

MAKRO UND MÄRKTE KOMPAKT⁰¹

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

№01 JUNI 2016
THEMA: **AUSWIRKUNGEN
DER NIEDRIGZINSPOLITIK**

CHEFVOLKSWIRT
Dr. Klaus Wiener

EZB – Gefangene im Korsett eines engen Inflationsziels

Trotz einer zunehmend heftiger geführten Debatte über die **Risiken und Nebenwirkungen** der Geldpolitik, hält die EZB unbeirrt an ihrem unorthodoxen Kurs fest. Selbst Maßnahmen wie „Helikoptergeld“ oder noch höhere Strafzinsen werden nicht gänzlich ausgeschlossen. Wir analysieren die Gründe für dieses Vorgehen und empfehlen die Lockerung eines Inflationsziels, das nach Einführung der Währungsunion im Jahre 2003 noch einmal geändert und damit zu eng gefasst wurde.

- ▶ Während sie in den ersten Jahren der Krise noch sehr zögerlich agierte, ist die Europäische Zentralbank (EZB) inzwischen **auf einen sehr aggressiven geldpolitischen Kurs eingeschwenkt**. Die Ausweitung der EZB-Bilanzsumme liegt mittlerweile sogar höher als in den USA, und der Einlagenzins ist negativ.
- ▶ In einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets ist daraufhin eine **intensive Diskussion** über die Risiken und Nebenwirkungen dieser Politik ausgebrochen. Besonders deutlich wurden zuletzt Belastungen für die Altersvorsorge, das Kreditangebot sowie – paradoxerweise – die Investitionstätigkeit.
- ▶ Wir sehen das größte Problem derzeit in dem sehr engen Korsett, das der EZB von der sehr engen Formulierung des Inflationsziels auferlegt wird. **Eine Rückbesinnung auf den ursprünglichen Geist**, mit dem das Inflationsziel zu Beginn der Währungsunion formuliert wurde, sollte es der EZB ermöglichen, wieder mehr Ruhe und Gelassenheit in der Geldpolitik walten zu lassen.

Nachdem die Europäische Zentralbank in den ersten Jahren der großen Finanzkrise eher restriktiv agierte – und sowohl im Jahr 2008 als auch im Jahr 2011 die Zinsen sogar leicht erhöhte – ist sie mittlerweile auf einen extrem expansiven Kurs eingeschwenkt. Der Leitzins hat die Nulllinie erreicht, und die Geschäftsbanken zahlen für Einlagen bei der EZB einen „Strafzins“ in Höhe von -0,4 %. Das Anleihekaufprogramm hat die unvorstellbare Summe von 80 Mrd. Euro pro Monat erreicht, und die Geschäftsbanken können – wohl auch zur Abfederung der Effekte aus dem negativen Einlagenzins – Refinanzierungskredite erhalten (TLTRO), deren Verzinsung bei besserer Kreditvergabe ebenfalls negativ sein kann. Bemerkenswert ist hier auch das Kriterium, mit dem eine „bessere“ Kreditvergabe definiert wird. Hierfür reicht es bereits, wenn eine Geschäftsbank das Tempo reduziert, mit dem sie die Kreditvergabe verlangsamt.

Starke Ausweitung der EZB-Bilanz

Die Konsequenzen dieser extremen Geldpolitik sind erheblich. Wird das Anleihekaufprogramm wie angekündigt bis März 2017 implementiert, dann steigt die Bilanzsumme der EZB auf knapp 40 % gemessen am BIP des Euro-Raums. Damit wird die EZB die Anleihekaufprogramme der US-Notenbank deutlich überflügeln (siehe Grafik I). Hiermit aber sind weitreichende Konsequenzen verbunden: Zum einen wird das Risiko auf der Bilanz der EZB immer größer, denn die EZB kauft nicht nur Staatsanleihen aus Euro-Mitgliedsstaaten, deren Verschuldung extrem hoch ist, sondern ab Juni auch Unternehmensanleihen. Wesentliches Merkmal von Unternehmensanleihen ist, dass sie ausfallen können – und dies im Vergleich zu Staatsanleihen auch häufiger tun. Deswegen werden sie mit einem Zinsaufschlag zu Staatsanleihen gehandelt.

Zum zweiten verringert die EZB das Angebot von sicheren und liquiden Anleihen auf den Finanzmärkten erheblich und dämpft damit das allgemeine Zinsniveau. Und da die EZB-Bilanz für Jahre aufgebläht sein wird, wird dieser Effekt sehr lange anhalten. Derzeit reinvestiert die EZB fällige Papiere aus dem Programm sogar, sodass jede weitere Ausweitung der Bilanz manifestiert wird.

Erhebliche Belastungen für die Altersvorsorge ...

Darüber hinaus sind in den letzten Wochen aber auch weitere kritische Aspekte der extrem lockeren Geldpolitik deutlicher zu Tage getreten. **So hat die Leitzinssenkung im März von 0,05 % auf 0 % aus volkswirtschaftlicher Sicht allen-**

falls noch homöopathischen Charakter. Gleichwohl fand der Zinsschnitt in der Öffentlichkeit enorme Beachtung, denn damit wurde vielen Sparern noch einmal schlagartig klar, dass sie die für das Alter angestrebten Sparziele im Nullzinsumfeld kaum noch erreichen können, ohne ihre Spartätigkeit deutlich auszuweiten. Bei einem Ansparhorizont von 30 Jahren und einem Zinsrückgang von 4 % auf 1 % muss die monatliche Sparleistung um zwei Drittel angehoben werden, damit das ursprüngliche Sparziel erreicht wird. Dies aber dürfte für viele Sparer mit Blick auf das verfügbare Einkommen nicht möglich sein, sodass in der längeren Frist Altersarmut in einem sehr viel größeren Umfang droht.

Würden umgekehrt viele Sparer dazu übergehen, ihre Spartätigkeit anzupassen, würde der private Konsum – derzeit eine wichtige Stütze für die Konjunktur – erheblich leiden. Das Ansehen der EZB als europäische Institution hat seit der Krise gelitten (siehe Grafik II). Dabei waren die geldpolitischen Maßnahmen zu Beginn der Krise wichtig, um die Volkswirtschaft zu stabilisieren und die Finanzkrise zu überwinden.

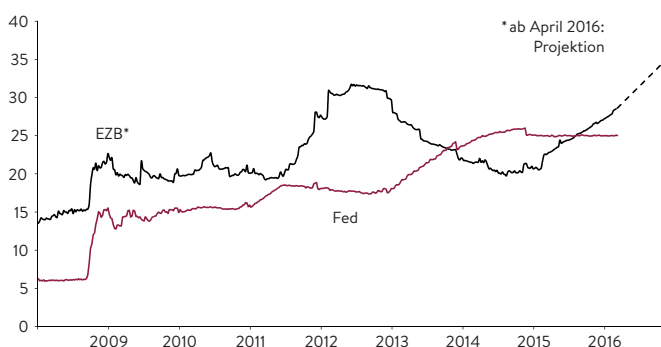
Mit der Nullzinspolitik und den immer höheren Dosen ihres Anleihekaufprogramms läuft die EZB allerdings Gefahr, dass sie erheblich mehr an Reputation verliert als ihr drohen würde, wenn sie die Inflation nicht punktgenau auf den Wert von „nahe 2 %“ bringt (mehr hierzu weiter unten). Nicht auszu-denken wäre der Reputationsverlust wohl, wenn die umstrittene quantitative Geldmengenerweiterung der EZB zu Verlusten führen würde, für die der Steuerzahler gerade stehen müsste.

... sowie für das Kreditangebot und die Investitionen

Sehr problematisch sind darüber hinaus zwei weitere Nebenwirkungen ihrer Politik. Dies sind zum einen die hohen Belastungen, die der negative Einlagenzins und die extrem flache Zinskurve für das Geschäftsmodell der Banken bedeuten. Sie wirken sich negativ auf die Bereitschaft zur Kreditvergabe aus, da sie die Zinsmarge weiter unter Druck setzen. Dies ist sicher auch ein Grund dafür, warum die Kredite der Geschäftsbanken an den Privatsektor im Euro-Raum mit 1,2 % im Vorjahresvergleich immer noch extrem verhalten steigen. Und schließlich: Auch die Unternehmen leiden unter den extrem gesunkenen Zinsen. Zwar können sie Kredite zu günstigen Konditionen aufnehmen. Sehr viel stärker belastet werden viele Unternehmen aber wegen der Nachschusspflichten, die sich aufgrund der niedrigen Zinsen für ihre Pensionsverpflichtungen ergeben.

Grafik I Bilanzsumme EZB und Fed

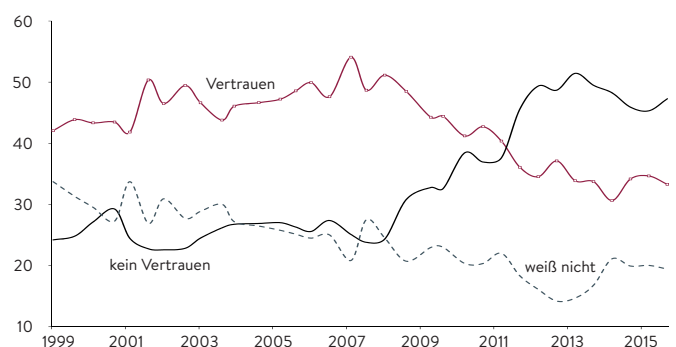
in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts



QUELLE: EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (EZB), FEDERAL RESERVE (FED), EIGENE BERECHNUNGEN

Grafik II Vertrauen in die EZB auf dem Rückzug

Angaben in %



QUELLE: VIERTELJÄHRLICHE STIMMUNGSUMFRAGE DER EUROPÄISCHEN KOMMISSION IM EURO-RAUM

In Deutschland profitieren rund 60 % der Beschäftigten von Pensionszusagen ihres Arbeitgebers. Viele dieser Verträge sehen verbindliche Zahlungen vor (sog. „defined benefits“). Um diese erfüllen zu können, müssen viele Unternehmen einen immer größeren Teil ihrer Gewinne zurücklegen. Dies aber geht zu Lasten der Investitionen, und damit dem mittelfristigen Wachstumspfad der Volkswirtschaft. Investieren die Unternehmen aber weniger und reduzieren die Haushalte ihre Konsumausgaben, läuft die EZB Gefahr, das Gegenteil von dem zu bewirken, was sie eigentlich will, nämlich höheres Wachstum und höhere Inflation.

Weniger starre Ausrichtung am engen Inflationsziel

Diese Effekte sind natürlich auch der EZB bekannt. Zudem weist sie immer wieder darauf hin, dass zur Überwindung der Wachstumsschwäche nicht die Geldpolitik, sondern vor allem Strukturreformen der Schlüssel zum Erfolg sind. Es stellt sich also die Frage, warum die EZB dennoch diesen extrem lockeren Kurs fährt. Wir meinen, dass eines der Hauptprobleme der EZB derzeit die starre Ausrichtung an einem sehr engen Inflationsziel ist.

Seit dem Jahr 2003 orientiert sich die EZB an dem – mittelfristigen – Preisstabilitätsziel von „unter, aber nahe 2 %“. Damit wurde das zuvor weiter gefasste Inflationsziel von „unter 2 %“ ersetzt. Tatsächlich liegt die Inflation im Euro-Raum etwa seit Mitte 2013 deutlich unterhalb des Ziels (siehe Grafik III). Zuletzt wurde der Abwärtstrend der Preise maßgeblich dominiert vom drastischen Fall der Energiepreise. Daneben ist die geringe Inflationsdynamik aber u. a. auch auf die notwendigen makroökonomischen Anpassungsprozesse in Teilen des Euro-Raums und den Prozess der Digitalisierung zurückzuführen.

Eine Reaktion der Geldpolitik auf diese Entwicklungen ist nicht notwendig, teilweise sind sie – wie im Falle der Preis Anpassung – sogar gewünscht. Zudem profitieren die Verbraucher im Zuge der Digitalisierung von geringeren Preisen. Kurz- bis mittelfristig erscheint eine Rückkehr zum Inflationsziel von nahe 2 % zudem unwahrscheinlich. Daher stellt sich die Frage, ob das eng definierte Preisstabilitätsziel der EZB – wie es 2003 formuliert wurde – noch angemessen ist. Wir glauben, dass die Gründe für den Strategiewechsel heute anders zu bewerten sind.

Als einer der Hauptgründe wurde seinerzeit ein Sicherheitsabstand gegen Deflationsrisiken angeführt. Mittlerweile haben empirische Studien der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich aber gezeigt, dass sinkende Preise in der Regel nicht mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung verbunden sind. Selbst für die japanische Wirtschaft, die seit längerer Zeit mit teilweise negativen Inflationsraten kämpft, lassen sich keine typischen Zweitrundeneffekte einer Deflationsspirale beobachten. Die pauschale Warnung vor Deflationsrisiken im aktuellen Umfeld der Niedriginflation erscheint uns übertrieben, vor allem da die positiven Effekte bspw. der niedrigen Ölpreise für die Konjunktur ausgeblendet werden. Statt die Inflationsrate in den Vordergrund zu stellen, sollten zur Beurteilung etwaiger Deflationsrisiken die Kerninflation, die aktuell stabil im Bereich von knapp 1 % im Vorjahresvergleich liegt, und umfragebasierte Inflationserwartungen eine größere Rolle spielen. Niedrige oder temporär negative Inflationsraten sind aber per se kein Warnsignal.

Für die Höhe des Sicherheitsabstands wird üblicherweise auf die mit der Inflation verbundenen Messprobleme verwiesen. Dabei überschätzt die ausgewiesene Inflation tendenziell die tatsächliche Preissteigerung, da bspw. Qualitätsverbesserungen unberücksichtigt bleiben. Eine hinreichende theoretische Fundierung, warum Preisstabilität nun gerade bei 2 % gegeben ist, existiert allerdings nicht. International hat sich dennoch die Zielmarke von 2 % durchgesetzt. Allerdings variiert die genaue Ausgestaltung der Zielsetzung. Das faktische Punktziel der EZB erscheint dabei grundsätzlich sehr ambitioniert, auch da eine punktgenaue Steuerung der Inflation kaum möglich sein dürfte.

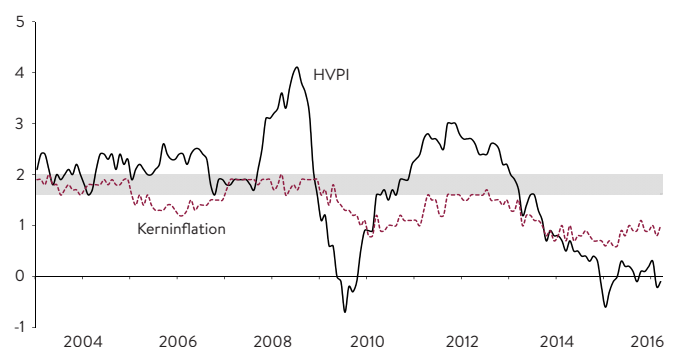
Für den Euro-Raum kommt hinzu, dass aufgrund der heterogenen Wirtschaftsleistung innerhalb des Währungsraums die Möglichkeit der „realen Abwertung“ zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit nicht von Seiten der Geldpolitik eingeschränkt werden sollte. Im Jahr 2003 dürfte diesem Argument vermutlich nicht die Bedeutung beigegeben worden sein, die es nach den Erfahrungen der „Eurokrise“ bedurft hätte. Angesichts der weiterhin andauernden Anpassungsprozesse im Euro-Raum müssen dabei ungeachtet eines übergeordneten Ziels für den Währungsraum auch niedrige bzw. rückläufige Preissteigerungsraten in einzelnen Mitgliedsländern möglich sein.

Rückkehr zum Zielkorridor

Vor diesem Hintergrund plädieren wir dafür, für die Preisstabilität wieder zu einem breiteren Zielkorridor zurückzukehren, wie er vor 2003 akzeptiert wurde. Die EZB würde damit mehr Flexibilität gewinnen und könnte bei den anstehenden geldpolitischen Entscheidungen mehr Gelassenheit an den Tag legen. Die größte Herausforderung dürfte aus unserer Sicht dabei darin liegen, diesen Strategiewechsel kommunikativ gut zu begleiten, sodass die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik nicht in Frage gestellt wird. Häufig wird darin gerade das größte Hindernis gesehen. Umgekehrt könnte eine Fixierung auf das enge Preisstabilitätsziel eine starre Fortsetzung des zuletzt heftig kritisierten geldpolitischen Kurses befördern. Zudem hat der Euro-Raum in den letzten Jahren eine Reihe von Veränderungen seines wirtschaftspolitischen Rahmens erlebt – ohne dabei Vertrauen einzubüßen. Mit dem demografischen Wandel und der Globalisierung erleben wir zudem Veränderungen, die für eine regelmäßige Überprüfung des EZB-Preisstabilitätsziels sprechen.

Grafik III Inflationsraten im Euro-Raum

Angaben in %



UNTERSTELLTER ZIELKORRIDOR IST GRAU UNTERLEGT; QUELLE: EUROSTAT

Tabelle I

Wachstum und Inflation

	WACHSTUM						INFLATION					
	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*
Industrieländer	1,2	1,2	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	1,4	1,4	0,3	0,7	1,5
USA	2,2	1,5	2,4	2,4	2,4	2,5	2,1	1,5	1,6	0,1	0,8	1,5
Euroraum	-0,9	-0,3	0,9	1,6	1,5	1,6	2,5	1,3	0,4	0,0	0,4	1,1
Deutschland	0,6	0,4	1,6	1,5	1,5	1,6	2,1	1,6	0,8	0,1	0,5	1,4
Frankreich	0,2	0,7	0,2	1,1	1,1	1,3	2,2	1,0	0,6	0,1	0,4	1,1
Italien	-2,8	-1,7	-0,3	0,8	1,0	1,1	3,3	1,2	0,2	0,1	0,2	0,7
Spanien	-2,6	-1,7	1,4	3,2	2,6	2,3	2,4	1,4	-0,1	-0,5	-0,4	1,0
Vereinigtes Königreich	1,2	2,2	2,9	2,2	1,9	2,2	2,8	2,6	1,5	0,1	0,8	1,9
Japan	1,7	1,4	0,0	0,5	0,5	-0,1	0,0	0,4	2,7	0,8	-0,2	1,2
Schwellen- und Entwicklungsländer	5,3	4,9	4,6	4,0	4,1	4,6	5,8	5,5	4,7	4,7	4,5	4,2
China	7,7	7,7	7,3	6,9	6,5	6,2	2,6	2,6	2,0	1,4	1,8	2,0
Indien	5,6	6,6	7,2	7,3	7,5	7,5	9,9	9,4	5,9	4,9	5,3	5,3
Lateinamerika	3,2	3,0	1,3	-0,1	-0,5	1,5	4,6	4,6	4,9	5,5	5,7	4,3

* PROGNOSEN QUELLE: IWF

Tabelle II

Entwicklung Finanzmärkte

		2013	2014	2015	März 2016	Aktuell ¹
Anleihemärkte Staatsanleihen	Eurozone	2,1 %	0,9 %	0,8 %	0,5 %	0,6 %
	USA	1,6 %	1,5 %	1,7 %	1,3 %	1,4 %
Unternehmensanleihen	EUR					
	Investment Grade	1,9 %	1,0 %	1,2 %	0,8 %	0,8 %
	High Yield	4,0 %	4,1 %	5,4 %	5,0 %	4,2 %
	USD					
	Investment Grade	3,3 %	3,1 %	3,6 %	3,2 %	3,1 %
	High Yield	5,9 %	7,0 %	9,0 %	8,5 %	7,7 %
Gedechte Anleihen	EUR Covered	1,6 %	0,5 %	0,5 %	0,2 %	0,2 %
Aktienmärkte	MSCI World	27,4 %	5,5 %	-0,3 %	-0,2 %	2,3 %
	MSCI World EUR	21,9 %	20,1 %	11,0 %	-4,9 %	-1,7 %
	MSCI Europe	20,5 %	7,4 %	8,8 %	-6,9 %	-3,2 %
	DAX	25,5 %	2,7 %	9,6 %	-7,2 %	-4,1 %
	S&P	32,4 %	13,7 %	1,4 %	1,3 %	3,2 %
	Dow Jones	29,7 %	10,0 %	0,2 %	2,2 %	4,4 %

DIE TABELLE ZEIGT JEWEILS DEN PERIODENERTRAG DER ASSETKLASSE (PREISVERÄNDERUNG PLUS COUPON BZW. DIVIDENDE), AKTUELL: 28.04.2016
1 ANLEIHEN: AKTUELLE RENDITE P. A.; AKTIEN: GESAMTERTRAG; QUELLE: BLOOMBERG

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
Chefvolkswirt
Mitglied der Geschäftsführung

AUTOREN

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

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

PUBLIKATIONSASSISTENZ

Cathleen Hickstein
Delia Krüger-Wolf

REDAKTIONSSCHLUSS

20.05.2016