

MAKRO UND MÄRKTE KOMPAKT¹⁴

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

№ 14 SEPTEMBER 2017
THEMA: GELDPOLITIK

CHEFVOLKSWIRT
Dr. Klaus Wiener

Dr. Rolf Ketzler
Dr. Sven Offick

Geldpolitische Wende jetzt!

In ihrer Juni-Sitzung hat die Europäische Zentralbank ein erstes vorsichtiges Signal in Vorbereitung für eine Neuausrichtung der Geldpolitik verlautbaren lassen. Die Diskussion über den Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik wurde aber bisher vertagt. Angesichts der weiter verbesserten wirtschaftlichen Lage ist es nach unserer Auffassung jetzt an der Zeit, dass die EZB in der bevorstehenden Sitzung des EZB-Rats am 7. September **einen schrittweisen Ausstieg aus dem Wertpapierankaufprogramm für den Beginn des Jahres 2018 ankündigt**. Ein erneutes Verschieben der Ausstiegsdebatte sollte unbedingt vermieden werden, denn:

- ▶ **Der Konjunkturverlauf im Euroraum hat im 1. Halbjahr 2017 noch einmal an Fahrt gewonnen.** Unter den Mitgliedsstaaten zeichnet sich zudem ein zunehmend homogenerer Wachstumsverlauf ab.
- ▶ Die Preisentwicklung im Euroraum hat im Vergleich zum Vorjahr deutlich angezogen. Zwar liegt die Inflation aktuell weiterhin etwas unterhalb des EZB-Ziels. **Die Gefahr einer „deflationären Entwicklung“ ist jedoch weggefallen.**
- ▶ Bei einer Beibehaltung der sehr expansiven geldpolitischen Ausrichtung drohen **Risiken für die Finanzstabilität aber auch für die Altersvorsorge weiter zuzunehmen.** Zudem schafft eine geldpolitische Wende auch notwendige Handlungsspielräume für zukünftige konjunkturelle „Krisen“.

EZB-Geldpolitik weiterhin sehr expansiv

Knapp zehn Jahre nach dem Ausbruch der globalen Wirtschaftskrise ist die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) weiterhin extrem expansiv ausgerichtet. Die nachlassende Inflationsdynamik, die auf Seiten der Zentralbank von der Sorge aufkommender Deflationsrisiken begleitet wurde, hatte die EZB zuletzt im Jahr 2015 veranlasst, ihren geldpolitischen Expansionsgrad noch einmal zu erhöhen. Die EZB reagierte neben der Herabsetzung des Leitzinses auf Null mit negativen Einlagezinsen und der Einführung eines umfangreichen Wertpapierankaufprogramms (Quantitative Easing). Im Rahmen dieses Ankaufprogramms, das nach aktueller Beschlusslage zumindest bis Jahresende 2017 fortgeführt wird, wurden bisher Vermögenswerte, überwiegend Anleihen öffentlicher Emittenten, im Umfang von mehr als 2 Billionen € erworben. Aktuell kaufen die Notenbanken im Eurosystem monatlich Wertpapiere in Höhe von 60 Mrd. €. In der Folge wird die Bilanz der EZB bis Ende 2017 auf etwa 4,5 Billionen € anwachsen. Dies entspricht einem Anteil von mehr als 40 % am BIP des Euroraums. Lediglich die Bilanzsumme der Bank of Japan weist eine höhere Quote auf.

Mit der in den letzten Monaten deutlich verbesserten wirtschaftlichen Lage ist auch im Euroraum die Frage nach einer Normalisierung der EZB-Geldpolitik stärker in den Fokus gerückt.

Deutlich verbessertes Konjunkturfeld ...

Im Zuge der globalen Konjunkturerholung hat Ende 2016 der inzwischen seit 17 Quartalen anhaltende moderate Aufschwung im Euroraum an Tempo und Breite gewonnen. So hat sich die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts deutlich beschleunigt. Während sich das annualisierte Wachstum im Euroraum noch im 1. Halbjahr 2016 auf 1,6 % belief, betrug der auf das Gesamtjahr bezogene Produktionszuwachs im 1. Halbjahr 2017 bereits 2,2 %. Die konjunkturelle Aufwärtsbewegung wird dabei inzwischen von allen großen Mitgliedsstaaten getragen. An Breite hat der Aufschwung vor allem durch das höhere Expansionstempo in Frankreich und Italien gewonnen. In beiden Ländern nahm das reale BIP bereits im dritten Quartal in Folge um 0,5 % (Frankreich) bzw. 0,4 % (Italien) zu. Insgesamt fällt die Wachstumsbewegung unter den Euro-Mitgliedsstaaten damit jetzt wesentlich homogener aus als in der ersten Phase des Aufschwungs. Die

zunehmende Konjunktdynamik trägt auch dazu bei, dass sich die aktuell noch bestehende Output-Lücke, die die Abweichung des BIP von seinem Potential angibt, im Euroraum perspektivisch schließt.

Im Einklang mit dieser Entwicklung hat sich auch die Lage an den Arbeitsmärkten im Euroraum weiter verbessert (s. Grafik I). Nach den letztverfügbaren Daten stieg die Erwerbstätigkeit im I. Quartal 2017 im Euroraum gegenüber dem Jahresende 2016 saison- und kalenderbereinigt um über 600.000 Personen.

... und höhere Inflationsdynamik

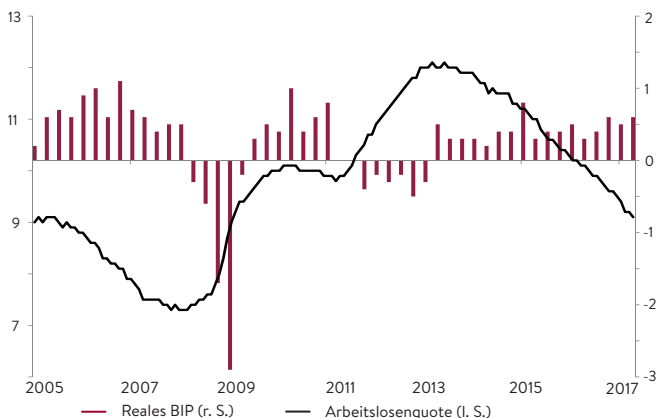
Parallel zur lebhafteren Wachstumsdynamik hat sich seit Jahresbeginn im Euroraum auch die Inflationsentwicklung beschleunigt. Maßgeblich hierfür waren insbesondere wieder anziehende Rohstoffpreise. Zwar ist die Inflationsrate nach einem Hochpunkt im Februar von 2,0 % gegenüber dem Vorjahr wieder leicht gesunken. Insgesamt bewegt sich die Preissteigerung mit aktuell knapp 1,5 % aber deutlich über ihren Vorjahreswerten (s. Grafik II). Der Abstand zwischen tatsächlicher Inflation und angestrebtem Zielwert der EZB („unter, aber nahe 2 %“) hat sich insofern merklich verringert. Die noch im Jahr 2016 diskutierte Gefahr einer deflationären Entwicklung ist damit gebannt.

Durch den seit längerem anhaltenden Aufschwung im Euroraum wird die Inflationsentwicklung inzwischen aber auch stärker durch zyklische Nachfragekomponenten getragen. Die Kerninflation, die die Preisentwicklung unter Vernachlässigung der volatilen Energie- sowie Nahrungsmittelpreise erfasst, ist seit Beginn des Jahres von 0,9 % auf inzwischen 1,3 % im Vergleich zum Vorjahresmonat angestiegen. Hierbei dürfte die höhere Kapazitätsauslastung, die etwa mit einer steigenden Beschäftigung einhergeht, eine wichtige Rolle spielen. Ein weiterer Ausdruck ist der mittlerweile deutlich höhere Anstieg der Erzeugerpreise, die im bisherigen Jahresverlauf um durchschnittlich 3,75 % angestiegen sind.

Auch die als Entscheidungsgrundlage für die Geldpolitik wichtigen Inflationserwartungen sind wieder angestiegen. Sowohl die einjährigen Inflationserwartungen des Survey for Professional Forecasters der EZB als auch die marktbasiernten Inflationserwartungen haben sich mittlerweile deutlich von ihren Tiefständen im Jahr 2016 entfernt und bewegen sich aktuell in einem Bereich von 1,5 % (s. Grafik III). Getragen

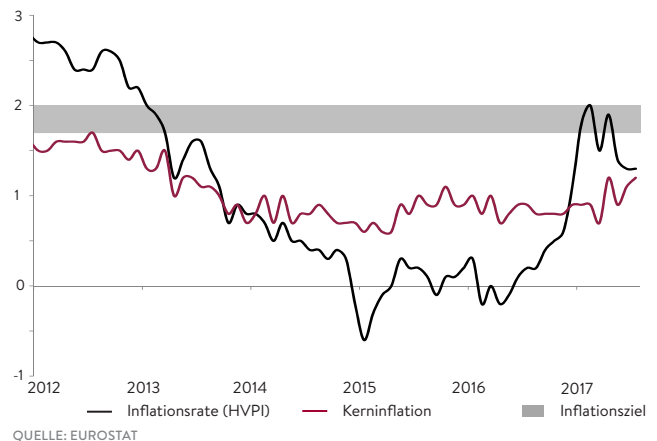
Grafik I Konjunkturfeld im Euroraum

Reales BIP in Prozent ggü. Vorquartal, Arbeitslosenquote in Prozent



Grafik II Inflationsraten im Euroraum

in Prozent ggü. Vorjahresmonat



Grafik III Inflationserwartungen im Euroraum

Inflation Swap Forward 5Y5



QUELLE: BLOOMBERG FINANCE L.P.

wird diese Entwicklung wohl vor allem von der Perspektive einer sich weiter schließenden Output-Lücke, die auf einen zunehmenden Lohn- und Preisdruck schließen lässt, auch wenn sich dieser Zusammenhang etwas abgeschwächt zu haben scheint. Ungeachtet dessen bleiben die langfristigen Inflationserwartungen weiterhin fest verankert.

Geldpolitischer Expansionsgrad zu hoch

Insgesamt haben sich die konjunkturellen Aussichten zuletzt deutlich günstiger dargestellt als vor dem Hintergrund der zahlreichen vor allem politischen Unsicherheiten noch zu Jahresbeginn zu erwarten waren. Daher wurden die Prognosen für die Konjunktur aber auch die Inflationsrate im Euroraum im bisherigen Jahresverlauf nach oben revidiert. Die EZB selbst hat bisher allerdings nur sehr verhalten auf die Entwicklung reagiert. Eine Diskussion über den Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik wurde erst für den Herbst angekündigt. In diesem Umfeld stellt sich mehr denn je die Frage, ob die aktuell weiterhin sehr expansive Ausrichtung der EZB-Geldpolitik noch angemessen ist.

Orientierung für eine angemessene Geldpolitik bieten sogenannte Taylor-Regeln.¹ Es handelt sich um einfache Zinsregeln, wonach der Leitzins lediglich von zwei Variablen bestimmt wird: (1) der Inflationsrate und (2) der Output-Lücke. Nach dieser Regel gilt: Liegt die Inflationsrate unterhalb der Zielinflationsrate und das BIP unterhalb seines Potentials, sollte die Geldpolitik expansiv ausgerichtet sein. Umgekehrt gilt: Wird das Inflationsziel überschossen und haben wir eine Überauslastung der Wirtschaft (positive Output-Lücke), sollte die Geldpolitik kontraktiv ausgestaltet sein.

Zwar lässt sich die optimale Geldpolitik nicht vollständig durch eine einfache Regel beschreiben, sie stellt aber eine gute Referenzgröße dar. Eine regelgebundene Geldpolitik ist zudem transparent. Sie erhöht die Glaubwürdigkeit der Zentralbank und die Vorhersagbarkeit zukünftiger Maßnahmen. Damit ist sie in der Lage Markterwartungen besser zu verankern als eine diskretionäre Geldpolitik, die keiner Regel folgt. In der Vergangenheit hat sich die Geldpolitik an solchen Regeln erfolgreich orientiert (vgl. die lange Phase der „Great Moderation“).

Angewandt auf das aktuelle wirtschaftliche Umfeld im Euroraum zeigt sich, dass sich die Schere zwischen Taylor-

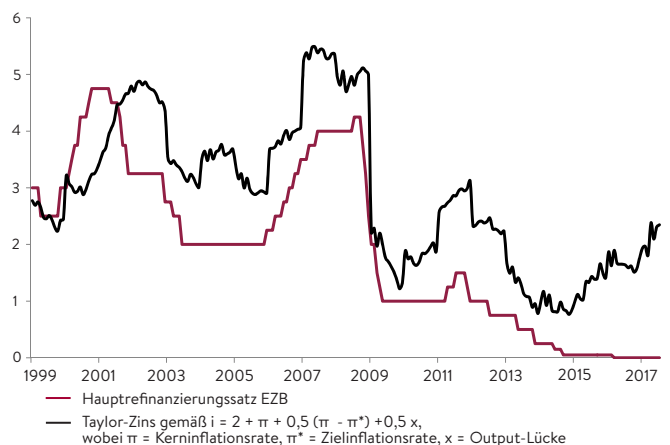
Zins und tatsächlichem Leitzins deutlich ausgeweitet hat (s. Grafik IV). Grund für den jüngsten Anstieg im Taylor-Zins ist die positive konjunkturelle Entwicklung im Euroraum: Die Output-Lücke schließt sich seit 2013 kontinuierlich. Dieses spiegelt sich im Rückgang der Arbeitslosenquote wider. Zum größten Teil ist der Anstieg im Referenzzins aber auf die Erholung der Inflation zurück zu führen. Mittlerweile ist der Abstand zum Taylor-Zins auf über zwei Prozentpunkte gestiegen – Tendenz steigend! Diese Entwicklung deutet auch darauf hin, dass die EZB bei ihrer geldpolitischen Entscheidungsfindung seit 2015 offensichtlich andere Maßstäbe ansetzt.

Befürworter der aktuellen Geldpolitik der EZB argumentieren, dass der langfristige (reale) Gleichgewichtszins seit 2010 gesunken ist und nicht (wie in Grafik IV unterstellt) bei 2 % liegt. Doch selbst bei einem Gleichgewichtszins von 0 % liegt der Taylor-Zins immer noch über dem tatsächlichen Leitzins. Zudem ist zu bedenken, dass das Anleihekaufprogramm der EZB eine erhebliche geldpolitische Wirkung hat. Mithilfe einer Zinsstrukturkurve ohne Zinsuntergrenze lässt sich ein hypothetischer Leitzins schätzen, der die Effekte aus dem Anleihekaufprogramm berücksichtigt. Dieser sogenannte Schattenzins wird für den Euroraum auf -3 % bis -7 % geschätzt.² Das heißt zwischen der aktuellen Geldpolitik der EZB gemessen am Schattenzins und dem Taylor-Zins ergibt sich ein eklatanter Zinsunterschied von bis zu 9,3 (!) Prozentpunkten. Schon vor der Finanzkrise war die Geldpolitik verglichen mit der Taylor-Regel zu expansiv ausgerichtet und hat damit zum Ausbruch der Krise beigetragen (Stichwort: „too low for too long“). Dieses sollte sich nicht wiederholen.

Geldpolitische Wende jetzt einleiten

Angesichts der massiven Verwerfungen und den Gefahren, die von der globalen Finanzkrise ausgingen, war die Geldpolitik in den Industrieländern in den letzten Jahren extrem gefordert. Dabei kam im Euroraum erschwerend eine Staatsschuldenkrise hinzu, die den Fortbestand der noch jungen Gemeinschaftswährung gefährdete. Es war daher richtig, dass die Geldpolitik energisch auf die Krise reagiert hat. Der Nutzen des geldpolitischen Kurses war in den ersten Jahren der Krise ohne Frage größer als die damit verbundenen Kosten. Sowohl eine globale wirtschaftliche Depression als auch

Grafik IV Leitzins der EZB und Taylor-Zins



QUELLE: EZB, IWF, EIGENE BERECHNUNGEN

¹ Taylor, J. B., 1993, „Discretion versus policy rules in practice“, Carnegie-Rochester Conference on Public Policy, vol. 39(1), S.195-214
² Siehe Jahresgutachten des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden, 2016

ein Auseinanderbrechen des Euro hätten viel gravierendere Folgen gehabt.

Dieser Befund gilt aber schon länger nicht mehr. Inzwischen hat sich die Wirtschaft des Euroraums merklich erholt und mögliche Deflationsgefahren sind gebannt. Dies erkennt auch die EZB seit einigen Monaten an. Zudem wurde der Euroraum in vielerlei Hinsicht institutionell deutlich gestärkt (ESM, Bail-in, Europäisches Semester, makroprudentielle Aufsicht, ...). Es stellt sich also die Frage, welchen Zusatznutzen ein so scharfes Schwert wie die quantitative Geldmengenlockerung noch stiften soll. Die Zielmarke von 2 % bei der Inflation dürfte sich hiermit jedenfalls nicht so ohne weiteres erreichen lassen, **wie überhaupt das punktgenaue Erreichen von Inflationsraten zu hinterfragen ist.** Strukturelle Faktoren können nämlich durchaus dafür sorgen, dass die avisierten Inflationsraten für einen längeren Zeitraum nicht erreicht werden können. Zu nennen sind hier u. a. die hohe internationale Arbeitsteilung, die den Preisdruck für langlebige Gebrauchs- und Wirtschaftsgüter dämpft, sowie auch perspektivisch niedrigere Energiepreise infolge deutlicher Angebotsausweitungen (z. B. Fracking in den USA). Aufgrund der weltweit weiterhin hohen Schuldenstände von Staaten aber auch Haushalten ist zudem auf absehbare Zeit nicht mit einer wesentlich höheren Dynamik bei der Kreditvergabe zu rechnen.

Rechtmäßigkeit des Anleihekaufprogramms in der Klärung

Bedenken hinsichtlich der Rechtmäßigkeit des Anleihekaufprogramms hat jüngst auch das Bundesverfassungsgericht angemeldet. Dies war zwar auch schon beim OMT-Programm aus dem Jahr 2012 der Fall, das vom EuGH nur unter geringfügigen Einschränkungen als zulässig erklärt wurde. Der Fall könnte dieses Mal aber anders liegen, denn im Rahmen des OMT-Programms wurde kein einziger Cent ausgegeben. Und selbst wenn die EZB zu Gunsten eines unter Druck geratenen Staatsanleihemarktes interveniert hätte, dann nur, wenn sich das betreffende Land auf Strukturereformen verpflichtet hätte (Konditionalität). Beides ist aktuell aber nicht der Fall. Im Gegenteil, je mehr die EZB Staatsanleihen kauft und je niedriger die Staatsanleiherenditen der Euro-Länder fallen, desto geringer ist der Anreiz zu Strukturereformen. Die Begeisterung hierfür ist in den letzten beiden Jahren merklich abgeflacht. Es verwundert daher nicht, wenn viele Kritiker behaupten, dass die EZB ihr Mandat derzeit überschreitet, zumindest aber extrem dehnt.

Die EZB muss also dringend mit dem Ausstieg aus ihrer ultra-lockeren Geldpolitik beginnen. Sie muss dies behutsam

tun, denn bei einem zu schnellen Vorgehen droht die Gefahr eines abrupten Renditeanstiegs auf den Kapitalmärkten. Dieser ist angesichts der Abhängigkeit der Finanzmärkte von der „Droge“ Niedrigzins aber mit erheblichen Risiken verbunden. Umgekehrt darf die EZB aber auch nicht zu langsam agieren, denn bei einer Fortsetzung des Aufschwungs – und hiernach sieht es glücklicherweise derzeit ja aus – läuft sie Gefahr, dass sie „hinter die Kurve“ zurückfällt und die Kapitalmarktzinsen im Zuge steigender Inflationserwartungen abrupt in die Höhe schießen. Die Gefahren für die Finanzstabilität wären dann nicht minder groß.

Expansive Wirkung der Geldpolitik noch für Jahre

Ein weiteres Aufschieben einer Kurskorrektur ist also auch deshalb gefährlich. Stark expansiv wäre die Geldpolitik selbst nach Beendigung des Anleihekaufprogramms noch, denn der Leitzins wird noch geraume Zeit bei null liegen – und damit der Realzins am Geldmarkt negativ bleiben. Darüber hinaus wird der Abbau der Notenbankbilanz Jahre, wenn nicht Jahrzehnte in Anspruch nehmen. Erste Hinweise dafür, wie die Verkürzung einer stark aufgeblähten Notenbankbilanz aussehen könnte, kamen zuletzt aus den USA. Hier haben Fed-Vertreter zunächst eine Verringerung der Bilanz in Höhe von 10 Mrd. US\$ monatlich ins Spiel gebracht, die dann auf 50 Mrd. US\$ erhöht werden soll. Legt man das Vorkrisenniveau der Fed-Bilanz in Höhe von 800 Mrd. US\$ zu Grunde, so würde eine komplette Normalisierung der Bilanz, die jetzt bei 4,5 Billionen US\$ liegt, knapp sechs Jahre dauern. Voraussetzung hierfür aber ist, dass die US-Konjunktur im Tritt bleibt. Da sich der Aufschwung in den USA aber bereits im neunten Jahr befindet und damit schon sehr viel länger ist als der durchschnittliche Aufschwung, ist dies nicht zu erwarten. Eine Pause im Abbau-Prozess ist also wahrscheinlich.

Über die Wirksamkeit des Anleihekaufprogramms lässt sich streiten. Kein Zweifel dürfte aber daran bestehen, dass die damit verbundenen „Risiken und Nebenwirkungen“ (ineffiziente Allokation von Ressourcen, steigende Probleme für die finanzielle Absicherung im Alter, Blasenbildung auf den Finanzmärkten, ...) mit jedem Tag größer werden. Erste Hinweise auf ein bevorstehendes Ende der Anleihekäufe erhoffen wir uns für die Sitzung am 7. September. Leider ist dies aber nach wie vor nicht sicher. Sollte die EZB zu lange zögern und die Langfristzinsen abrupt steigen oder ihr der EuGH gar eine zu große Nähe zur Staatsfinanzierung bescheinigen, würde dies das ohnehin gesunkene Vertrauen der Bürger in die Europäische Notenbank weiter beeinträchtigen.

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

AUTOREN

Dr. Rolf Ketzler
Tel. 030 2020-5132
E-Mail: r.ketzler@gdv.de

Dr. Sven Offick
Tel. 030 2020-5136
E-Mail: s.offick@gdv.de

Dr. Klaus Wiener
Tel. 030 2020-5800
E-Mail: k.wiener@gdv.de

VERANTWORTLICH

Dr. Klaus Wiener
Chefvolkswirt
Mitglied der Geschäftsführung

PUBLIKATIONSASSISTENZ

Delia Krüger-Wolf

REDAKTIONSSCHLUSS

04.09.2017

BILDNACHWEIS

Fotolia

ALLE AUSGABEN ...

auf GDV.DE