regeln im Stile einer „Taylor Rule“ fällt auf, dass eher eine weniger expansive Geldpolitik gefordert erscheint. Darüber hinaus deuten Berechnungen des tatsächlichen geldpolitischen Impulses im Sinne des sogenannten Schattenzinses (siehe „Außer der Reihe – Wie expansiv ist die Geldpolitik“ vom 27.10.2015) darauf hin, dass dieser vergleichbar mit Leizinsen von unter -5 % ist. Gerade in den letzten Monaten hat sich dieser Impuls nochmals intensiviert. Vor diesem Hintergrund wäre die EZB gut beraten, eine Warteposition einzunehmen und die bereits getroffenen Maßnahmen wirken zu lassen, anstatt immer weitere Schritte in Aussicht zu stellen und so für zusätzliche Verunsicherung zu sorgen.■