

• Longer-Term Refinancing Operations
• Public Sector Purchase Programme
• ABS Purchase Programme
• Covered Bond Purchase Programme 3
• Covered Bond Purchase Programme (CSPP)

Makro und Märkte kompakt

Nº 27 / Mai 2019

Geldpolitische Normalisierung nicht in Frage stellen!

Die EZB hat ihren geldpolitischen Normalisierungskurs im Frühjahr unterbrochen, noch bevor er richtig begonnen hat. Wir sehen diesen Kurswechsel kritisch. Wertpapierkäufe und Negativzinsen sollten krisenhaften Ausnahmesituationen vorbehalten sein.

- Wegen der schwächeren konjunkturellen Entwicklung im Euroraum und der noch niedrigen Inflation hat die **EZB** auf ihrer Sitzung im März **einen abrupten Kurswechsel** vollzogen. Neue Langfristtender wurden angekündigt, und eine erste Zinsstraffung soll „frühestens“ im kommenden Jahr erfolgen.
- **Unseres Erachtens rechtfertigt ein „normaler“ zyklischer Konjunkturabschwung den erneuten Einsatz unkonventioneller Maßnahmen nicht.** Die Erfahrungen der letzten Jahre haben gezeigt, dass die Geldpolitik nicht allmächtig ist. Zudem gehen mit den neuen Instrumenten erhebliche Risiken für die Finanzstabilität einher.
- **Die EZB sollte dringend eine umfassende Normalisierungsstrategie vorgelegen**, die von kurzfristigen Schwankungen der Konjunktur unabhängig ist. Zudem ist eine grundsätzliche Diskussion über die geldpolitische Strategie der EZB erforderlich. Beides gehört zu den wohl wichtigsten Aufgaben des neuen EZB-Präsidenten, der im Herbst 2019 sein Amt antritt.

Dr. Klaus Wiener
Mitglied der
GDV-Geschäftsführung
Chefvolkswirt
030 2020-5800
k.wiener@gdv.de

Dr. Rolf Ketzler
Volkswirtschaft,
Finanzmärkte
030 2020-5132
r.ketzler@gdv.de

Der geldpolitische Normalisierungskurs der Europäischen Zentralbank (EZB) gerät angesichts der konjunkturellen Abkühlung zunehmend stärker in die Diskussion. Neben einer weiteren zeitlichen Verschiebung werden bereits Stimmen laut, die erneut ein stärkeres geldpolitisches Engagement der EZB fordern – und dies selbst über die bereits beschlossenen Maßnahmen hinaus.

Money for nothing

Auf der Sitzung des EZB-Rates im März wurde nicht nur die sogenannte „forward guidance“ geändert, die Orientierung über die zukünftige Leitzinsentwicklung geben soll („mindestens bis in das Jahr 2020“), es wurden auch neue langfristige Refinanzierungsgeschäfte für den Bankensektor auf den Weg gebracht. Da diese im Zeitraum von September 2019 bis März 2021 aufgelegt werden sollen und zudem über Laufzeiten von bis zu 24 Monaten verfügen, wird dem Bankensystem im Euroraum damit frische Liquidität voraussichtlich zum Nulltarif für insgesamt weitere vier Jahre zur Verfügung gestellt – und dies gut zehn Jahre nach Ausbruch der globalen Finanzkrise.

Begründet wurden diese Maßnahmen mit dem Konjunkturausblick, der sich eingetrübt hat. Zudem, so die EZB, sei das Inflationsziel immer noch nicht erreicht. Es gibt auch bereits Stimmen, die noch weitergehende Maßnahmen fordern, im Zweifel auch eine Neuauflage des massiven Anleiheankaufprogramms der Jahre 2015 bis 2018 („quantitative easing“). Wir beurteilen diesen Ansatz kritisch, und zwar aus folgenden Gründen:

Die konjunkturelle Abschwächung hat bislang keine besorgniserregende Dimension erreicht, und es ist mehr als unsicher, ob der Euroraum überhaupt in eine Rezession fallen wird. Die Ende April veröffentlichten Daten für das BIP-Wachstum im 1. Quartal 2019 von +0,4 % bestätigen das.

Aber selbst wenn die konjunkturelle Abschwächung noch stärker ausfiele als dies derzeit zu vermuten ist, würde es sich aus heutiger Sicht wohl um eine ganz normale Rezession handeln. Dies ist nach einem fast neun Jahre dauernden Aufschwung kein ungewöhnlicher Vorgang, und es muss die Frage gestattet sein, ob die Geldpolitik bereits auf erste Anzeichen für eine mögliche, „plain vanilla“ Rezession mit der geldpolitischen Keule unorthodoxer Maßnahmen reagieren sollte.

Gefahr für die Finanzstabilität

Die neuen Instrumente mögen in der Hochphase der Finanzkrise Sinn gemacht haben. Sie aber bereits jetzt wieder zu aktivieren, blendet aus, dass hiermit auch erhebliche Risiken und Nebenwirkungen einhergehen – allen voran für die Finanzstabilität. Ein abrupter, deut-

licher Zinsanstieg auf den Kapitalmärkten würde die Konjunktur ebenso treffen wie das Bankensystem oder die Finanzmärkte. Der heftige Einbruch vieler Kurse im Schlussquartal des letzten Jahres wäre dann nur ein schwacher Vorgeschmack dessen, was droht. Folge des Niedrigzinsumfeldes sind zudem erhebliche Umverteilungseffekte – zulasten der privaten Altersvorsorge. Darunter leidet bereits seit längerem die Bereitschaft der privaten Haushalte zur langfristigen Eigenvorsorge. Und der hohe Anteil von Staatsanleihen in den Bankbilanzen führt zudem zu einer erneuten, ungesunden Verflechtung von Staat und Bankensektor – einem der Hauptprobleme während der letzten Staatsschuldenkrise.

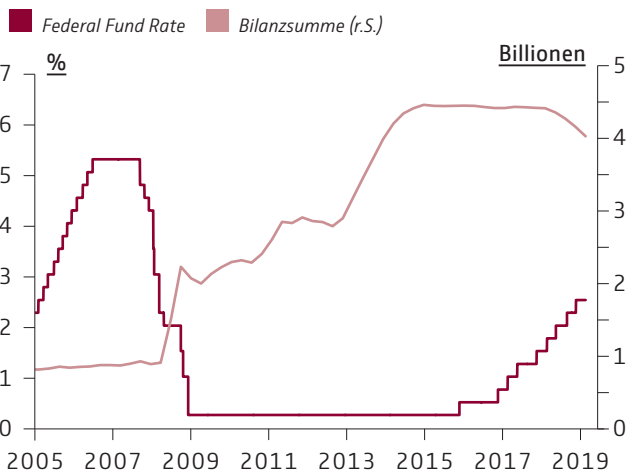
Geringer Handlungsspielraum

Zudem gilt zu bedenken, dass die EZB aktuell kaum noch über geldpolitischen Handlungsspielraum verfügt, zumindest in der traditionellen Definition des geldpolitischen Instrumentariums. Das positive makroökonomische Umfeld der vergangenen Jahre wurde nicht genutzt, um den Fuß vom geldpolitischen Gaspedal zu nehmen. Besonders bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass es die EZB unter Präsident Draghi in acht Jahren nicht ein einziges Mal geschafft hat, die Zinsen zu straffen, ein in der neueren Wirtschaftsgeschichte einmaliger Befund.

Dies ist in den USA anders. Dort hat die Fed im Zuge des Aufschwungs die Leitzinsen neun Mal um insgesamt 225 Basispunkte erhöht. Und sie hat frühzeitig damit aufgehört, fällig werdende Wertpapiere zu reinvestieren, womit ein erster Bilanzabbau einherging (Abbildung 1). Zwar hat auch die Fed vor wenigen Wochen einen Kurswechsel vollzogen. Dies geschieht aber nach einer recht ausgeprägten Phase der geldpolitischen Entschleunigung. Und da die Fed niemals zur Keule eines

Geldpolitik der Federal Reserve

Abbildung 1 • Leitzins und Bilanzsumme in US-Dollar



Quelle: Thomson Reuters

negativen Einlagenzinses gegriffen hat, steht auch der Bankensektor in den USA mit Blick auf das inzwischen aufgebaute Eigenkapital deutlich besser da.

Japan als Negativbeispiel

Einige Vertreter der neuen Geldpolitik sehen in der Neuauflage eines Anleiheankaufprogramms eine Option zur Erreichung der geldpolitischen Ziele. Ein Blick nach Japan zeigt unseres Erachtens aber sehr deutlich, dass die Möglichkeiten der Geldpolitik hier begrenzt sind. Obwohl die japanische Notenbank mittlerweile Aktiva im Wert von mehr als 100 % gemessen am japanischen BIP auf ihrer Bilanz hält (EZB: aktuell 40 %, Fed: 25 % im Hochpunkt), ist das Wachstum dort weiterhin extrem schwach und die Inflation äußerst niedrig. Möglich ist sogar, dass die extrem lockere Geldpolitik das strukturell schwache Wachstum mit verschuldet, indem sie Unternehmen ohne funktionierendes Geschäftsmodell durch die Zuführung extrem billigen Geldes künstlich am Leben erhält und damit die Volkswirtschaft insgesamt auf einem niedrigen Wachstumspfad hält.

Richtig ist, dass der EZB während der Finanzkrise und der sich anschließenden Staatsschuldenkrise ein Großteil der Last der Krisenbewältigung zugeschrieben wurde. Allerdings hat die EZB mit ihrer uneingeschränkten Zusicherung der Politik des extrem billigen Geldes auch dazu beigetragen, dass der Reformwille der Staaten, der insbesondere im Hochpunkt der Staatsschuldenkrise durchaus erkennbar war, mit dem Rückgang der Kapitalmarktzinsen wie Butter in der Sonne schmolz. Wenn der Druck der Finanzmärkte fehlt, ist die Bereitschaft zu schmerzhaften Reformen nicht mehr sehr ausgeprägt.

Rückgang des natürlichen Zinses kein Argument für lockere Geldpolitik

Als Begründung für die expansive Geldpolitik verweisen Vertreter der EZB auch auf den in den letzten Jahren angeblich deutlich gesunkenen natürlichen Gleichgewichtszins. Der Gleichgewichtszins, der nicht direkt beobachtbar ist und daher auf Basis eines Modells zu bestimmen ist, stellt grundsätzlich einen wichtigen Referenzpunkt für die Einordnung der geldpolitischen Ausrichtung dar. Folgt man dieser Argumentation, dann bestünde im Falle der jetzt anstehenden Normalisierung tatsächlich das Risiko, dass die Geldpolitik einen zu restriktiven Kurs einschlägt mit entsprechenden negativen Wachstumseffekten.

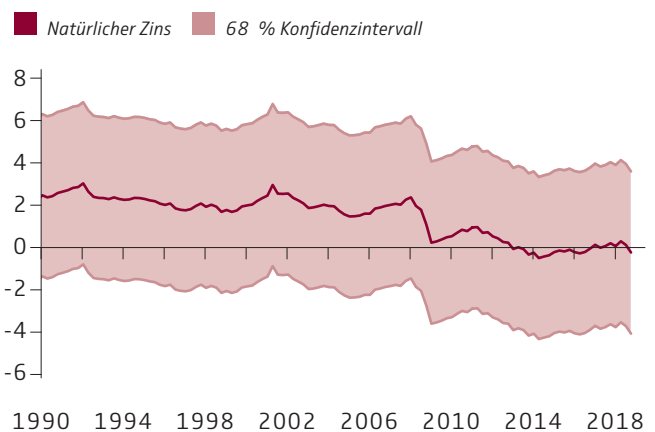
Tatsächlich zeigen die Modellschätzungen einen im Zeitablauf abfallenden natürlichen Zins (Abbildung 2). Diese Schätzwerte sind aber insbesondere für den Euroraum mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet. In *Abbildung 2* ist zusätzlich zum natürlichen Zins das

68 %-Konfidenzintervall dargestellt. Am aktuellen Rand liegt der natürliche Zins bei 0 %, er könnte auf dem genannten Konfidenzniveau aber auch 4 % bzw. -4 % betragen. Mit anderen Worten: Das Konfidenzband ist so breit, dass geldpolitische Entscheidungen – wenn überhaupt – hierauf nur sehr eingeschränkt beruhen sollten.

Wesentliche Gründe für die niedrigen Gleichgewichtszinsen sind ohne Frage strukturelle Faktoren wie das geringe Trendwachstum, die niedrige Inflation oder das global hohe Sparangebot. Die expansive geldpolitische Ausrichtung selbst sowie die „Flucht in die Qualität“, die gerade bei deutschen Staatsanleihen extrem ausgeprägt ist, dürften aber dafür verantwortlich sein, dass aus dem Niedrigzinsumfeld in Deutschland eine „Eiszeit im Zins“ wurde mit Negativrenditen selbst in den längeren Laufzeiten der Bundesanleihen. Nach wie vor ist u. E. deshalb davon auszugehen, dass der „faire“ Gleichgewichtszins in der langfristigen Betrachtung höher liegt.¹

Natürlicher Zins für den Euroraum

Abbildung 2 · Schätzung nach Holston, Laubach, Williams



Quelle: Federal Reserve Bank of New York

Überprüfung des geldpolitischen Instrumentariums

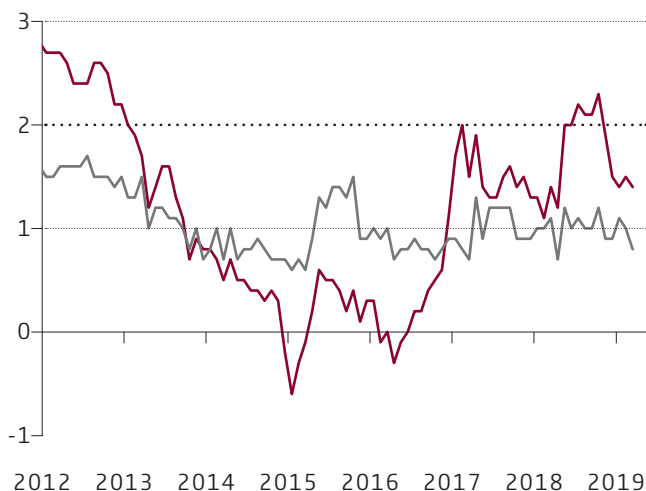
Angesichts der Besonderheit der geldpolitischen Maßnahmen, die als Reaktion auf die Finanz- und Staatsschuldenkrise eingeführt wurden, kamen immer wieder auch Zweifel an der Vereinbarkeit der unorthodoxen Maßnahmen mit dem Mandat der EZB auf – und hier insbesondere mit dem im Maastrichter Vertrag verankerten, ausdrücklichen Verbot der Staatsfinanzierung. Inzwischen wurde die institutionelle Architektur des Euroraums insbesondere mit dem Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) und der Bankenunion um zentrale Elemente ergänzt, die die Stabilität der Währungsunion erhöht haben. Dies sollte es der EZB jetzt ermöglichen, den

1 Makro und Märkte kompakt № 17/Februar 2018: [Überlegungen zum langfristigen Zinsniveau](#)

Inflationsraten im Euroraum

Abbildung 3 · in Prozent ggü. Vorjahresmonat

■ Inflationsrate (HVPi) ■ Kerninflation



Quelle: Thomson Reuters

geldpolitischen Kurs stärker im Sinn ihres Mandats auf die Preisstabilität zu fokussieren.

Dazu gehört u. E. auch die Überprüfung des geldpolitischen Instrumentariums. Wir haben bereits Anfang 2016 darauf hingewiesen,² dass das Inflationsziel der EZB viel zu eng ist. Auf die allgemeine Preisentwicklung einer Volkswirtschaft wirken eine Vielzahl von Faktoren ein, zu denen neben der Geldpolitik auch der technologische Fortschritt (Digitalisierung), der grenzüberschreitende Handel (Importpreise, Lohndruck) oder exogene Schocks (volatile Ölpreise) gehören. Davon auszugehen, dass die Geldpolitik in der Lage ist, für eine rd. 11.500 Mrd. € große, offene Volkswirtschaft die Inflation bei „unter aber nahe 2 %“ zu halten, erscheint sehr ambitioniert. Besser wäre es z. B., wenn das Inflationsziel mit einem Korridor ausgestattet wäre (z. B. 2 % ± 1 Prozentpunkt) etwa nach dem Vorbild der schwedischen Riksbank, die 2017

2 Makro und Märkte kompakt № 1/Juni 2016: [EZB – Gefangene im Korsett eines engen Inflationsziels](#)

eine „Variationsband“ eingeführt hat. Dann wäre nämlich der Befund der letzten Jahre gar nicht so eindringlich gewesen, denn die Kernrate der Inflation im Euroraum befindet sich seit geraumer Zeit stabil in der Nähe von einem Prozent (Abbildung 3), ein Wert, der im Maastrichter Vertrag verankerten Ziel von Preisstabilität sehr nahe kommt. Insofern begrüßen wir es sehr, dass erste Stimmen laut werden (auch innerhalb des Systems der Europäischen Zentralbanken), die zeitnah zu einer Überprüfung der geldpolitischen Strategie raten.

Fazit

Im aktuellen konjunkturellen Abschwung werden die Stimmen lauter, die ein stärkeres geldpolitisches Engagement einfordern. Allerdings verfügt die EZB – im Unterschied zur Fed – aufgrund des verpassten Ausstiegs derzeit kaum über einen geldpolitischen Handlungsspielraum. Vielmehr kommt es bei der EZB weiter darauf an, die Normalisierung der Geldpolitik fortzusetzen. Wertpapierkäufe und Negativzinsen sollten nicht zuletzt aufgrund der gefährlichen Nebenwirkungen krisenhaften Ausnahmesituationen vorbehalten sein. Keinesfalls rechtfertigt ein „normaler“ zyklischer Konjunkturabschwung den Einsatz dieser unkonventionellen Maßnahme. Die Erfahrungen der letzten Jahre haben gezeigt, dass die Geldpolitik nicht allmächtig ist. Die EZB wäre daher gut beraten, die Erwartungshaltung zu dämpfen und keinen falsch geleiteten Begehrlichkeiten der Märkte nachzugeben.

Die aktuelle Diskussion verdeutlicht, dass die EZB dringend eine umfassende Normalisierungsstrategie vorgelegen sollte und zudem ein Diskurs über die geldpolitische Strategie der EZB erforderlich ist. Dies gehört wohl zu den wichtigsten Aufgaben des neuen EZB-Präsidenten, der im Herbst 2019 sein Amt antritt. Oberste Maßgabe sollte dabei die Rückkehr zur konventionellen Geldpolitik sein, damit sich die Volkswirtschaft und die Finanzmärkte nicht fortlaufend auf der Intensivstation der Geldpolitik befinden.

Impressum

Herausgeber

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.
Wilhelmstraße 43/43 G, 10117 Berlin
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel. 030 2020-5000, Fax 030 2020-6000
www.gdv.de, berlin@gdv.de

Verantwortlich

Dr. Klaus Wiener,
Mitglied der Geschäftsführung, Chefvolkswirt
Tel. 030 2020-5800
E-Mail: k.wiener@gdv.de

Publikationsassistentz

Marcus Pfab

Redaktionsschluss:

30.04.2019

Disclaimer:

Die Inhalte wurden mit der erforderlichen Sorgfalt erstellt. Gleichwohl besteht keine Gewährleistung auf Vollständigkeit, Richtigkeit, Aktualität oder Angemessenheit der darin enthaltenen Angaben oder Einschätzungen.

Autoren

Dr. Rolf Ketzler
Dr. Klaus Wiener

Bildnachweis

Thomson Reuters, GDV

Alle Ausgaben ...

auf GDV.DE

