

# STRUKTURELLE ANPASSUNG UND GELDPOLITISCHE LOCKERUNG IM EURO-RAUM

## **I. Einleitung**

## **II. Anzeichen konvergierender Entwicklungen in den Mitgliedstaaten**

## **III. Weitere Entspannung trotz OMT-Kritik des Bundesverfassungsgerichtes**

## **IV. Massive geldpolitische Lockerung durch die EZB**

1. Zinssenkungen und quantitative Lockerung
2. Einordnung der Maßnahmen anhand geldpolitischer Regeln
3. Zwischenfazit

## **V. Risiken niedriger Inflation und vorbeugende geldpolitische Lockerung**

1. Inflationsentwicklung und -prognosen
2. Risiken längerfristig niedriger Inflationsraten
3. Vorbeugende geldpolitische Lockerung
4. Zwischenfazit

## **VI. Risiken für eine nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung**

1. Geldpolitik, Kreditentwicklung und Vermögenspreise
2. Mögliche Fehlentwicklungen: Vor der Krise und aktuell
3. Risiken für eine nachhaltige Wirtschaftspolitik

## **VII. Fazit: Risikoabwägung spricht derzeit gegen weitere Lockerung**

## **Eine andere Meinung**

## **Literatur**

## DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

### Ausgangslage

Die Anpassungsprozesse im Euro-Raum sind weiter vorangeschritten. In Irland, Portugal und Spanien hat sich die Wirtschaftslage sichtlich verbessert, aber auch Griechenland ist wettbewerbsfähiger geworden. Diese erfreulichen Entwicklungen sind nicht nur Folge der Ankündigung der Europäischen Zentralbank (EZB), notfalls umfangreiche Staatsanleihekäufe im Rahmen der Outright Monetary Transactions (OMT) zu tätigen. Sie sind zudem Ausdruck struktureller Reformen und der eingeleiteten Konsolidierung der öffentlichen Haushalte. Die Krise im Euro-Raum ist jedoch nicht überwunden. So hat Italien die Entspannung auf den Finanzmärkten nicht für konsequente Reformen und wachstumsfreundliche Konsolidierungsmaßnahmen genutzt.

Gleichzeitig ist die Inflation im Euro-Raum deutlich zurückgegangen, teils aufgrund der fallenden Energiepreise und der Aufwertung des Euro seit Mitte 2012, teils aufgrund der weiterhin schwachen Kapazitätsauslastung. Vor diesem Hintergrund hat die EZB seit Juni 2014 den Leitzins auf nahe Null gesenkt und umfangreiche quantitative Lockerungsmaßnahmen eingeleitet, um die Kreditvergabe der Banken anzuregen und die EZB-Bilanz auszuweiten.

### Vorbeugende Deflationsbekämpfung

Die Zinssenkung bedeutet für sich genommen eine ähnliche oder sogar etwas stärkere Reaktion der EZB auf Inflations- und Wachstumsprognosen als in der Vergangenheit. Im Vergleich zu einer einfachen Zinsregel wie der Taylor-Regel fällt sie ebenfalls etwas stärker aus. Somit lassen sich die quantitativen Maßnahmen zur Kreditvergabe als eine zusätzliche Lockerung einordnen, mit der dem Risiko einer anhaltenden Deflation vorgebeugt werden soll.

Diese Politik birgt allerdings Gefahren für die langfristige wirtschaftliche Entwicklung des Euro-Raums. Zum einen wird der Finanzsektor durch niedrige Zinsen dazu verleitet, zu hohe Risiken einzugehen. Zum anderen könnten die EZB-Aufkaufprogramme dazu führen, dass Regierungen ihre Reform- und Konsolidierungsmaßnahmen erneut verschieben. Diese Risiken gilt es zusammen mit dem Deflationsrisiko abzuwägen.

### Bewertung

Nach Einschätzung des Sachverständigenrates stehen dem gegenwärtig verhältnismäßig geringen Deflationsrisiko ebenfalls moderate, aber nicht zu vernachlässigende Risiken für die längerfristige wirtschaftliche Entwicklung gegenüber. Deshalb sollte die EZB eine weitere massive Ausweitung ihrer Bilanz vermeiden, so lange das Eintreten einer Deflation im Euro-Raum weder beobachtet noch prognostiziert wird. Mitgliedstaaten wie Italien und Frankreich können mit einer konsequenten Reform- und Konsolidierungspolitik zu einer dauerhaften Verbesserung der Wirtschaftslage beitragen. Die Bundesregierung sollte sich deshalb verstärkt für eine solche Politik einsetzen – und selbst mit gutem Beispiel vorangehen.

## I. EINLEITUNG

215. Seit dem Jahr 2012 ist eine Entspannung an den Finanzmärkten eingetreten; zugleich hat sich die wirtschaftliche Lage in den Krisenländern verbessert. Diese Verbesserung beruht teils auf den geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB), teils auf der Konsolidierungs- und Reformpolitik der Krisenländer sowie auf den beschlossenen Reformen des institutionellen Rahmens der Währungsunion, ohne dass sich der jeweilige Beitrag der verschiedenen Maßnahmen präzise abschätzen ließe. **Die Krise im Euro-Raum ist gleichwohl nicht überwunden.** Denn die geldpolitischen Maßnahmen können weder die staatlichen oder die privaten Finanzen nachhaltig sichern noch dauerhaft höhere Wachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts herbeiführen. Entscheidend sind die Konsolidierungs- und Reformanstrengungen der nationalen Regierungen und ein konsistenter Ordnungsrahmen für die Währungsunion (JG 2012 Ziffern 173 ff.; JG 2013 Ziffern 269 ff.).
216. Erfreulicherweise haben sich die strukturellen Anpassungsprozesse in den meisten Krisenländern des Euro-Raums in den Jahren 2013 und 2014 fortgesetzt. **Die Anzeichen konvergierender Entwicklungen** deuten darauf hin, dass die Verbesserung der Lage nicht allein von der Ankündigung der EZB getrieben wurde, notfalls umfangreiche Staatsanleihekäufe im Rahmen von Outright Monetary Transactions (OMT) zu tätigen. Die **Kritik des Bundesverfassungsgerichtes am OMT-Programm** hat keine höheren Zinsaufschläge ausgelöst.

Es wäre sinnvoll gewesen, wenn die bislang nicht durch ein Anpassungsprogramm dazu angehaltenen Mitgliedstaaten, allen voran Frankreich und Italien, konsequent ihre Bemühungen um Strukturreformen und die Konsolidierung ihrer Haushalte verstärkt hätten, um die wirtschaftliche Erholung zu festigen. Die Geldpolitik hat den Mitgliedstaaten Zeit verschafft, die einige unzureichend genutzt haben.

Seit Juni 2014 hat die EZB neue Maßnahmen ergriffen, die zu einer **massiven Lockerung der Geldpolitik** führen sollen. Sie will damit den Risiken niedriger Inflationsraten im Euro-Raum vorbeugen. Dazu gehört insbesondere die **Gefahr einer Deflation** (Issing, 2003; EZB, 2003). Diese geldpolitische Lockerung ist allerdings nicht ohne Zielkonflikte. Sie birgt **Risiken für die Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung**. Zum einen setzt sie Anreize für den Finanzsektor, die zu einer gesteigerten Risikoübernahme und zu Fehlallokationen von Investitionen beitragen könnten; zum anderen dürfte sie Regierungen anregen, nötige Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen erneut hinauszuschieben.

## II. ANZEICHEN KONVERGIERENDER ENTWICKLUNGEN IN DEN MITGLIEDSTAATEN

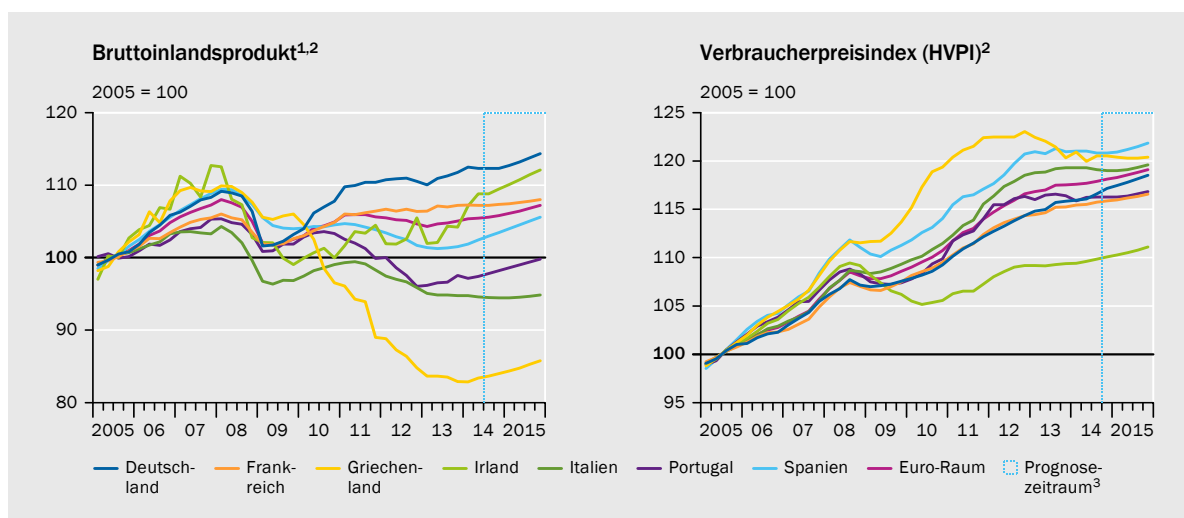
217. Mit dem Eintritt in die Europäische Währungsunion (EWU) haben die Mitgliedstaaten darauf verzichtet, eine Geldpolitik zu betreiben, die sich an nationalen Gegebenheiten orientiert. Divergierende makroökonomische Entwicklungen können zudem nicht mehr über Wechselkursänderungen abgefedert werden. Stattdessen kommt es dann zur Ausprägung größerer Unterschiede bei Löhnen und Preisen oder bei Arbeit und Produktion. Ein Vergleich der **Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts** in verschiedenen Mitgliedstaaten zeigt, wie sehr sich die Wirtschaftsleistung seit dem Jahr 2005 auseinander entwickelt hat. [ABBILDUNG 33 LINKS](#) Während das deutsche Bruttoinlandsprodukt mittlerweile bereits 12 % über dem Niveau des Jahres 2005 liegt, verharrt Italien noch bei etwa 5 % unter dem Niveau des Basisjahres. Griechenland liegt sogar knapp 17 % darunter. Unter den von der Krise besonders betroffenen Ländern weisen Irland, Spanien und Portugal in jüngster Zeit wieder einen deutlichen Aufwärtstrend in der Wirtschaftsleistung auf. Ihre Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts liefern erste Anzeichen für eine konvergierende Entwicklung. In Spanien und Portugal expandierte das Bruttoinlandsprodukt auch im 2. Vierteljahr 2014.

Die **Arbeitslosigkeit** in den Krisenländern ist zwar weiterhin sehr hoch, geht aber seit Sommer 2013 sichtbar zurück. In Irland sank die Arbeitslosenquote von 13,9 % im Mai 2013 auf 11,4 % im August 2014, in Portugal von 16,9 % auf 14,0 % und in Spanien von 26,2 % auf 24,4 %. In Italien stagniert sie auf einem hohen Niveau zwischen 12,6 % beziehungsweise 12,3 %.

218. Bei den **Konsumentenpreisen** zeigt sich für die Mitgliedstaaten, die vor der Krise relativ hohe Inflationsraten aufwiesen, seither eher ein geringerer Preisanstieg. Besonders deutlich ist die Verlangsamung des Preisanstiegs zuletzt in

▸ ABBILDUNG 33

**Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums**



1 – Reale Werte. Soweit verfügbar, Werte nach ESVG 2010, ansonsten nach ESVG 95. 2 – Saison- und kalenderbereinigt.  
3 – Prognose des Sachverständigenrates.

Quelle für Grundzahlen: Eurostat

**Daten zur Abbildung**

SVR-14-146

Spanien, Portugal und Italien. In Griechenland ging das Preisniveau seit dem Jahr 2012 sogar zurück. Zwischen den Jahren 2009 und 2012 hatte der Preisanstieg dort noch über 10 % gelegen, teilweise bedingt durch eine Mehrwertsteuererhöhung um 4 Prozentpunkte. In Irland fiel der kumulierte Preisanstieg am geringsten aus, bei jedoch stets positiven Inflationsraten seit dem Jahr 2010.

Dies ist eine deutliche Umkehr gegenüber der Entwicklung vor der Krise. Mit dieser konvergierenden Entwicklung gewinnen die Krisenländer an (preislicher) Wettbewerbsfähigkeit. Während die Inflationsrate in Deutschland vor der Krise eher am unteren Rand der Bandbreite im Euro-Raum lag, bewegte sie sich seither an den oberen Rand. Die kumulierte Zunahme des deutschen Preisindex liegt jedoch noch im Mittelfeld der betrachteten Länder. [↘ ABBILDUNG 33 RECHTS](#)

219. Die Inflationsraten in den Krisenländern wurden insbesondere durch Lohnanpassungen beeinflusst. Die Arbeitnehmerentgelte waren in diesen Ländern im Vergleich zum Rest des Euro-Raums bis Mitte des Jahres 2008 deutlich stärker gestiegen. [↘ ABBILDUNG 34 OBEN LINKS](#) Vor allem Irland, Griechenland und Spanien verzeichneten damals starke Lohnzuwächse. Hingegen waren die Lohnkosten in Deutschland bis dahin leicht rückläufig. Seit dem Jahr 2009 schließt sich diese Lücke allmählich. Ein besonders starker Rückgang der Löhne je Arbeitnehmer ist in Irland und Griechenland zu sehen. Insgesamt deuten die Entwicklungen in den Krisenländern auf eine deutliche Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit hin.

Zur Beurteilung der internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit wird der reale (effektive) Wechselkurs herangezogen. Zur Berechnung dieses Maßes dienen die Lohnstückkosten, die Verbraucherpreise und der Deflator des Bruttoinlandsprodukts. Unabhängig vom verwendeten Preisindex weisen insbesondere Griechenland, Irland und Spanien eine Verbesserung ihrer **preislichen Wettbewerbsfähigkeit** auf. Portugal hingegen verzeichnet nur eine leichte Verbesserung. Zudem verringert sich die Diskrepanz zwischen Deutschland und den Krisenländern schrittweise seit dem Jahr 2009. Dabei dürfte die reale Aufwertung in Deutschland auf relativ stärker steigende Lohnstückkosten und Güterpreise zurückzuführen sein (JG 2013 Ziffer 93).

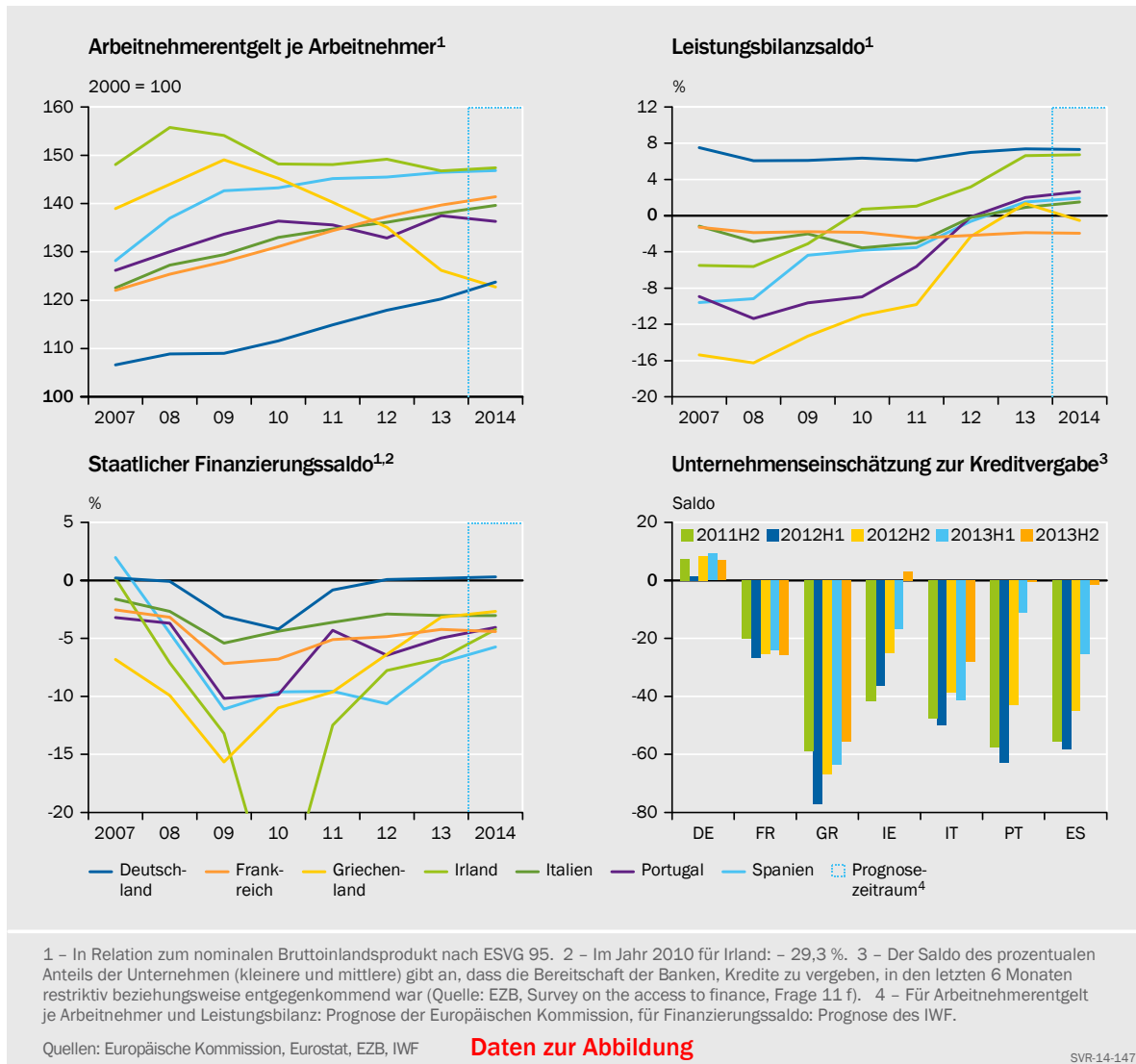
220. Die verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit in den Krisenländern des Euro-Raums spiegelt sich in einer gesteigerten Profitabilität des Exportsektors wider. Damit ein Land international wettbewerbsfähig wird, ist es von Vorteil, wenn die Produktionskosten im Exportsektor sinken. Die Produktionskosten hängen aber wesentlich von den Lohnstückkosten ab.

Eine stärkere Wettbewerbsposition leistet zudem einen wichtigen Beitrag zur Verbesserung der **Leistungsbilanzsalden** der Krisenländer. [↘ ABBILDUNG 34 OBEN RECHTS](#) Im Jahr 2013 erzielten Portugal, Irland, Griechenland, Spanien und Italien Leistungsbilanzüberschüsse. Zum Teil ist diese Entwicklung auf sinkende Importe zurückzuführen; vor allem die schwache Konjunktur sowie die Konsolidierungsmaßnahmen haben die Importnachfrage reduziert. Doch auch eine Erhöhung der Exporte hat dazu beigetragen. Griechenland, Irland, Portugal und Spanien verzeichneten positive Wachstumsbeiträge der Exporte. Die Leistungs-



▽ **ABBILDUNG 34**

**Kennziffern zu den strukturellen Anpassungsprozessen in ausgewählten Mitgliedstaaten des Euro-Raums**



bilanzverbesserungen beruhen dort demnach nicht lediglich auf konjunkturellen Entwicklungen, sondern auch auf strukturellen Anpassungen.

- 221.** Staatliche Konsolidierungsmaßnahmen haben trotz schwacher Wirtschaftsleistung zu einem deutlichen Rückgang der **öffentlichen Finanzierungssalden** in Relation zum Bruttoinlandsprodukt geführt. ▽ **ABBILDUNG 34 UNTEN LINKS** Die öffentlichen Haushalte in den Krisenländern wurden dabei seit dem Jahr 2012 durch den Rückgang der Schuldzinsen begünstigt. In Irland verbesserte sich der Finanzierungssaldo von -29 % im Jahr 2010 auf -7 % im Jahr 2013, in Griechenland von -11 % auf -3 %, in Portugal von -10 % auf -5 % und in Spanien von -10 % auf -7 %.

Diese erfolgreichen öffentlichen Konsolidierungsbemühungen spiegeln sich zudem in den **Primärsalden** wider. Seit dem Jahr 2013 weist Griechenland einen positiven Primärsaldo aus. In Irland, Portugal und Spanien haben sich die Primärsalden innerhalb der vergangenen Jahre schrittweise verbessert. Im Jahr 2014 dürften sich die Konsolidierungsbemühungen im Euro-Raum jedoch deutlich abschwächen. ▽ **ZIFFER 90** Aufgrund des schwachen Wirtschaftswachstums

und der nach wie vor vorhandenen Defizite führen die Verbesserungen im Staatshaushalt derzeit nicht zu einem Rückgang der Schuldenstände relativ zum Bruttoinlandsprodukt.

222. Die **private Kreditvergabe** bleibt in vielen Ländern des Euro-Raums verhalten. Doch es gibt Anzeichen für eine Aufhellung. Die Neuvergabe von Buchkrediten an den nichtfinanziellen Sektor ist zwar noch rückläufig, jedoch nahm der Rückgang im Zuge der konjunkturellen Erholung in einigen Ländern des Euro-Raums seit Mitte 2013 sukzessive ab. Diese Entwicklung zeigt sich ebenfalls bei der Unternehmenseinschätzung zur Bereitschaft der Banken, Kredite zu vergeben. Der Anteil der kleinen und mittelgroßen Unternehmen, die über eine Verschärfung der Kreditbedingungen innerhalb der vergangenen sechs Monate berichten, hatte sich im Sog der Finanzkrise in den meisten Ländern erhöht. Seit dem Jahr 2012 ist eine schrittweise Verbesserung in den Kreditrestriktionen (Nettoeffekt: Anstieg des Anteils mit verbesserten Bedingungen abzüglich des Anstiegs des Anteils mit restriktiveren Bedingungen) zu beobachten, insbesondere für Spanien, Portugal, Irland, Italien und Griechenland. [↘ ABBILDUNG 34 UNTEN RECHTS](#)

Für Deutschland und Frankreich haben sich die Kreditbedingungen innerhalb der vergangenen zwei Jahre nicht wesentlich verändert. Im Vergleich zu Deutschland sind die Kreditbedingungen in Frankreich jedoch restriktiver. Rund 35 % der Unternehmen in Frankreich berichten über einen erschwerten Zugang zu Krediten, während 10 % der Unternehmen verbesserte Kreditbedingungen angeben.

Die **Finanzierungskosten** sind noch recht unterschiedlich. Vor allem Griechenland und Portugal weisen Zinssätze für ausstehende Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen (alle Laufzeiten, alle Volumina) auf, die deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Raums liegen; in Griechenland und Portugal um 2,3 beziehungsweise 0,9 Prozentpunkte. In Italien und Spanien sind es noch 0,5 beziehungsweise 0,2 Prozentpunkte. Frankreich und Deutschland liegen hingegen unterhalb des Euro-Raum-Durchschnitts von 3,2 %, mit Zinsniveaus von 2,6 % beziehungsweise 3,0 %.

### Zwischenfazit

223. Die Maßnahmen zur Wiedergewinnung der Wettbewerbsfähigkeit und zur Konsolidierung der Haushalte in den Krisenländern zeigen Früchte. In Irland, Portugal und Spanien hat sich die Wirtschaftslage deutlich verbessert. Griechenland hat den tiefsten Einbruch erlebt, ist aber sichtlich wettbewerbsfähiger geworden. Italien hat hingegen überwiegend mit Steuererhöhungen den Staatshaushalt stabilisiert (JG 2013 Ziffer 240). Die Wirtschaftsleistung war dort im ersten Halbjahr 2014 rückläufig. Die Anzeichen konvergierender Entwicklungen in den Programmländern legen nahe, dass die Programme der European Financial Stability Facility (EFSF) und des European Stability Mechanism (ESM) wie beabsichtigt wirken und die verbesserte Wirtschaftslage nicht allein auf die Ankündigung des OMT-Programms zurückzuführen ist.

### III. WEITERE ENTSPANNUNG TROTZ OMT-KRITIK DES BUNDESVERFASSUNGSGERICHTES

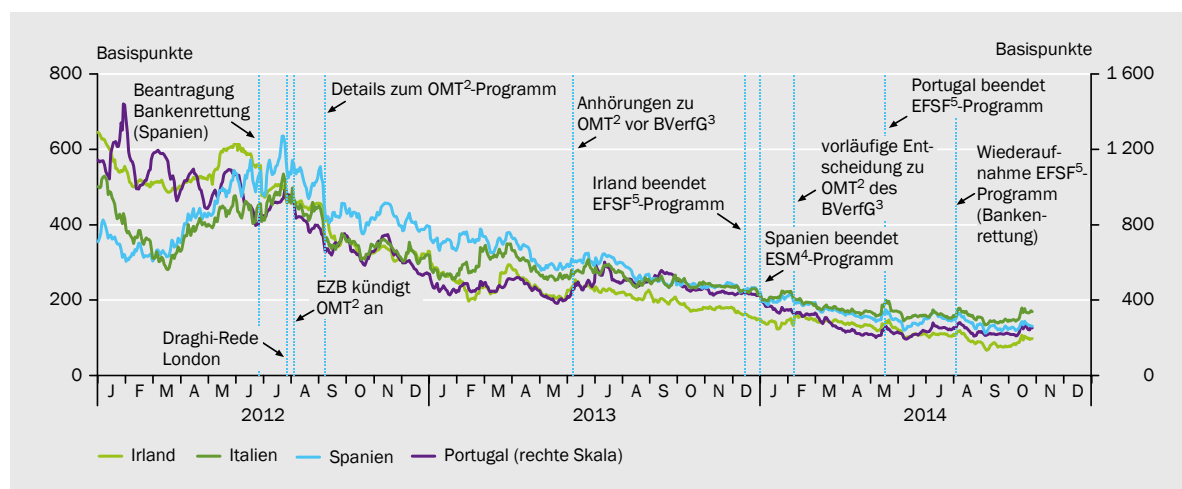
224. Als EZB-Präsident Draghi in der EZB-Pressekonferenz im Juni 2013 zu den laufenden Anhörungen des Bundesverfassungsgerichtes zu den OMT befragt wurde, beschrieb er die **OMT-Ankündigung** als die vermutlich erfolgreichste geldpolitische Maßnahme der neueren Zeit: Sie habe Stabilität gebracht – nicht nur für die Finanzmärkte in Europa, sondern für die Märkte weltweit. In der Tat waren die Zinsaufschläge für Staatsanleihen seit Mitte des Jahres 2012 drastisch zurückgegangen. Für spanische und italienische Staatsanleihen markierte der Sommer 2012 die Trendwende. ↘ **ABBILDUNG 35** Irische und portugiesische Zinsen waren bereits seit Mitte 2011 beziehungsweise Frühjahr 2012 gefallen.

Eine **empirische Untersuchung** von Altavilla et al. (2014) kommt zu dem Ergebnis, dass die Ankündigung des OMT-Programms die Renditen zweijähriger spanischer und italienischer Staatsanleihen um etwa zwei Prozentpunkte reduziert hat, während sie die deutschen und französischen Renditen unberührt ließ. Diese Schätzung beruht auf einer Ereignisstudie, die die jeweilige Informationslage der Marktteilnehmer anhand eines umfangreichen Datensatzes abbildet. In einem zweiten Schritt schätzen die Autoren mittels einer Vektorautoregression (VAR), dass das Bruttoinlandsprodukt in Spanien und Italien ohne die OMT-Ankündigung um etwa 2,0 % beziehungsweise 1,5 % geringer ausgefallen wäre. Allerdings erscheint diese Schlussfolgerung etwas gewagt. Zum einen würde eine solche kontrafaktische Analyse den Einsatz eines strukturellen makroökonomischen Modells erfordern. Zum anderen kam es zeitgleich zu einer Reihe von Reformen und Strukturveränderungen in Spanien.

225. Die EZB hatte die OMT damit begründet, dass die außergewöhnlich **hohen Risikoprämien für Staatsanleihen** die Transmission der Geldpolitik in mehre-

↘ **ABBILDUNG 35**

**Zinsaufschläge für 10-jährige Staatsanleihen im Vergleich zu Deutschland<sup>1</sup>**



1 – Differenz der Rendite für Staatsanleihen des jeweiligen Landes gegenüber deutschen Staatsanleihen. 2 – Outright Monetary Transactions. 3 – Bundesverfassungsgericht. 4 – European Stability Mechanism. 5 – European Financial Stability Facility.

Quelle: Thomson Financial Datastream



ren Mitgliedstaaten behindert hätten. Insbesondere wollte sie der Befürchtung entgegenzutreten, diese Länder könnten den Euro-Raum verlassen und neue nationale Währungen einführen. Sie knüpfte dieses Staatsanleihekaufprogramm an die Bedingung, dass das betreffende Land zumindest einen Antrag auf ein vorsorgliches Programm beim ESM in Form einer Enhanced Conditions Credit Line stellen müsse. Damit würde es einer expliziten makroökonomischen Konditionalität unterliegen. In diesem Fall könnte die EZB Anleihen aufkaufen, um Risikoaufschläge zu reduzieren. Sie wäre somit bereit, Verluste zu tragen, die bei einem möglichen zukünftigen Schuldenschnitt oder Austritt aus dem Euro-Raum auftreten würden.

226. Am 7. Februar 2014 gab das deutsche **Bundesverfassungsgericht (BVerfG)** bekannt, dass nach seiner Einschätzung der OMT-Beschluss der EZB über ihr Mandat für die Währungspolitik hinausgehe. [↘ KASTEN 11](#) Diese Nachricht zog – für viele Beobachter überraschend – keinen Anstieg der Risikoaufschläge an den Staatsanleihemärkten nach sich. Anfänglich könnten Marktteilnehmer aus der Vorlage mehrerer Fragen zur Vorabentscheidung durch den Europäischen Gerichtshof (EuGH) zwar geschlossen haben, dass der EuGH letztendlich die Vereinbarkeit der OMT mit dem Primärrecht attestieren würde. Doch schnell wiesen Kommentatoren darauf hin, dass sich das Bundesverfassungsgericht ein endgültiges Urteil vorbehalte (Thiele, 2014), und erklärten das OMT-Programm für „effektiv tot“ (Fratzcher, 2014). Trotzdem gingen die Zinsaufschläge weiter zurück.

[↘ KASTEN 11](#)

**Eckpunkte der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichtes**

Bei der Stellungnahme des BVerfG vom 7. Februar 2014 handelt es sich um eine vorläufige Entscheidung, da erstmals wesentliche Fragen an den EuGH weitergeleitet wurden. Dabei hat das BVerfG keine Eilentscheidung beantragt. Deshalb muss nicht mit einer zügigen Antwort durch den EuGH gerechnet werden. Das BVerfG hat bereits seine Einschätzung klar geäußert. „Nach Auffassung des Senats sprechen gewichtige Gründe dafür, dass er [der OMT-Beschluss] über das Mandat der EZB für die Währungspolitik hinausgeht und damit in die Zuständigkeit der Mitgliedstaaten [Wirtschaftspolitik] übergreift sowie gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung verstößt“ (Bundesverfassungsgericht, 2014).

Die Zuständigkeit der EZB beschränkt sich auf die Währungspolitik und nur nachrangig auf die allgemeine Wirtschaftspolitik. Letztere liegt vor allem in den Händen der Mitgliedstaaten. Das BVerfG klassifiziert das OMT-Programm als „überwiegend wirtschaftspolitische Maßnahme“ und führt folgende drei Gründe an: (1) die Selektivität der Käufe, (2) die Parallelität (Konditionalität) der OMT mit Hilfsprogrammen der EFSF oder des ESM und (3) das Risiko, die Zielsetzung und Auflagen von EFSF und ESM zu unterlaufen, da die OMT bereits bei einem vorsorglichen ESM-Programm mit milderer Auflagen als einem vollständigen Programm und in unbegrenztem Umfang eingesetzt werden können. Damit müssten die OMT als „ultra vires“, das heißt als ein ausbrechender Rechtsakt angesehen werden, der außerhalb der Kompetenzen liegt, die an die Europäische Union und die EZB mit den EU-Verträgen übertragen wurden.

Zudem verstößt das OMT-Programm nach Ansicht des BVerfG gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung. Neben den Hinweisen für die Argumentation zur Unterstützung der Wirtschaftspolitik werden noch folgende Anhaltspunkte genannt: (i) die Bereitschaft zur Beteiligung an einem möglichen Schuldenschnitt und das erhöhte Risiko, dass es bei den erworbenen Staatsanleih-

en zu einem Schuldenschnitt kommen könnte, (ii) die Tatsache, dass es sich um einen Eingriff in die Preisbildung am Markt handelt, durch den Marktteilnehmer zum Erwerb der Staatsanleihen am Primärmarkt ermutigt werden, und (iii) die Möglichkeit, die erworbenen Anleihen bis zur Endfälligkeit zu halten.

Trotz dieser erheblichen Vorbehalte hat das BVerfG drei Kriterien aufgestellt, unter denen das Programm möglicherweise doch nicht zu beanstanden wäre: (1) Ein Schuldenschnitt auf gekaufte Anleihen muss ausgeschlossen werden. (2) Staatsanleihen einzelner Staaten dürfen nicht in unbegrenzter Höhe angekauft werden. (3) Eingriffe in die Preisbildung am Markt müssen möglichst vermieden werden. Das Gericht schloss aus Aussagen der EZB-Vertreter bei der Anhörung im Juni 2013, dass die Ziele der OMT innerhalb solcher Grenzen erreicht werden könnten.

## Mögliche Entscheidungen des EuGH und Reaktionen des BVerfG

227. Da das BVerfG zum ersten Mal in seiner Geschichte einen Sachverhalt dem EuGH vorgelegt hat, liegt es nun an diesem, das OMT-Programm zu bewerten. Das BVerfG hat deutlich gemacht, unter welchen Umständen OMT-Anleihekäufe nach seiner Ansicht doch verfassungskonform wären. Der EuGH wird diese Punkte diskutieren müssen. Es ist zwar möglich, dass der EuGH dem BVerfG widerspricht und die Vereinbarkeit der OMT in der vorliegenden Form mit dem EU-Primärrecht attestiert. Das BVerfG behält sich jedoch vor, ein abschließendes Urteil zu fällen. Würde es dann eine Kompetenzüberschreitung der EZB (einen Ultra-vires-Akt) feststellen, entstünde ein **rechtlicher Konflikt** zwischen der europäischen (EZB, EuGH) und der nationalen Ebene (Deutsche Bundesbank, Bundesregierung, BVerfG), der auf dem Rechtsweg nicht aufzulösen wäre.

Auf Seiten der Bundesregierung könnte ein Urteil des BVerfG **Handlungspflichten** auslösen, die Kompetenzüberschreitung nachträglich durch Änderung des Primärrechts zu legitimieren oder sie mit rechtlichen oder politischen Mitteln zu unterbinden. Wenigstens müsste sich die Bundesregierung bemühen, die Auswirkung des OMT-Beschlusses im Inland zu begrenzen. Die Deutsche Bundesbank könnte aufgefordert werden, sich nicht an Käufen im Rahmen des OMT-Programms zu beteiligen. Zudem dürfte es schwierig werden, für zukünftige Anträge auf ESM-Hilfen eine Mehrheit im Bundestag zu finden, wenn dadurch das OMT-Programm aktiviert würde. Die EZB wiederum könnte die Deutsche Bundesbank vor dem EuGH verklagen, wenn sie die Umsetzung der OMT nicht ausreichend unterstützen würde.

228. Es läge im Interesse beider Gerichte, einen solchen Konflikt zu vermeiden. Eine Reihe von **Kompromissvarianten** wäre möglich (Siekman und Wieland, 2014). Der EuGH könnte den bereits vom BVerfG formulierten Einschränkungen ganz oder teilweise zustimmen und von der EZB eine entsprechende Klärung verlangen. Insbesondere könnte der EuGH in denjenigen Punkten Zugeständnisse machen, die aus seiner Sicht die Wirksamkeit des OMT-Programms am wenigsten einschränken. Hierzu würde zum Beispiel die Aufforderung an die EZB ergehen, die Stillhaltefrist von Primärmarktmissionen zu konkretisieren. Dies würde die Wirkung der OMT nicht entscheidend verändern. Zudem könnte eine weitere Präzisierung und Beschränkung der Höhe der Käufe gefordert wer-

den. Zwar würde dies die Effektivität der OMT möglicherweise reduzieren, jedoch hat die EZB bereits bei der Einführung eine Begrenzung der Käufe auf Anleihen mit ein- bis dreijähriger Restlaufzeit angekündigt. Somit bestünde ein großer Spielraum für Präzisierungen, die immer noch umfangreiche Käufe erlauben würden.

229. Eine einschneidende Beschränkung würde sich insbesondere dann ergeben, wenn die EZB ähnlich wie bei ihrem ersten Staatsanleihekaufprogramm, dem Securities Markets Programme (SMP), eine **Übernahme von Verlusten** bei einem erzwungenen Schuldenschnitt ausschließen würde. Im Fall des Schuldenschnitts für griechische Staatsanleihen im März 2012 bestand die EZB auf einem Umtausch der Anleihen in ihrem Besitz, um sich diesen Verlusten zu entziehen. Unter solchen Umständen dürfte der Ankauf der EZB einen stark verminderten Effekt auf die Zinsaufschläge haben, da das Verlustrisiko bei den privaten Investoren bleibt. Die Wirkung der OMT wäre damit beschränkt. Im Falle eines Landes, das absehbar auf einen Schuldenschnitt zusteuert, könnten derartige EZB-Aufkäufe sogar zu höheren Zinsaufschlägen führen, da sie das Verlustrisiko der verbleibenden privaten Investoren erhöhen. Dann wären die OMT kontraproduktiv.

Würde der EuGH die Übernahme von Verlustrisiken für vereinbar mit dem europäischen Primärrecht halten, so stünde das BVerfG vor der schwierigen Entscheidung, ob es einen Kompromiss mittragen oder den Konflikt weitertreiben soll. Allerdings gäbe es selbst in diesem Fall noch Möglichkeiten, die Wirksamkeit des OMT-Programms zu erhalten. Zum Beispiel könnten die Mitgliedstaaten entscheiden, dass mögliche Ausfälle auf das EZB-Portfolio durch Garantien des ESM gedeckt würden.

### Mögliche Gründe für den fortgesetzten Rückgang der Risikoaufschläge

230. Ein Grund dafür, dass die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen der Krisenländer trotz der Entscheidung des BVerfG weiter gefallen sind, könnte darin liegen, dass die Marktteilnehmer glauben, der EuGH hätte das letzte Wort und würde die Vereinbarkeit der OMT mit dem europäischen Primärrecht endgültig bestätigen. Angesichts der breiten Berichterstattung und Diskussion unter Marktbeobachtern zu der Tragweite des rechtlichen Konflikts zwischen nationaler und europäischer Ebene ist dies jedoch wenig wahrscheinlich. Andererseits könnten die Marktteilnehmer wie oben beschrieben von einem **Kompromiss zwischen EuGH und BVerfG** ausgehen. Für diesen Fall könnten sie weiterhin die Möglichkeit von OMT bei der Bewertung von Anleihen der Krisenländer berücksichtigen.
231. Ein anderer Grund für die fortgesetzte Entspannung an den Finanzmärkten könnte darin liegen, dass die **strukturellen makroökonomischen Anpassungsprozesse** in den Krisenländern weit genug fortgeschritten sind, um negative Auswirkungen der rechtlichen Diskussion um das OMT-Programm auszuschließen. Die bislang genannten Indikatoren stützen diese Sichtweise. Zum anderen haben, mit Ausnahme von Griechenland, die Programmländer ihre

EFSF/ESM-Programme inzwischen erfolgreich zum Abschluss gebracht. Das irische EFSF-Programm endete bereits im Dezember 2013. Im selben Monat schloss die spanische Regierung ihr bankensektorspezifisches ESM-Programm ab. Zwei Monate später war zudem absehbar, dass Portugal sein EFSF-Programm erfolgreich abschließen würde. Dies geschah im Mai 2014. Am 3. August musste Portugal jedoch noch einmal auf ungenutzte Mittel zur Bankenstützung aus dem Programm zurückgreifen, um im Zuge einer Restrukturierung die portugiesische Banco Espírito Santo mit 4,4 Mrd Euro zu rekapitalisieren.

Eine weitere, mit der positiven Einschätzung der Fortschritte bei den nationalen Strukturreformen eng verwandte, Ursache der positiven Marktentwicklung könnte in den großen Fortschritten beim Projekt der europäischen **Bankenunion** liegen. [↘ ZIFFERN 305 FF](#). Denn innerhalb dieses Rahmens sollte es einfacher werden, Banken zu restrukturieren oder abzuwickeln, ohne dass ein Mitgliedstaat in Zahlungsschwierigkeiten gerät.

232. Schließlich könnte die Entwicklung an den Finanzmärkten die Zuversicht der Marktteilnehmer widerspiegeln, dass die EZB andere Wege finden wird, Maßnahmen mit einer ähnlichen Wirkung wie die OMT umzusetzen. Inzwischen hat die EZB bereits eine **weitere geldpolitische Lockerung** in die Wege geleitet. In diesem Zusammenhang hat sie umfangreiche neue Liquiditätsangebote für die Banken bereitgestellt und wird ein substanzielles Aufkaufprogramm für private Wertpapiere umsetzen. Zudem wird eine weitere quantitative Lockerung mittels eines breiten, nicht-selektiven Staatsanleihekaufprogramms ernsthaft diskutiert. Staatsanleihekäufe dieser Art könnten eine ähnliche Wirkung wie die OMT auf Risikoaufschläge entfalten, ohne dass sie der vom BVerfG geäußerten Kritik der Selektivität und Parallelität unterliegen würden.

### Zwischenfazit

233. In der Folge der Ankündigung des OMT-Programms durch die EZB hat sich die angespannte Lage im Euro-Raum deutlich beruhigt. Die vorliegende Evidenz deutet darauf hin, dass die Ankündigung zur Entspannung beigetragen hat. Umso verwunderlicher erscheint es auf den ersten Blick, dass die Kritik des BVerfG, welche die mögliche Aktivierung des OMT-Programms erheblich gefährdet, keine negativen Auswirkungen gezeigt hat. Es wird nicht ultimativ zu klären sein, ob dies an der positiven Einschätzung der Marktteilnehmer liegt, was die Reformfortschritte im Euro-Raum angeht, oder an ihrem Vertrauen in die Bereitschaft der EZB, im Notfall zu anderen Maßnahmen der quantitativen Lockerung zu greifen.

## IV. MASSIVE GELDPOLITISCHE LOCKERUNG DURCH DIE EZB

### 1. Zinssenkungen und quantitative Lockerung

234. Die **Niedrigzinspolitik der EZB** reflektiert das nach wie vor sehr verhaltene Wirtschaftswachstum sowie die geringe Inflation im Euro-Raum. Die Inflationsrate liegt derzeit deutlich unter dem Ziel der EZB von unter, aber nahe 2 %, gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI). Bereits im Juli 2013 kündigte der EZB-Rat erstmals nicht nur eine Entscheidung für den aktuellen Zinssatz an, sondern informierte darüber, dass er erwarte, den Leitzins noch für einen längeren Zeitraum auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau zu belassen. Trotzdem kam die nächste Zinssenkung am 7. November 2013 für Beobachter etwas überraschend (JG 2013 Ziffern 185 ff.). Die EZB begründete die Maßnahme mit einem stärkeren als dem prognostizierten Rückgang der Inflationsrate und mit ihrer Erwartung einer längeren Periode niedriger Inflation. Als Gründe für den schwachen Preisauftrieb nannte die EZB den Rückgang der Energiepreise, die Aufwertung des Euro und die Unterauslastung der Wirtschaft im Euro-Raum insgesamt. Im April und Mai 2014 bereitete die EZB im Rahmen ihrer Kommunikation die Märkte dann auf eine weitere anstehende Lockerung vor.

235. Am 5. Juni 2014 beschloss der EZB-Rat **umfangreiche weitere Lockerungsmaßnahmen**. Er begründete die Entscheidung mit der unerwartet schwächeren Entwicklung von Wachstum und Inflation, einer Verschlechterung der entsprechenden Prognosen für die nähere Zukunft und mit den Risiken, die mit einer anhaltenden Periode niedriger Inflationsraten verbunden wären. Der Hauptrefinanzierungssatz (MRO-Rate) wurde auf 15 Basispunkte und der Spitzenrefinanzierungssatz auf 40 Basispunkte gesenkt. Erstmals führte die EZB einen negativen Einlagezins von -10 Basispunkten ein, mit dem Ziel, die Liquidität im Interbankenmarkt zu erhöhen. In dieselbe Richtung zielten die Entscheidungen, die Vollzuteilung im Rahmen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte mindestens bis Dezember 2016 fortzusetzen und die Sterilisierung des Staatsanleiheportfolios aus den Anleihekäufen im Rahmen des SMP-Programms auszusetzen.

Zudem wurde ein neues Instrument eingeführt, das eine umfangreiche längerfristige Ausleihung günstiger Liquidität an den Bankensektor zum Ziel hat, die **gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte** (GLRG, engl. Targeted Long-Term Refinancing Operations, TLTRO). Im Zeitraum von zwei Jahren sollen acht derartige Geschäfte durchgeführt werden. Mit den GLRG will die EZB eine Verbesserung der Kreditvergabe der Banken an den nichtfinanziellen privaten Sektor des Euro-Raums (ohne Wohnungsbaukredite an private Haushalte) erreichen. Zusätzlich informierte die EZB, dass sie die vorbereitenden Arbeiten für ein weiteres neues Instrument, ein Aufkaufprogramm für private strukturierte Wertpapiere oder Kreditverbriefungen (Asset-Backed Securities, ABS), verstärken werde.

236. Am 4. September legte der EZB-Rat noch einmal nach – wiederum mit Verweis auf schwächer als erwartete Wachstums- und Inflationsdaten. Der Leitzins wurde auf 5 Basispunkte abgesenkt, der Spitzenrefinanzierungssatz auf 30 Basispunkte und der Einlagezinssatz auf -20 Basispunkte. Zudem kündigte der Rat **Programme zum Aufkauf von ABS und gedeckten Schuldverschreibungen**, zum Beispiel Pfandbriefe, an. Am 2. Oktober veröffentlichte die EZB die Modalitäten der Programme und gab bekannt, dass die Aufkäufe ab diesem Quartal, beginnend mit Pfandbriefen in der zweiten Oktoberhälfte, starten sollen, ohne jedoch eine geplante Größenordnung zu nennen.

In der Pressekonferenz im September erklärte EZB-Präsident Draghi, dass der Rat mit diesen Schritten zwei Absichten verfolge: Die **Kreditvergabe im Bankensektor** sollte damit angeregt und die **Bilanz des Eurosystems hin zum Niveau vom Anfang des Jahres 2012 geführt werden**. Einen Zeithorizont oder den genauen Umfang der Bilanzausweitung nannte er allerdings nicht, auch nicht in der Pressekonferenz im Oktober. Im Januar 2012 hatte die Bilanzsumme bei knapp 2,7 Billionen Euro gelegen, war aber im März 2012 auf über drei Billionen Euro gestiegen. Ende August 2014 betrug sie nur noch etwas mehr als zwei Billionen Euro. Eine Erhöhung um eine Billion Euro entspräche etwa 10 % des jährlichen Bruttoinlandsprodukts des Euro-Raums. Der EZB-Rat hat zuletzt im Oktober darauf hingewiesen, dass er, falls nötig, weitere unkonventionelle Maßnahmen vornehmen werde.

### Negativer Einlagezins

237. EZB-Präsident Draghi hatte bereits im Jahr 2013 immer wieder betont, dass die EZB technisch vorbereitet sei, einen **negativen Einlagezins** einzuführen, falls dies nötig würde. Die EZB erhebt nun seit dem 11. Juni 2014 eine Gebühr von 0,1 % auf Einlagen der Banken, die sie im September 2014 sogar auf 0,2 % ausweitete. Damit will sie den betroffenen Banken einen zusätzlichen Anreiz setzen, diese Liquidität nicht bei der Notenbank zu deponieren, sondern an andere Banken zu verleihen, die ihrerseits Liquidität benötigen. Auf diesem Weg könnten sie die Gebühr vermeiden. Darüber hinaus soll der Bankensektor insgesamt zu einer höheren Kreditvergabe ermutigt werden.

Der Zinssenkungsspielraum unter 0 % wird allerdings durch die **Kosten der Bargeldhaltung** begrenzt. Kreditinstitute werden ihr Geld bei der EZB nur einlegen, solange die Kosten nicht die der eigenen Aufbewahrung übersteigen. Auch wenn Bargeld stets mit 0 % verzinst wird, kommt es bei Bargeldhaltung in großen Mengen zu Kosten bezüglich Lagerung und Sicherheit. Die EZB wendet den Negativzins nicht nur auf die Einlagefazilität an, sondern ebenfalls auf die Girokonten der Banken bei der EZB, mit Ausnahme der zu haltenden Mindestreserve. Sie zieht hiermit Lehren aus den Erfahrungen der Notenbank von Dänemark, die in dieser Hinsicht massive Ausweichreaktionen der Banken zuließ und sogar förderte (Danmarks Nationalbank, 2012; Klose, 2013). ↘ [KASTEN 12](#)



### ▸ KASTEN 12

#### Negative Einlagezinsen: Erfahrungen in Dänemark

Die EZB ist nicht die erste Zentralbank, die das Mittel des negativen Einlagezinses nutzt. Die dänische Zentralbank senkte den Einlagezins im Juli 2012 von 0,05 % auf -0,2 %. Ende Januar 2013 erhöhte sie ihn zunächst auf -0,1 % und im April 2014 auf 0,05 %, um ihn im September 2014 wieder auf -0,05 % zu senken. Sie beabsichtigte mit der Senkung des Einlagezinses, dem Aufwertungsdruck auf die Dänische Krone entgegenzuwirken. Im Rahmen des Wechselkursmechanismus II hat sich Dänemark verpflichtet, einen stabilen Wechselkurs zum Euro beizubehalten. Die Einlagezinssenkung sollte Kapitalzuflüsse reduzieren.

Mit Einführung des negativen Einlagezinssatzes wurde aber die Höchstgrenze für Einlagen auf den Girokonten der Banken bei der dänischen Zentralbank angehoben, wahrscheinlich um die Folgen des negativen Einlagezinses für die Banken abzumildern. Gleichzeitig blieb diese Art der Einlage, die als tägliche Transaktionskasse mit anderen Kreditinstituten oder der Zentralbank dient, unverzinst. Zunächst stieg sie von 23 Mrd auf rund 70 Mrd Dänische Kronen und erreichte bis zu knapp 105 Mrd Dänische Kronen. Mit der Abschaffung des negativen Einlagezinses senkte die Notenbank die Höchstgrenze auf 38 Mrd Dänische Kronen. Mit der Erweiterung dieser Ausweichmöglichkeit wurde die Wirkung des Negativzinses zu einem erheblichen Teil konterkariert. Während im ersten Halbjahr des Jahres 2012 durchschnittlich 32 % des Einlagevolumens auf Girokonten ungenutzt blieben, waren es im zweiten Halbjahr nur noch 7 %. Dass es überhaupt zu ungenutzten Kapazitäten kommen konnte, dürfte daran liegen, dass sich die Ausgestaltung der Obergrenze auf Einzelinstitute bezieht, statt eine allgemeine Obergrenze festzulegen. Mit der vorübergehenden Abschaffung des negativen Einlagezinses im April 2014 stieg der Abstand der Einlagen auf Girokonten zu der zulässigen Höchstgrenze wieder an. Wurden im ersten Quartal 2014 noch immer lediglich 7 % der maximal möglichen Einlagen nicht genutzt, so waren es im zweiten Quartal bereits 11 %. Als die Dänische Zentralbank im September 2014 wieder einen negativen Einlagezins einführte, weitete sie die Höchstgrenze für Einlagen auf Girokonten nicht erneut aus.

Insgesamt sind die Einlagen der Kreditinstitute bei der Zentralbank in der Zeit des negativen Einlagezinses gestiegen. Dabei nahmen die Einlagen auf Girokonten in der zweiten Hälfte des Jahres 2012 gegenüber der ersten Hälfte um über 400 % auf etwa 65 Mrd Dänische Kronen zu. Der Zuwachs der Einlagefazilität blieb mit durchschnittlich 2 % allerdings nahezu unverändert. Ein ähnliches Bild ergibt sich nach der Abschaffung des negativen Einlagezinses. Im Vergleich zum ersten Quartal 2014 nahmen die Giroeinlagen um rund 47 % ab, während die Einlagefazilität nur um 11 % zurückging.

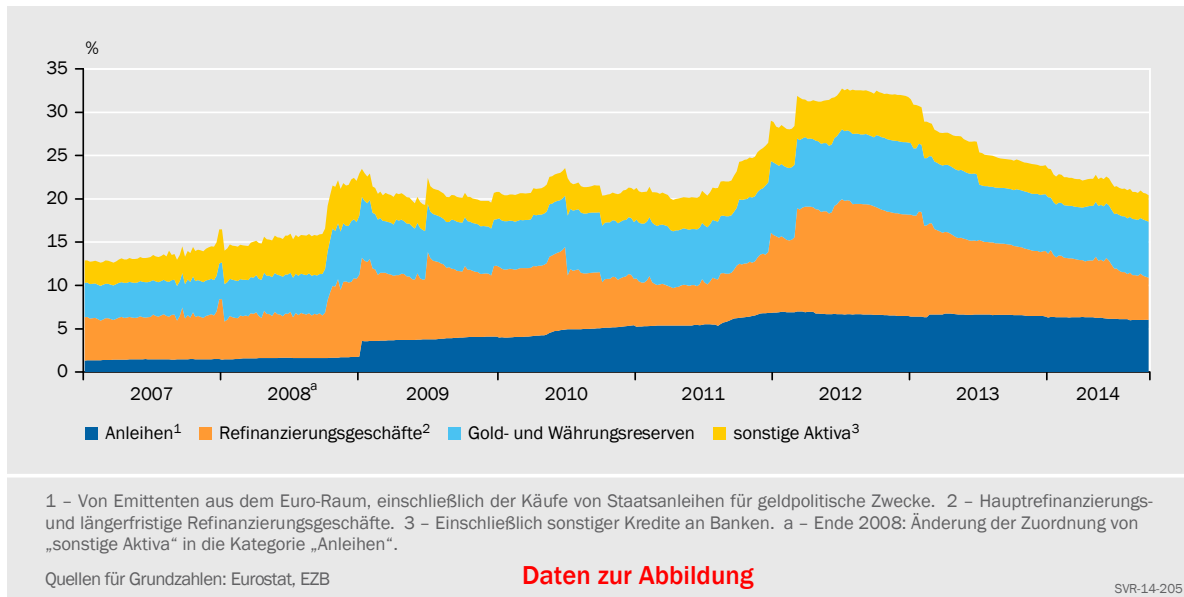
### Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRG)

238. Die GLRG sind eine neue Variante der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRG, engl. Longer-Term Refinancing Operations, LTRO). Viele Geschäftsbanken haben inzwischen die Möglichkeit zur vorzeitigen Rückzahlung der **LRG mit dreijähriger Laufzeit**, die im Dezember 2011 und Februar 2012 durchgeführt wurden, genutzt – ein klares Zeichen dafür, dass sie wieder besseren Liquiditätszugang am Markt genießen. Das Zuteilungsvolumen belief sich damals auf 489 Mrd Euro beziehungsweise 530 Mrd Euro (JG 2012 Ziffer 136). Seitdem sank das Volumen von über einer Billion Euro auf nur noch 33 % des Anfangsbestands. Infolge der frühzeitigen Rückzahlungen reduzierte sich die Bilanz des Eurosystems. Seit Anfang 2013 ging sie von deutlich über 30 % des Bruttoinlandsprodukts des Euro-Raums (3 018 Mrd Euro) auf knapp über 20 % (1 988 Mrd Euro) zurück. ▸ **ABBILDUNG 36** Diesen Rückgang will die EZB nun ausgleichen und schreibt dabei den GLRG eine wichtige Rolle zu.

▾ **ABBILDUNG 36**

**Struktur der EZB-Aktiva**

in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt



239. Um die GLRG in einem Umfeld, in dem die Geschäftsbanken die dreijährigen LRG frühzeitig zurückzahlen, attraktiv zu gestalten, bietet die EZB **Liquidität nicht zu einem variablen, sondern zu einem günstigen festen Zins** an. Dieser Zins liegt 10 Basispunkte über dem gültigen Hauptrefinanzierungssatz. Mit der letzten Zinssenkung hat die EZB die Attraktivität der GLRG im Vergleich zum Juni noch einmal erhöht. Nun können sich die Banken zu einem Festzins von 15 Basispunkten für ganze vier Jahre mit Liquidität versorgen. Laut EZB-Präsident Draghi sei eine untere Grenze für den Leitzins erreicht. Es bestünde kein Grund, in Erwartung weiterer Zinssenkungen auf einen späteren GLRG-Termin zu warten.

Die **EZB beschränkt den Kreditanspruch** der Banken für die GLRG am 18. September und 18. Dezember auf 7 % des Gesamtbetrags ihrer am 30. April 2014 ausstehenden Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets (ohne Wohnungsbaukredite an private Haushalte). Der Anspruch beläuft sich auf etwa 400 Mrd Euro oder 4,4 % des Bruttoinlandsprodukts. Von März 2015 bis Juni 2016 werden vierteljährlich sechs weitere GLRG durchgeführt. Der entsprechende Kreditanspruch beläuft sich auf das Dreifache der Zunahme der Kreditvergabe an den Zielsektor seit April 2014 relativ zu einer Referenzgröße. ▽ [ENGDRUCK SEITE 140](#) Alle GLRG werden zum September 2018 fällig. Sollten die teilnehmenden Banken ihre Kreditvergabe an den Zielsektor nicht entsprechend der Referenzgröße erhöhen, müssen sie die Kredite bereits nach zwei Jahren an die EZB zurückzahlen.

240. Ein vergleichbares Programm wurde von der Bank of England (BoE) und dem britischen Finanzministerium bereits im Juli 2012 mit dem **Funding for Lending Scheme (FLS)** aufgelegt. Es sollte Banken mit Liquidität zu günstigen Konditionen versorgen, wenn sie damit Kredite an Haushalte und Unternehmen (seit November 2013 nur noch Unternehmen) finanzieren (JG 2012 Ziffer 49). Das Volumen des FLS blieb sehr gering. Lag der Kreditbestand in den FLS-

fähigen Sektoren vor der Einführung bei rund 1,4 Billionen Britischen Pfund, so sind über das FLS bis Ende Juni 2014 nur knapp 47 Mrd Britische Pfund verliehen worden – weniger als 3,3 % des gesamten Marktes.



Der Kreditanspruch der Banken an die Zentralbank im Rahmen der ersten zwei GLRG im Jahr 2014 sowie der nachfolgenden sechs vierteljährlich durchgeführten GLRG lässt sich an folgendem Beispiel verdeutlichen. Angenommen, die betroffene Bank hat zum Stichtag, dem 30. April 2014, Kredite an den Zielsektor Nichtbanken (ohne Immobilien und öffentlichen Sektor) im Umfang von einer Milliarde Euro in ihrem Portfolio, so hat sie Anspruch auf 7 % dieses Betrages, das heißt 70 Mio Euro im Rahmen der ersten beiden GLRG. Wenn die betroffene Bank bis zum nächsten Termin ihre Nettokreditvergabe an den Zielsektor erhöht, zum Beispiel um 1 % oder 10 Mio Euro, dann erhält sie einen zusätzlichen Anspruch auf Zentralbankliquidität in Höhe des Dreifachen dieses Zuwachses, das heißt 30 Mio Euro. Dies gilt allerdings nur für Banken, deren Nettokreditvergabe in den zwölf Monaten vor dem 30. April 2014 positiv war. War die Nettokreditvergabe in diesem Zeitraum negativ, so muss für ein Jahr nicht einmal die Nettokreditvergabe ausgeweitet werden, um zusätzliche Mittel aus den GLRG zu erhalten.

241. Die **Verwendung der Liquidität** aus den GLRG ist **nur rudimentär eingeschränkt**. Verwendet eine Bank den Zentralbankkredit vollständig zur Finanzierung von Staatsanleihen oder Immobilienkrediten an Haushalte, so ist die einzige Konsequenz die vorgezogene Rückzahlung im September 2016. In diesem Fall entspräche die Maßnahme einem **zweijährigen LRG mit Festzins**. Bei den zusätzlichen vierteljährlichen GLRG in den Jahren 2015 und 2016 kann immer das Dreifache der bisherigen zusätzlichen Kreditvergabe an den Zielsektor (in Relation zu einer Referenzgröße) geliehen werden. Somit genügt es, nur einen Teil der Liquidität für zusätzliche Kredite an den nichtfinanziellen Sektor ohne Staat und Immobilien zu vergeben, um den Referenzwert einzuhalten. Eine zusätzliche Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor und an Haushalte für Immobilieninvestitionen wird mit den GLRG jedenfalls nicht vermieden.

Es stellt sich jedoch die grundsätzliche Frage, ob die Notenbank die Kreditvergabe überhaupt in dieser Weise **feinsteuern** sollte. Da die Geschäftsbanken besser über die Kreditwürdigkeit der Schuldner und die Projektqualität informiert sind, sollten sie besser selbst über die Verwendung der Liquidität entscheiden. Zudem steht die Einschränkung im Widerspruch zu anderen Maßnahmen, wie der OMT-Ankündigung und dem ABS-Kaufprogramm, die eine günstige Wirkung auf die Finanzierung des öffentlichen Sektors und privater Immobilieninvestitionen entfalten.

242. Der Anspruch an Zentralbankliquidität aus allen GLRG zusammen könnte sich nach Aussage von EZB-Präsident Draghi im Juli 2014 auf maximal eine Billion Euro belaufen. In der nachfolgenden Sitzung verwies er auf Markteinschätzungen, nach denen der tatsächliche Umfang der Geschäfte insgesamt zwischen 450 und 850 Mrd Euro liegen könnte. Im Rahmen des ersten GLRG am 18. September liehen sich Banken 82,6 Mrd Euro von der EZB. Nach einer Umfrage von Bloomberg hatten Analysten einen doppelt so hohen Betrag erwartet (Financial Times, 2014). Reuters und andere Nachrichtenagenturen berichteten, dass knapp die Hälfte des Betrages an italienische und spanische Banken ging.

Ein Grund für die geringere Nachfrage könnte sein, dass die Banken sich bis zum Abschluss der umfassenden Prüfung der Bankbilanzen durch die EZB Ende Oktober zurückhalten wollten, wenngleich der Stichtag für die Bilanzprüfung (31.12.2013) bereits vorbei war. In diesem Fall müsste das Geschäft im Dezember deutlich größer ausfallen. Außerdem spielt für Banken, die sich gegenwärtig günstig finanzieren können, eine Wartezeit bis Dezember keine große Rolle. Ein anderer Grund könnte auf der Nachfrageseite des Kreditmarkts liegen. Den nichtfinanziellen Unternehmen im Euro-Raum bieten sich möglicherweise nicht genügend attraktive Investitionsmöglichkeiten (Gros et al., 2014). Dann wäre an anderer Stelle anzusetzen, nämlich bei den **Strukturenreformen**, die außerhalb des Einflussbereichs der EZB angesiedelt sind.

### Aufkaufprogramme für Kreditverbriefungen (ABS), Pfandbriefe und Staatsanleihen

243. Sollte sich die Nachfrage nach GLRG-Liquidität im Dezember nicht massiv erhöhen, käme den **Aufkaufprogrammen** eine bedeutendere Rolle bei der Steigerung der EZB-Bilanz zu. Das „ABS purchase programme“ (ABSPP) und das „covered bond purchase programme“ (CBPP3) sollen sich über mindestens zwei Jahre erstrecken. Die Eignung von Kreditverbriefungen und Schuldverschreibungen für einen Ankauf orientiert sich an dem Rahmen, der festlegt, welche Vermögenswerte als Sicherheiten für geldpolitische Geschäfte zugelassen sind. Da mit dem Ankauf größere Risiken eingegangen werden als mit der Hereinnahme als Sicherheit, sind die Bedingungen risikomindernd angepasst worden. Unter zusätzlichen Einschränkungen können selbst griechische und zyprische Wertpapiere angekauft werden, obwohl sie derzeit nicht notenbankfähig sind.

Aufkaufprogramme dieser Art werden als **quantitative Lockerung** bezeichnet. Zum einen wollen Notenbanken damit Risikoprämien in bestimmten Märkten reduzieren, um diese neu zu beleben (Credit Easing), zum anderen wollen sie ihre Bilanz und damit die Geldbasis ausweiten. Die Geldbasis tritt somit als Instrument der Geldpolitik an die Stelle des Leitzinses, wenn der Leitzins nahe Null liegt und nicht weiter gesenkt werden kann.

244. Mit dem CBPP3 sollen gedeckte Schuldverschreibungen, etwa Pfandbriefe, gekauft werden. Pfandbriefe gelten wegen ihrer gesetzlichen Garantien in Deutschland als äußerst sicher. Das Eurosystem hat bereits in der Vergangenheit zwei Kaufprogramme für diese gedeckten Schuldverschreibungen durchgeführt (JG 2009 Ziffer 136; JG 2012 Ziffer 129). CBPP1 wurde im Juli 2009 aufgelegt und mit dem angekündigten Volumen von 60 Mrd Euro bis zum Abschluss des Programms im Juni 2010 voll ausgeschöpft. Die EZB hält die Papiere bis zu ihrem Laufzeitende. CBPP2 lief von Oktober 2011 bis September 2012. Hier kaufte die EZB weniger als die Hälfte des geplanten Volumens von 40 Mrd Euro und gab als Gründe für diese Kaufzurückhaltung damals die gestiegene Nachfrage am Markt und ein geringeres Angebot an.
245. Im Rahmen des ABSPP wird das Eurosystem ein **breit angelegtes Portfolio von Kreditverbriefungen** von Banken ankaufen. Diese Wertpapiere erlauben Banken, Forderungen aus Unternehmenskrediten oder Hypothekendarlehen aus

ihrer eigenen Bilanz auszulagern und weiterzuverkaufen. Die Banken können auf diese Weise Risiken reduzieren und regulatorisches Eigenkapital freisetzen, mit dem sie neue Kredite vergeben können. Mit dieser Maßnahme setzt die EZB somit Anreize für Banken, größere Ausfallrisiken einzugehen. Die EZB will sowohl die relativ sicheren Senior-Tranchen als auch die riskanteren Mezzanine-Tranchen kaufen. Letztgenannte werden nur berücksichtigt, wenn staatliche Garantien vorliegen. Inzwischen ist eine Debatte darüber entbrannt, ob Staaten solche Garantien abgeben sollten. Während EZB-Vertreter dafür werben, haben sich die Regierungen von Frankreich und Deutschland sowie die Deutsche Bundesbank dagegen ausgesprochen. Diese wies dabei auf ihre früheren Warnungen hin, dass eine entsprechende Übernahme von Risiken in die Bilanz des Euro-Systems nicht zu weit gehen dürfe.

246. Der **mögliche Umfang der zwei neuen Aufkaufprogramme** ist momentan nur schwer abzuschätzen. Sollte die EZB dabei bleiben, nur Senior-Tranchen der Kreditverbriefungen anzukaufen, und sollten staatliche Garantien für riskantere Tranchen ausbleiben, dürfte das Volumen begrenzt bleiben. Kreditverbriefungen, welche die Bedingungen für den Einsatz als Sicherheiten bei der EZB-Kreditvergabe an die Banken erfüllen, beliefen sich im Juni des Jahres 2014 auf 684,2 Mrd Euro. Etwa die Hälfte davon (300,9 Mrd Euro) waren als Sicherheiten bei der EZB hinterlegt. Das Gesamtvolumen ausstehender notenbankfähiger gedeckter Bankschuldverschreibungen lag Mitte 2014 im Euro-Raum bei knapp 1,5 Billionen Euro. Allerdings entwickelt sich dieser Markt in Ländern wie Spanien und Italien gerade erst.
247. Angesichts des begrenzten Volumens an geeigneten ABS und Schuldverschreibungen sowie der unerwartet geringen Nachfrage nach Zentralbankliquidität bei dem ersten GLRG rückt ein **mögliches Ankaufprogramm für Staatsanleihen** stärker in den Fokus. EZB-Präsident Draghi hat bereits häufiger darauf hingewiesen, dass der EZB-Rat, wenn er es für die Sicherstellung der Preisstabilität für notwendig erachtet, durchaus ein breit angelegtes Ankaufprogramm für Staatsanleihen umsetzen würde. Die EZB hat bereits in der Vergangenheit Staatsanleihen einzelner Länder im Rahmen des SMP aufgekauft. In der Pressekonferenz im September erwähnte Draghi, dass ein breit angelegter Ankauf von Staatsanleihen in der Ratssitzung diskutiert und von einigen Mitgliedern gefordert worden sei.

Ein Programm, das zu einer massiven Ausweitung der Bilanz beitragen soll, könnte den Kauf von Staatsanleihen aller Mitgliedstaaten zum Ziel haben, möglicherweise gewichtet nach dem Anteil am Bruttoinlandsprodukt des Euro-Raums. Das Volumen könnte explizit begrenzt, und die Aufkäufe könnten im Sekundärmarkt getätigt werden. Angesichts der hohen Staatsverschuldung im Euro-Raum müsste nur ein kleiner Anteil der vorhandenen Anleihen gekauft werden. Die Übernahme von Verlustrisiken bei einem möglichen Schuldenschnitt könnte, wie beim griechischen Schuldenschnitt praktiziert, vermieden werden. Ein solches Programm dürfte selbst die Bedingungen erfüllen, die das Bundesverfassungsgericht bei der Prüfung des OMT-Programms hinsichtlich seiner Vereinbarkeit mit den europäischen Verträgen genannt hat. Es muss so-

mit davon ausgegangen werden, dass die Ausweitung der geplanten quantitativen Lockerung auf Staatsanleihekäufe zur Entscheidung anstehen könnte.

## 2. Einordnung der Maßnahmen anhand geldpolitischer Regeln

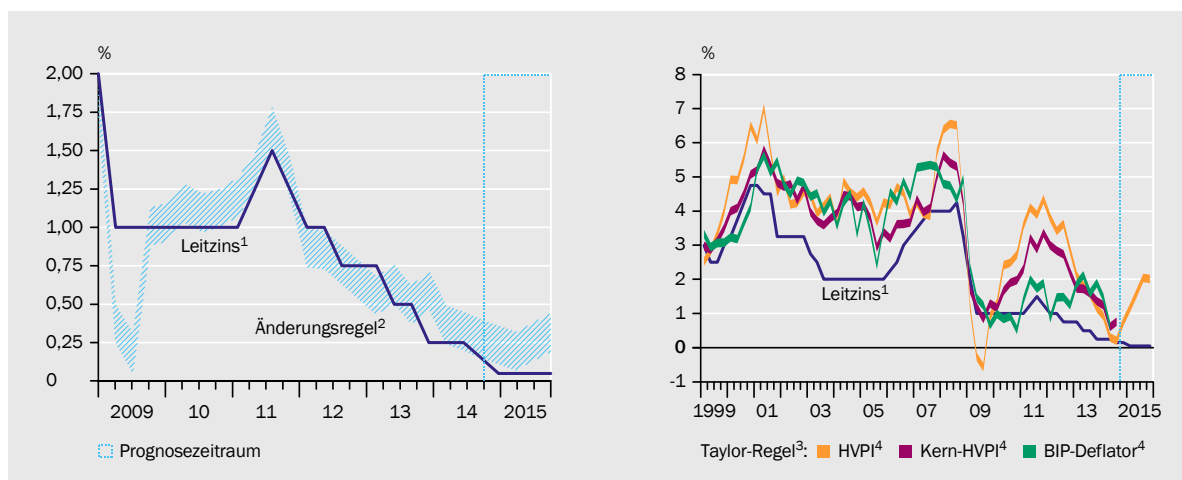
248. Grundsätzlich ist zu prüfen, ob die geplante massive Ausweitung der Zentralbankliquidität angesichts der makroökonomischen Entwicklung im Euro-Raum notwendig und angemessen ist. Die EZB hat das bisherige Maßnahmenpaket mit der **unerwartet schwächeren Entwicklung** von Wachstum und Inflation im Euro-Raum sowie mit einer Verschlechterung der Wachstums- und Inflationsprognosen für die nähere Zukunft und mit den **Risiken** einer zu langen Periode niedriger Inflationsraten begründet. Der erste Ansatzpunkt für diese Prüfung ist die Betrachtung geldpolitischer Regeln.

249. In der Tat können die Entscheidungen des EZB-Rates zum Leitzins seit dem Jahr 1999 gut mit einer Reaktion auf die jeweils vorliegenden Wachstums- und Inflationsprognosen beschrieben werden (Orphanides und Wieland, 2013; JG 2013 Ziffern 182 ff.). Insbesondere hat die EZB in den Jahren der Finanzkrise und der Rezession im Euro-Raum diesem Maßstab zufolge ihre Zinsentscheidungen mit Blick auf Inflation und Wachstum ähnlich wie in der Vergangenheit gefällt. Mit den Zinsentscheidungen in den Jahren 2013 und 2014 rückte die EZB allerdings knapp unter das von dieser **Zinsänderungsregel** implizierte Band. [↘ ABBILDUNG 37 LINKS](#) Nimmt man diesen Blickwinkel an, so hat die EZB ihren Leitzins bereits ausreichend an die niedrigen Inflations- und Wachstumsraten angepasst und muss die Zentralbankbilanz nicht unbedingt massiv ausweiten.

Zwar beschreibt die oben genannte Regel die Leitzinspolitik der EZB sehr gut. Trotzdem könnten andere Zinsregeln bessere Ergebnisse liefern. Zum Vergleich

↘ ABBILDUNG 37

### Zinsbänder geldpolitischer Regeln im Vergleich zum Leitzins



1 – Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte. 2 –  $i_t = i_{t-1} + 0,5(\pi^e - \pi) + 0,5(\Delta q^e - \Delta q)$ . Basierend auf Daten des Survey of Professional Forecasters: Für die Inflation wird der Prognosewert in drei Quartalen, für das Wachstum wird der Prognosewert in zwei Quartalen verwendet. 3 –  $i = 2 + \pi + 0,5(\pi - \pi) + 0,5(q - q)$ . 4 – Basierend auf Daten der EZB-Echtzeitdatenbank und AMECO: Für die Inflation wird der Wert des aktuellen Quartals, für die Output-Lücke der Wert des Vorquartals verwendet.

Quellen: Europäische Kommission, EZB

**Daten zur Abbildung**

SVR-14-199



wird hier die bekannteste Zinsregel, die sogenannte Taylor-Regel (Taylor, 1993), herangezogen. Sie wurde zur Beschreibung der Geldpolitik (in den Vereinigten Staaten zwischen 1988 und 1993) und als Bewertungsmaßstab verwendet (JG 2013 Ziffern 180 f.). In den Jahren vor der Finanzkrise setzte die US-Notenbank (Fed) den Geldmarktzins deutlich unter dem Niveau der Taylor-Regel fest. Die Regel signalisierte somit eine zu stark akkommodierende Politik. Neuere Forschungsergebnisse legen nahe, dass diese Abweichungen den Immobilienboom beförderten (Taylor, 2007).

250. Die Anwendung der Taylor-Regel auf den Euro-Raum [↘ ABBILDUNG 37 RECHTS](#) zeigt, dass der EZB-Leitzins vor der Finanzkrise ebenfalls für einige Jahre unter dem Niveau der Taylor-Regel lag. Die Abbildung lässt drei Varianten mit unterschiedlichen Inflationsraten erkennen: Der Deflator des Bruttoinlandsprodukts entspricht der ursprünglichen Taylor-Regel. Die Variante mit dem harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) impliziert weitaus stärkere Ausschläge nach oben und unten. Der Kern-HVPI – ohne Energie- und Lebensmittelpreise – kommt der ursprünglichen Taylor-Regel etwas näher und spiegelt die Orientierung der EZB auf die mittelfristige Inflationsentwicklung wider. In der gegenwärtigen Situation nimmt die Taylor-Regel für den Euro-Raum Werte an, die über dem aktuellen Leitzinsniveau liegen.

251. In jüngster Zeit wird die These vertreten, dass der **reale Gleichgewichtszins** in den Vereinigten Staaten stark gefallen ist (Summers, 2013) und die Geldpolitik dies berücksichtigen müsse. Es ist gegenwärtig jedoch äußerst schwer zu erkennen, ob der Rückgang der realen Zinsen durch die anhaltend lockere Geldpolitik oder durch einen Rückgang des Gleichgewichtszinses bedingt ist (Borio und Disyatat, 2014). Zudem sind Schätzwerte des realen Gleichgewichtszinses noch ungenauer als die des Potenzialoutputs (Laubach und Williams, 2003; Mesonnier und Renne, 2007). Dies spricht für eine Änderungsregel, die ohne Schätzwert des Gleichgewichtszinses auskommt, so wie die geschätzte Regel für den Euro-Raum (Orphanides und Williams, 2002). [↘ ABBILDUNG 37 LINKS](#)

Allerdings liegt ein Nachteil der Änderungsregel im Vergleich zur Taylor-Regel darin, dass ein einmaliger Politikfehler eine längere Periode zu niedriger oder zu hoher Zinsen nach sich zieht. Deshalb sind beide Regeln nützliche Referenzpunkte. Die Taylor-Regel bezieht sich auf den langfristigen realen Gleichgewichtszins. Diesbezügliche Schätzungen variieren weit weniger als für kurz- oder mittelfristige Gleichgewichtszinsen. Eine aktuelle Schätzung in dem vielbeachteten strukturellen makroökonomischen Modell von Smets und Wouters (2007) liegt für die vergangenen 20 Jahre nahe dem Wert von 2 % in der Taylor-Regel (Taylor et al., 2014).

### 3. Zwischenfazit

252. Die EZB hat zwischen Juni und Oktober dieses Jahres ein umfangreiches Paket an neuen geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen in die Wege geleitet. **Wichtigstes Element** ist nicht die Leitzinssenkung auf zuletzt lediglich 5 Basispunkte, sondern eine Reihe von **quantitativen Lockerungsmaßnahmen**. Dazu

gehören die GLRG und die neuen Aufkaufprogramme für private Wertpapiere. Die EZB will mit diesen Maßnahmen die Banken zu einer stärkeren Kreditvergabe anregen sowie ihre eigene Bilanz und damit die Geldbasis signifikant ausweiten. Laut EZB-Präsident Draghi soll sie auf das Niveau von Anfang des Jahres 2012 steigen. Dies würde eine Erhöhung um 700 Milliarden bis einer Billion Euro bedeuten. Die EZB hat sich allerdings nicht auf eine exakte Zahl und einen Zeithorizont für die Ausweitung der Bilanz festgelegt.

Mit den beschlossenen Maßnahmen lässt sich die EZB-Bilanz jedoch nur schwer auf diesen ungefähren Umfang ausweiten, vor allem weil sich nur ein begrenztes Volumen an privaten Wertpapieren für die Aufkaufprogramme eignet. Darüber hinaus zeichnet sich bislang eine geringer als erwartete Nachfrage der Banken nach Liquidität im Rahmen der GLRG ab. Deshalb könnte die Ausweitung der Aufkäufe auf Staatsanleihen zur Entscheidung anstehen.

Ein Vergleich mit einfachen Regeln für die Zinspolitik erlaubt es, das Maßnahmenpaket der EZB einzuordnen. Die Zinssenkung bedeutet für sich genommen eine ähnliche oder sogar etwas stärkere Reaktion der EZB auf die vorliegenden Inflations- und Wachstumsprognosen als in der Vergangenheit. Dieses Ergebnis resultiert aus dem Vergleich mit einer Zinsänderungsregel, die die historischen Zinsänderungen in Reaktion auf Wachstums- und Inflationsprognosen relativ gut beschreibt. Auch die ursprüngliche Taylor-Regel würde leicht höhere Zinsen nahelegen. Gemessen an diesen Regeln lassen sich die neuen quantitativen Maßnahmen als eine **zusätzliche Lockerung** einordnen, mit der die **Risiken**, die niedrige Inflationsraten mit sich bringen, **vorbeugend bekämpft** werden sollen.

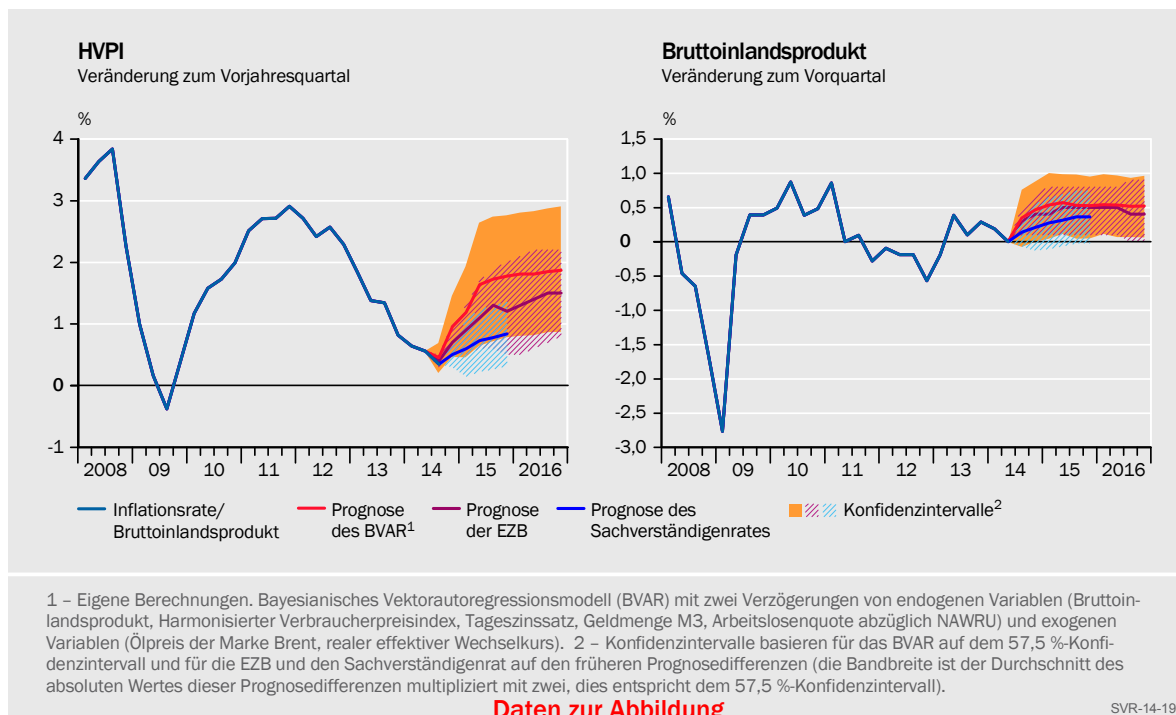
## V. RISIKEN NIEDRIGER INFLATION UND VORBEUGENDE GELDPOLITISCHE LOCKERUNG

### 1. Inflationsentwicklung und -prognosen

253. Gemessen am Verbraucherpreisindex ist die **Inflation im Euro-Raum** innerhalb des vergangenen Jahres **deutlich gesunken**, von 1,6 % im Juli 2013 auf 0,3 % im September 2014. Neben der wettbewerbsgetriebenen Verlangsamung des Preisanstiegs in den Krisenländern waren insbesondere die rückläufigen Energiepreise für die niedrige Inflationsrate verantwortlich. Zwischen Februar 2013 und September 2014 sanken die Energiepreise um 3,3 %. In diesem Zusammenhang spielte die Aufwertung des Euro zwischen Sommer 2012 und Frühjahr 2014, die handelsgewichtet über 10 % ausmachte, ebenfalls eine wichtige Rolle. Die jährliche Verbraucherpreisinflation ohne Energiepreise und unbearbeitete Lebensmittel im Euro-Raum liegt seit Mai bei 0,8 %, abgesehen von einem Anstieg auf 0,9 % im August.
254. Die EZB hat den Verbraucherpreisindex als Maß für ihr Preisstabilitätsziel gewählt. Ihr Stab erwartet derzeit einen **sehr langsamen Anstieg der Ver-**

▸ **ABBILDUNG 38**

**Verbraucherpreisindex (HVPI) und Bruttoinlandsprodukt im Euro-Raum**



**braucherpreisinflation** (2014: 0,6 %; 2015: 1,1 %; 2016: 1,4 %), die demnach selbst Ende 2016 erst 1,5 % erreichen dürfte. ▸ **ABBILDUNG 38 LINKS** Die August-Umfrage des Survey of Professional Forecasters (SPF) prognostiziert einen etwas zügigeren Anstieg der Inflationsrate. Zum Vergleich stellt die Abbildung der EZB-Prognose die Prognose des Sachverständigenrates sowie eine weitere Prognose, die mithilfe eines Bayesianischen Vektorautoregressionsmodell (BVAR) berechnet wurde, gegenüber.

Die Prognose des Sachverständigenrates weist für das Jahr 2014 eine Inflationsrate von 0,5 % und im Jahr 2015 von 0,7 % auf. Somit liegt diese Prognose um 0,1 beziehungsweise 0,4 Prozentpunkte unter der Prognose des EZB-Stabes. Die BVAR-Prognose ergibt hingegen mit 0,7 % für das Jahr 2014 eine um 0,1 Prozentpunkte höhere Inflationsrate. Für die Jahre 2015 und 2016 impliziert die BVAR-Prognose eine schnellere Rückkehr zum Zielwert der EZB (2015: 1,6 % und 2016: 1,8 %).



Das BVAR wurde mit Quartalsdaten für den Euro-Raum vom ersten Quartal des Jahres 1999 bis zum zweiten Quartal des Jahres 2014 geschätzt. Die Prognose erfolgt ab dem dritten Quartal 2014. Die Berechnung verwendet den Minnesota Prior. Die Standard-Informationskriterien (Likelihood-Ratio, Akaike, Hannan-Quinn) legen nahe, zwei Verzögerungen zu berücksichtigen. Neben den endogenen Variablen (Bruttoinlandsprodukt, harmonisierter Verbraucherpreisindex, Tageszinssatz, Geldmenge M3, Arbeitslosenquote abzüglich der Quote, bei der Lohnerhöhungen nicht zu Inflation führen (NAWRU)) werden zudem exogene Variablen (Ölpreis (Brent in US-Dollar), realer effektiver Wechselkurs (gegenüber 39 Handelspartnern)) verwendet. Die konkrete Prognose beruht auf dem Median der geschätzten Impuls-Antwort-Folgen.

255. Die **Unsicherheit bezüglich der Prognose** wird anhand von Konfidenzintervallen aufgezeigt. Die Prognose des EZB-Stabes vom September 2014 wurde zusammen mit einem Konfidenzintervall von 57,5 % für die Quartalswerte bis Ende des Jahres 2016 veröffentlicht. [↘ ABBILDUNG 38 LINKS](#) Dieses Intervall (rot schraffiert), das die tatsächliche Inflationsrate nach der Schätzung der EZB mit einer Wahrscheinlichkeit von 57,5 % einschließen dürfte, erstreckt sich im Jahr 2015 in etwa von 0,5 % bis 2,0 % und steigt bis Ende 2016 auf 0,8 % bis 2,2 %. Diese Prognose der EZB geht mit der Erwartung einher, dass das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum in den nächsten zwei Jahren verhalten bleibt. Die EZB erwartet eine durchschnittliche Quartalswachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts von 0,4 %. Das Konfidenzintervall erstreckt sich von etwa 0,0 % bis 0,9 %.
- [↘ ABBILDUNG 38 RECHTS](#)

## 2. Risiken längerfristig niedriger Inflationsraten

256. Als der EZB-Rat im Jahr 1998 sein Preisstabilitätsziel definierte, gab er für die mittlere Frist eine Zielzone für die Inflationsrate, gemessen am HVPI, zwischen 0 % und 2 % an („Zunahme unter 2 %“). Die gegenwärtig prognostizierten niedrigen Inflationsraten sind nach der damaligen Zielvorgabe somit unbedenklich. Im Zuge seiner Mid-Term Strategy Review im Jahr 2003 rückte der Rat jedoch näher an ein Punktziel von unter, aber nahe 2 %. In einer umfangreichen Analyse (Issing, 2003; EZB, 2003) wurden **Vorteile und Risiken niedriger Inflationsraten** abgewogen. Die **Kosten der Inflation**, die aus Verzerrungen des Steuersystems, Preisanpassungskosten, Verzerrungen durch Preisrigiditäten und Geldhaltung resultieren, sind bei einer Inflationsrate von Null deutlich **geringer** als bei 2 %. Schätzwerte summieren sich auf dauerhaft etwa 1 bis 2 % des Bruttoinlandsprodukts (Camba-Mendez et al., 2003). Die prognostizierte Phase niedrigerer Inflation brächte somit gewisse wirtschaftliche Vorteile.

Allerdings ergibt sich aus einer solchen Phase niedriger Inflation eine Reihe von **Risiken**. So liegt ein Risiko in **möglichen Messfehlern**. Durchschnittlich überschätzt der HVPI die tatsächliche Inflation, da er auf einem festen Warenkorb basiert. Somit könnte die vermeintlich expansive Geldpolitik in Wirklichkeit unangemessen restriktiv sein. In der gegenwärtigen Phase liegt jedoch eher eine Unterschätzung vor, da der Konsumdeflator, der die Budgetumschichtung der Haushalte berücksichtigt, einen deutlich geringeren Rückgang der Inflation von 1,4 % auf 0,7 % in den vergangenen vier Quartalen aufweist als der HVPI. Der Deflator des Bruttoinlandsprodukts, der ein breiteres Maß der Preise für Güter und Dienstleistungen darstellt, fiel von 1,6 % auf 0,7 %.

Weitere Risiken liegen in der großen Schwierigkeit, die Löhne nominal zu kürzen, und in den Effekten unerwarteter Inflation für Schuldner und Gläubiger. Denn eine anstehende Reallohnsenkung lässt sich bei sehr niedrigen Inflationsraten nicht mehr über verhaltene, aber weiterhin positive Nominallohnsteigerungen organisieren. Trotz der niedrigen Inflationsraten sind die **Arbeitnehmerentgelte** in Mitgliedstaaten, die von der Krise besonders betroffen sind, jedoch bereits stark zurückgegangen. [↘ ZIFFER 219](#) Diese Reallohnsenkungen wurden nicht durch die Abneigung gegenüber nominalen Lohnkürzungen verhin-

dert. Die Lohnrückgänge haben dort einen deflationären Effekt, der jedoch eher positiv zu bewerten ist, da er zu Steigerungen der Wettbewerbsfähigkeit führt. Schließlich erhöhen geringere als erwartete Inflationsraten den realen Wert der Schulden und zwingen die Schuldner, ihre Ausgaben zu reduzieren (Fisher, 1933). Soweit ihre Konsumneigung die der Gläubiger übersteigt, fällt die Gesamtnachfrage.

257. Die EZB könnte sich darüber hinaus angesichts der niedrigen Inflation um eine mögliche **Entankerung der langfristigen Inflationserwartungen** am Markt von ihrem Ziel von knapp 2 % sorgen. Die verfügbaren Maße liegen jedoch weiterhin nahe 2 % und variieren innerhalb der Bandbreite der Vergangenheit. Die Langfristprognose aus der EZB-Umfrage unter professionellen Prognostikern stieg zuletzt im August von 1,8 % auf 1,9 %. Der Mittelwert der Consensus-Economics-Umfrage zur langfristigen Prognose im Frühjahr lag ebenfalls bei 2,0 %. Die anleihebasierte fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren gab zuletzt nach, belief sich aber am 1. Oktober immer noch auf 1,89 %.

Zudem spricht gegen eine starke geldpolitische Reaktion auf längerfristige Inflationserwartungen, dass sie ihrerseits destabilisierend wirken kann. Die Wechselwirkung zwischen Geldpolitik und Markterwartungen kann zusätzliche Schwankungen verursachen (Bernanke und Woodford, 1997), denn die Marktteilnehmer können die Reaktion der Notenbank wiederum als Signal für deren Einschätzung künftiger Inflationsraten werten, ebenso wie die Unsicherheit über das angemessene Prognosemodell (Levin et al., 2003).

### Deflationsrisiko

258. Das bedeutendste Risiko längerfristig niedriger Inflationsraten, das die EZB in der gegenwärtigen Lage zu berücksichtigen hat, ist die Möglichkeit, dass eine **anhaltende Deflationsphase** eintritt. Letztlich hatte die EZB die Präzisierung ihres Preisstabilitätsziels auf knapp 2 % im Jahr 2003 damit begründet, dass ihr der daraus erwachsende zusätzliche Zinssenkungsspielraum einen zusätzlichen Puffer gegenüber anhaltenden Deflationsphasen verschaffe (Krugman, 1998; Orphanides und Wieland, 1998; Coenen, 2003; Issing, 2003; EZB, 2003). Eine Abweichung von der aktuellen Prognose nach unten könnte aus folgenden Gründen schlimmere Konsequenzen haben als eine Abweichung nach oben: Da der Nominalzins, den Sparer erhalten, praktisch kaum unter 0 % fallen kann, würden Deflationserwartungen den realen Zinssatz (Nominalzins abzüglich Inflationserwartungen) nach oben treiben. So würden Investitionen verteuert, Konsumverzicht attraktiver und damit die Nachfrage nach Wirtschaftsgütern sowie die Wirtschaftsleistung fallen. Diese Entwicklung würde die Deflationserwartung verstärken und könnte eine länger anhaltende Deflationsphase herbeiführen.

Zudem können Deflationserwartungen im Falle nominaler Lohnrigiditäten (das heißt einer Abneigung gegenüber nominalen Lohnsenkungen trotz gleichbleibendem Reallohn) zu einem verstärkten Rückgang der Produktion führen. Darüber hinaus können vermehrt auftretende Insolvenzen, insbesondere über die

resultierende Verschlechterung der Bankbilanzen, die rezessive Entwicklung verstärken (Bilanzrezession).

259. Die Wahrscheinlichkeit eines zukünftigen Preisrückgangs wird trotz der sehr niedrigen Ausgangsrate im Rahmen der oben genannten Prognosen derzeit als gering eingeschätzt. Während die BVAR-Prognose eine **Deflationswahrscheinlichkeit** von etwa 5 % für das Jahr 2015 impliziert, liefert die SPF-Umfrage der EZB im August eine geringere Deflationswahrscheinlichkeit von nur 2,5 %. Laut Haushaltsumfrage der Europäischen Kommission rechneten im Juli lediglich 2,9 % der Haushalte mit fallenden Preisen in den nächsten zwölf Monaten. Eine Deflationsphase wäre demnach recht unwahrscheinlich.
260. **Faktoren, die die Wahrscheinlichkeit einer Deflationsphase beeinflussen**, lassen sich am besten aus dem Blickwinkel der Neu-Keynesianischen Phillips-Kurve analysieren:

$$\pi = \pi^e + \alpha(q - q^*) + \varepsilon$$

Demnach wird die aktuelle Inflationsrate  $\pi$  bestimmt durch die erwartete zukünftige Inflationsrate  $\pi^e$ , die Output-Lücke, also die Abweichung des Bruttoinlandsprodukts  $q$  vom Potenzial  $q^*$ , die durch einen Steigungsparameter  $\alpha$  bewertet wird, und einen Schock  $\varepsilon$ , der weitere Einflussfaktoren, wie Importpreise, insbesondere Öl und anderer Energieträger, sowie den Wechselkurs, aufgreift.

261. Die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer sind somit ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Inflation, unabhängig davon, ob sie die Inflation gut vorhersagen oder verzerrt sind. Gegenwärtig liegen alle verfügbaren Indikatoren der Markterwartungen deutlich im positiven Bereich. Die Teilnehmer der SPF-Umfrage und bei Consensus Economics erwarteten noch im August 2014 durchschnittlich etwas mehr als 1 % Inflation für das nächste Jahr. Inflationengebundene Zinsswaps wiesen zuletzt auf geringere, aber trotzdem positive Inflationserwartungen hin, ebenso die Haushaltsumfrage der Europäischen Kommission.
262. Die **Output-Lücke** im Euro-Raum liegt nach Schätzungen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) und der Europäischen Kommission bei etwa -3 % und stellt eine wichtige Ursache niedriger Inflationsraten dar. Musso et al. (2009) schätzen den Steigungsparameter  $\alpha$  im Euro-Raum auf einen Wert von 0,13. Die Output-Lücke würde nach Einschätzung dieser Autoren demnach einen negativen Beitrag zur Inflationsrate von etwa 0,4 Prozentpunkten liefern. Sie zeigen zudem, dass dieser Parameter mit dem Übergang zur Währungsunion gefallen ist. Dieser Rückgang lässt sich damit erklären, dass der Anreiz für Unternehmen, ihre Preise zu ändern, in einem Umfeld mit niedrigeren Inflationsraten geringer ist (Dotsey et al., 1999). Die Erfahrungen Japans legen nahe, dass die Wirkung der Output-Lücke auf die Preise bei Inflationsraten von unter 1 % noch geringer ausfällt (De Veirman, 2009; Wieland und Wolters, 2014).
263. Der bisherige Rückgang der Inflationsrate im Euro-Raum wurde größtenteils durch temporäre Effekte wie den **Rückgang der Energiepreise und die Aufwertung des Euro** getrieben. Aktuelle Umfragen zu den Risiken aus den



geopolitischen Konflikten für die Weltwirtschaft weisen jedoch als größtes Risiko auf einen drohenden Anstieg der Energiepreise hin (Kleemann, 2014). Der handelsgewichtete Kurs des Euro war nach der Londoner Rede von EZB-Präsident Draghi im Juli 2012 stetig gestiegen. Diese Bewegung war wohl zum Teil eine Normalisierung. Die Aufwertung gegenüber 20 Handelspartnern erreichte bis März 2014 einen Umfang von 11,3 %. Ende September hatte der Euro allerdings im Vergleich zum März bereits wieder um 5,7 % an Wert verloren. Diese **Abwertung liefert zukünftig zusätzlichen Preisauftrieb**. Damit liegt der Euro knapp unter dem Außenwert, den er bei seiner Einführung hatte.

### 3. Vorbeugende geldpolitische Lockerung

264. Das stärkste Argument, das für das umfangreiche Maßnahmenpaket der EZB spricht, ergibt sich aus den negativen Konsequenzen einer möglicherweise anhaltenden Deflation. Damit hätte es einen vorbeugenden Charakter. Eine anhaltend deflationäre Entwicklung ist zwar unwahrscheinlich. Dies legen zumindest das geschätzte Ausmaß an Unsicherheit der Prognose und die Analyse der Einflussfaktoren im Rahmen der Phillips-Kurve nahe. Trotzdem könnte eine **asymmetrische Lockerung zur vorbeugenden Deflationsbekämpfung** auf Basis der Theorie der Geldpolitik bei einem Leitzins nahe Null begründet werden.
265. So haben Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed geldpolitische Lockerungen vor und während der globalen Finanzkrise mit den Ergebnissen begründet, welche die **ökonomische Forschung** bereits unter dem Eindruck der Zins- und Inflationsentwicklung in Japan in den späten 1990er-Jahren erarbeitet hat (Bernanke, 2002; Williams, 2014). Reifschneider und Williams (2000) zeigten damals, dass die Notenbank bei einem Leitzins von Null mit entsprechender Kommunikation über zukünftige Zinsentscheidungen die längerfristigen Zinsen beeinflussen könne (Eggertsson und Woodford, 2003; Adam und Billi, 2006, 2007). Diese Strategie kam in den Vereinigten Staaten im Rahmen der „Forward Guidance“ (JG 2013 Kasten 8) und der Ankündigung, den Leitzins länger nahe Null zu halten, zum Einsatz. Orphanides und Wieland (2000) zeigten, dass die Notenbank einer deflationären Entwicklung bei einem Leitzins von Null mit einer Ausweitung der Zentralbankbilanz entgegenzutreten kann. [KASTEN 13](#) Die BoE und die Fed haben auf diese Weise seit dem Jahr 2009 die Geldpolitik bei einem Leitzins nahe Null mit quantitativen Lockerungsmaßnahmen fortgesetzt. In Japan wurden sie bereits im Jahr 2001 eingesetzt.
266. Während der kurzfristige Geldmarktzins unverändert bleibt, wirken diese quantitativen Maßnahmen über **andere Transmissionskanäle**. Dazu zählen Real-kassen-, Portfolio- und Risikoprämieneffekte. Sie ergeben sich daraus, dass Anlagen wie etwa Geld, Devisen, staatliche und private Wertpapiere keine perfekten Substitute sind. Deshalb hängt die Nachfrage nach der jeweiligen Anlage nicht allein von den relativen Preisen, sondern ebenso von den relativen Mengen ab. Anleihekaufprogramme wirken somit auch ohne Zinsänderung stimulierend auf Gesamtnachfrage und Inflation. Ihr Einfluss auf die Inflationserwartungen verstärkt ihre Wirkung (Belke und Klose, 2013). Zu den Wirkungskanälen der

quantitativen Lockerung zählt unter anderem der sogenannte Bankenkanal, über den die Kreditvergabe der Banken angeregt wird (Kashyap et al., 1993; Gambacorta und Marques-Ibanez, 2011).

267. Der **Wechselkurs** kann ebenfalls eine wichtige Rolle als Wirkungskanal der quantitativen Lockerung spielen (Coenen und Wieland, 2003, 2004), denn Wechselkursänderungen resultieren nicht allein aus Zinsdifferenzialen, sondern ebenfalls aus Portfolio- und Risikoprämieneffekten. EZB-Präsident Draghi hat wiederholt darauf hingewiesen, dass die EZB eine divergierende geldpolitische Entwicklung zwischen dem Euro-Raum und anderen Industrienationen, zum Beispiel den Vereinigten Staaten, erwartet. Deshalb rechnet sie mit einer Abwertung des Euro. In der Vergangenheit wurde sogar vorgeschlagen, bei einem Leitzins nahe Null zum Wechselkurs als Instrument der Geldpolitik überzugehen (McCallum, 2000; Svensson, 2001). Dieses Vorgehen würde jedoch im Falle der EZB, wie von Präsident Draghi betont, den Vereinbarungen der Gruppe der zwanzig wichtigsten Industrie- und Schwellenländer (G20) widersprechen.

Außerdem könnte eine Abwertungspolitik Wachstum und Inflation in anderen Ländern negativ beeinflussen. Im Zuge der anhaltenden geldpolitischen Lockerung in den Vereinigten Staaten kam es immer wieder zu Beschwerden seitens der Schwellenländer über unerwünschte Nebenwirkungen, die aus wiederholten Richtungsänderungen der internationalen Kapitalströme resultierten. Eine mögliche Ursache könnte das Abweichen von einer systematischen, und damit prognostizierbaren, Geldpolitik sein (Taylor, 2013).

268. Da sich der Euro-Raum gegenwärtig nicht in einer deflationären Situation befindet, wäre eine weitergehende quantitative Lockerung erst einmal nicht notwendig. Ein Argument für eine **präventive geldpolitische Lockerung** ergibt sich allerdings dann, wenn die (multiplikative) **Unsicherheit über die Transmissionskanäle quantitativer Lockerung** als besonders hoch eingeschätzt wird. [↘ KASTEN 13](#) In diesem Fall sollte die Notenbank den Leitzins zügiger auf Null reduzieren, da sie die Wirkung der Leitzinssenkung verlässlicher einschätzen kann. Zudem sollte sie früher quantitative Maßnahmen ergreifen.

#### [↘ KASTEN 13](#)

##### Theorie und Praxis der quantitativen Lockerung

Bereits unter dem Eindruck fallender Zinsen und Inflationsraten Ende der 1990er-Jahre in Japan wurde die Theorie der Geldpolitik weiterentwickelt, um den Einsatz quantitativer Lockerungsmaßnahmen zu berücksichtigen (Orphanides und Wieland, 2000; Clouse et al., 2003; Coenen und Wieland, 2003, 2004; Auerbach und Obstfeld, 2005; Wieland, 2010). Bei positiven Inflationsraten kann die Notenbank den Leitzins und die Geldbasis nicht als separate Instrumente handhaben. Wählt die Notenbank den Leitzins als Instrument und reagiert auf einen Rückgang der Inflation mit Leitzinssenkungen, so führen die damit verbundenen Offenmarktgeschäfte zu einer Ausweitung der Zentralbankbilanz und der Geldbasis. [↘ ABBILDUNG 39 LINKS](#) Die Reaktion der Notenbank folgt dabei einem Zinssetzungsverhalten ähnlich der oben genannten Änderungs- oder Taylor-Regel.

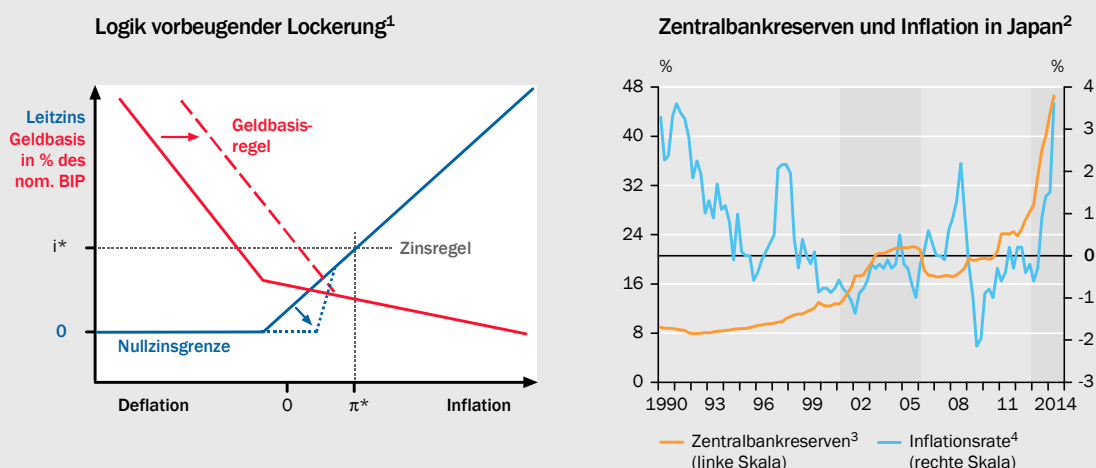
Wenn die Inflation aber so tief fällt, dass die verwendete Zinsregel einen Leitzins von Null vorschreibt, kann die Notenbank auf weitere Rückgänge der Inflationsrate mit einer Ausweitung der Zentralbankbilanz reagieren. Sie wechselt somit das Instrument der Geldpolitik, behält das Ziel der

Inflationkontrolle jedoch bei. Die Geldbasis kann unabhängig vom konstanten Leitzinsniveau durch Aufkaufprogramme ausgeweitet werden. [↪ ABBILDUNG 39 LINKS](#) Man spricht von einer Nullzinsgrenze, da Sparer grundsätzlich auf Bargeld als Wertanlage ausweichen können, wenn Banken Gebühren im Sinne von negativen Zinsen erheben. Da der Zins dann als Wirkungskanal ausfällt, muss die Geldbasis in Reaktion auf zunehmende Deflationsraten proportional stärker angehoben werden. So wird über die verbleibenden Wirkungskanäle (zum Beispiel Geldmengen- und Portfolioeffekte auf Erwartungen, Gesamtnachfrage und Wechselkurs) sichergestellt, dass eine sich selbstverstärkende Deflation vermieden und die Inflation wieder zur Zielrate,  $\pi^*$ , zurückgeführt wird.

Solange die verwendete Zinsregel keinen negativen Leitzins empfiehlt, ist keine zusätzliche quantitative Lockerung erforderlich. Eine Begründung für eine vorbeugende Lockerung ergibt sich erst dann, wenn eine optimierende Notenbank versucht, die Variabilität der Inflationsrate unter Unsicherheit über die Wirkungskanäle ihrer Instrumente zu minimieren (Brainard, 1967; Orphanides und Wieland, 2000). Da die aus dem Zinskanal resultierende multiplikative Unsicherheit geringer ist als diejenige bezüglich Geldmengen- und Portfoliokanälen, wird der Zinskanal stärker genutzt, indem der Leitzins schon bei positiven Inflationsraten auf Null geführt und die Notenbankbilanz ausgeweitet wird. [↪ ABBILDUNG 39 LINKS](#)

[↪ ABBILDUNG 39](#)

### Logik vorbeugender Lockerung, Zentralbankreserven und Inflation in Japan



1 – Die Zinsregel (blau) impliziert Leitzinssenkungen bei fallender Inflation. Damit verbundene Offenmarktgeschäfte führen zu einem Anstieg der Geldbasis (rot). Bei einem Leitzins von Null wird die Geldbasis durch Aufkaufprogramme stärker erhöht. Die vorbeugende Lockerung (gestrichelt) setzt schon bei positiven Inflationsraten an. 2 – Phasen zur quantitativen Lockerung der Bank of Japan als schattierte Bereiche von März 2001 bis März 2006 und von Januar 2013 bis zum aktuellen Rand. 3 – In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. 4 – Nationaler Verbraucherpreisindex (2010 = 100), Veränderung zum Vorjahresquartal, beinhaltet eine Erhöhung der Mehrwertsteuer von 5 % auf 8 % im April 2014. Die Inflationsrate dürfte ohne den Mehrwertsteuereffekt etwa bei 1,5 % statt 3,6 % liegen.

Quellen: BoJ, Cabinet Office, MIC

#### Daten zur Abbildung

SVR-14-338

Im März 2001 wechselte die Bank of Japan (BoJ) bei einem Leitzins nahe Null zur Geldbasis als Instrument, genauer zu den Zentralbankreserven (Current Account Balances, Mindestreserve zuzüglich sonstiger Überschusseinlagen). Zudem kündigte sie an, die Geldbasis solange mittels eines Aufkaufprogramms für Staatsanleihen auszuweiten, bis die Inflationsrate wieder positiv wäre. Infolgedessen stieg die Geldbasis von etwa 14 % des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2001 auf 22 % des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2005. [↪ ABBILDUNG 39 RECHTS](#) Nachdem die Inflationsrate von negativen Werten zwischen -1 % und -2 % wieder auf knapp über 0 % zurückgekehrt war, beendete die BoJ das Aufkaufprogramm im März 2006. Da sie hauptsächlich kurzlaufende Staatsanleihen gekauft hatte, fiel die Geldbasis zügig auf etwa 16 % des Bruttoinlandsprodukts.

Im Zuge der weltweiten Finanzkrise und der Rückkehr der Deflation in Japan folgte seit Beginn des Jahres 2013 ein neues, umfangreicheres Maßnahmenpaket. Es bildet einen Teil des sogenannten

„Abenomics“-Programms, das zudem ein fiskalpolitisches Konjunkturprogramm und Strukturreformen auf Güter- und Faktormärkten umfasst. Die BoJ hat das Inflationsziel von 1 % auf 2 % angehoben, und will dies bis Ende 2015 mit einer Steigerung der Anleihekaufprogramme und einer Ausweitung der Zentralbankbilanz um jährlich 60 bis 70 Billionen Yen erreichen.

In ihrer empirischen Untersuchung der Wirkung der quantitativen Lockerungsmaßnahmen der BoJ verwenden Michaelis und Watzka (2014) ein zeitabhängiges Bayesianisches Vektorautoregressionsmodell (BVAR), um einen quantitativen Lockerungsschock (QL-Schock) zu identifizieren und seine Auswirkungen über die Zeit hinweg einzuschätzen. Eine Erhöhung der Zentralbankreserven um 1 % führt nach Schätzung von Michaelis und Watzka innerhalb eines Jahres zu einem Anstieg der Inflationsrate um fünf bis sechs Basispunkte. Die Auswirkungen des QL-Schocks variieren über die Zeit. Während der Lockerungsphase von März 2001 bis März 2006 sind die Auswirkungen auf die Inflationsrate nur kurzfristig signifikant. Seit dem Jahr 2013 bewirkt der QL-Schock jedoch einen längerfristig signifikanten Anstieg der Kerninflation. Diese empirischen Ergebnisse stützen die Einschätzung der oben genannten Analysen, dass die Notenbank die Inflation bei Zinsen nahe Null mittels quantitativer Lockerungsmaßnahmen stabilisieren kann.

## 4. Zwischenfazit

269. Die von der EZB erwartete Phase längerfristig niedriger Inflationsraten bringt eine Reihe von Risiken mit sich. Das bedeutendste Risiko liegt in einer möglichen anhaltenden Deflationsphase. Die Wahrscheinlichkeit solch einer Entwicklung ist jedoch nach den verfügbaren Einschätzungen recht gering. Die Theorie der Geldpolitik liefert eine schlüssige Begründung für einen Wechsel zur quantitativen Lockerung und Ausweitung der Zentralbankbilanz, wenn der Leitzins nahe Null liegt. Umfangreiche quantitative Lockerungsmaßnahmen können bei einem tatsächlichen Eintreten von Deflation vorgenommen werden. Ein sich selbst verstärkender Deflationsprozess könnte damit vermieden und die Inflation auf das gewünschte Ziel zurückgeführt werden. Eine präventive Lockerung, wie sie von der EZB verfolgt wird, kann dagegen durchaus mit einer hohen Unsicherheit über die Wirkungskanäle der quantitativen Maßnahmen bei einem Leitzins von Null begründet werden.

# VI. RISIKEN FÜR EINE NACHHALTIGE WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

## 1. Geldpolitik, Kreditentwicklung und Vermögenspreise

270. Bereits im Jahr 2002 begründete die **Fed in den Vereinigten Staaten** den verzögerten Ausstieg aus ihrer damaligen Niedrigzinspolitik mit einer **vorbeugenden Deflationsbekämpfung**. Dabei verwiesen ihre Vertreter auf die oben genannten Forschungsergebnisse (Bernanke, 2002). In den Folgejahren erklärte die Fed regelmäßig, dass die Risiken niedriger Inflationsraten in der vorherseh-

baren Zukunft dominierten und somit eine Politik längerfristig niedriger Zinsen gerechtfertigt sei. Die lockere Geldpolitik in den Jahren 2002 bis 2006 war neben unzureichenden regulatorischen Vorgaben zumindest eine von mehreren wichtigen **Ursachen des Booms der Hypothekenkredite** mit geringer Bonität (Subprime) in den Vereinigten Staaten. Denn niedrige Zinsen und ein extremes Kreditwachstum führen tendenziell zu übertriebenen Immobilienpreisen (Borio und White, 2003; Taylor, 2007; Jarocinski und Smets, 2008; Kahn, 2010; McDonald und Stokes, 2013).

Es gab Warnungen vor der Finanzkrise. Vertreter der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (Borio und White, 2003) wiesen auf das Wachstum der Kreditmenge und der Vermögenspreise hin und empfahlen, die Zinspolitik entsprechend anzupassen. Ebenso hätte die Taylor-Regel deutlich höhere Zinsen empfohlen. Die Abweichung nach unten hat wohl zum Boom auf dem Subprime-Markt beigetragen. Ähnliche Fehlentwicklungen in Form von Kredit-, Immobilien- und Vermögenspreisbooms gab es in europäischen Ländern wie dem Vereinigten Königreich, Island, Spanien und Irland.

271. Diese Erfahrung zeigt, dass eine langanhaltende geldpolitische Lockerung **Risiken für die längerfristige wirtschaftliche Entwicklung** mit sich bringt. Vor allem kann sie Anreize für eine übertriebene Renditesuche und Fehlinvestitionen setzen. Zwar verstärken diese Investitionen den Aufschwung für einige Zeit, sie legen aber keine stabile Entwicklung an. Im Zuge einer Neubewertung endet die Boomphase typischerweise in einem scharfen Einbruch. Der Ausbruch der Finanzkrise im Sommer 2007 und die große Rezession in den Jahren 2008 und 2009 sind Beispiele dafür, wenngleich die lockere Geldpolitik für diese nur eine von mehreren wichtigen Ursachen war.
272. Natürlich werden Kreditvergabe und Vermögenspreise von vielen Faktoren beeinflusst. Eine zentrale Rolle spielen darüber hinaus jedoch die **Erwartungen** der Marktteilnehmer über die **längerfristig realisierbaren Erträge**. Bei vielen Anlagen erfordert die Erstellung neuer Objekte eine gewisse Zeit. Umso stärker reagiert zeitnah der Preis der bestehenden Objekte auf gestiegene Ertragserwartungen. Sie lösen Umstrukturierungen in Produktion und Bau aus, die wiederum einen starken Einfluss auf die Konjunktur ausüben. Ob diese Entwicklungen übertrieben sind, ob sie Blasen darstellen, die nach einer gewissen Zeit platzen müssen, und ob die übertriebenen Erwartungen irrational oder rational im Sinne eines selbsterfüllenden Prozesses sind, lässt sich vorab kaum ersehen. Auch rückblickend ist dies nur schwer zu klären. Insbesondere die Korrektur kreditgetriebener Aufschwünge in Sektoren, die größere Umschichtungen in der Wirtschaftsaktivität erfordern, kann die Konjunktur empfindlich treffen.
273. Die **Geldpolitik beeinflusst Kreditvergabe und Vermögenspreise** insbesondere über die Zinsen. Bei höheren Zinsen werden zukünftige Erträge von Investitionsprojekten stärker diskontiert. Außerdem hängen die längerfristigen Kreditzinsen mit den laufenden sowie mit den zukünftig erwarteten Kurzfristzinsen am Geldmarkt zusammen. So kann die Notenbank über den aktuellen Leitzins, durch die Kommunikation über zukünftige Leitzinsen oder durch langfristige Refinanzierungsgeschäfte die längerfristigen Kreditzinsen beeinflussen.

Kredit-, Risiko- und Vermögenskanäle sind wichtige Transmissionsmechanismen der Geldpolitik. Gerade wenn der Geldmarktzins nahe Null liegt, wirken Wertpapierkäufe der Notenbanken über diese Kanäle. Die gegenwärtige akkommodierende Geldpolitik trägt somit in den meisten Industrieländern zu einem Anstieg der Vermögenspreise bei.

274. Die Diskussion um die Rolle der Geldpolitik im Rahmen der Stabilität des Finanzsektors ist von unterschiedlichen und teils gegensätzlichen Positionen geprägt. Grundsätzlich gilt: Das Ziel der Geldpolitik ist die **makroökonomische Stabilität**. Für die Fed und viele andere Notenbanken, die eine sogenannte Inflationsteuerung (Inflation Targeting) verfolgen, umfasst dieses Ziel gleichrangig die Stabilisierung der Inflationsrate möglichst nah am Zielwert sowie der realen Wirtschaftsleistung möglichst nah am Potenzialniveau. Vorrangiges Ziel der Geldpolitik im Euro-Raum ist hingegen die Stabilisierung der Inflationsrate unter, aber nahe 2 %. Nur wenn das Ziel der Preisstabilität nicht beeinträchtigt ist, soll die Geldpolitik noch andere Ziele der Staatengemeinschaft unterstützen, wie zum Beispiel Wirtschaftswachstum und Beschäftigung. Geld-, Kredit- und Vermögenspreisbooms können jedoch Konjunktur und Inflation stark beeinflussen. Die Geldpolitik reagiert deshalb zumindest insoweit auf diese Entwicklungen, wie deren Einfluss auf Konjunktur und Inflation absehbar ist.
275. Die Fed hat es immer abgelehnt, den Leitzins explizit in Reaktion auf die Zunahme der Bankkredite und Immobilienpreise anzuheben. Ihre Position, die häufig als „**benign neglect**“ bezeichnet und mit dem ehemaligen Fed-Chairman Alan Greenspan assoziiert wird, empfiehlt eine asymmetrische Reaktion. Kommt es zu schweren Einbrüchen bei den Vermögenspreisen, so senkt die Notenbank umgehend den Leitzins, um das Bankensystem und indirekt die Vermögenspreise zu stützen. Dies geschieht durch eine großzügige Bereitstellung von Zentralbankliquidität zu günstigen Konditionen. Befürworter des „benign neglect“-Ansatzes befürchten hohe wirtschaftliche Kosten aufgrund der Versuche, die Kredit- und Vermögenspreisentwicklung mit Zinserhöhungen zu bremsen (Bernanke und Gertler, 2001).
276. Die Gegenposition wird oft als „**leaning against the wind**“ bezeichnet. Ihre Vertreter weisen darauf hin, dass das Versprechen der Notenbank, bei einem Einbruch stützend einzugreifen, bei einem Aufschwung aber nicht zu bremsen, zu Übertreibungen bei Bankkrediten und Vermögenspreisen führen würde. Sie empfehlen einen eher symmetrischen Ansatz. Zwar sollen rapides Kreditwachstum oder Vermögenspreiszuwächse nicht mit massiven Zinserhöhungen abgewürgt werden. Die Notenbank soll sich jedoch gegen diese Entwicklung lehnen, indem sie eine Zinsreaktion auf Kreditwachstum oder Vermögenspreise explizit in ihre Reaktionsfunktion einbezieht. Damit können – den Vertretern dieses Ansatzes zufolge – zukünftige Finanzkrisen vermieden oder zumindest deren Ausmaß reduziert werden (Cecchetti et al., 2000; Borio und Lowe, 2002; Bordo und Jeanne, 2002).
277. Anhänger des „benign neglect“-Ansatzes vertreten häufig die Ansicht, dass die Geldpolitik sich um makroökonomische Stabilität kümmern soll, während die **makroprudenzielle Politik** die Finanzstabilität sicherstellen soll. ↘ ZIFFER 394



Die beiden Ziele hängen jedoch zusammen. Eine makroprudenzielle Politik, der es gelingt, die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß zukünftiger Finanzkrisen zu reduzieren, stabilisiert ebenfalls die Wirtschaftsleistung. Geld- und makroprudenzielle Politik beeinflussen sich gegenseitig. Anhänger des „leaning against the wind“-Ansatzes betonen eher die Unsicherheit bezüglich der Wirkung der makroprudenziellen Instrumente. Sie verweisen darauf, dass eine Zinserhöhung in allen Sektoren wirkt und von Banken nicht umgangen werden kann.

Diese Fragen sind zudem Gegenstand vieler neuer wissenschaftlicher Arbeiten. Eine explizite Reaktion auf Vermögenspreise wird in einigen Studien weiterhin sehr kritisch beurteilt (Galí, 2014; Galí und Gambetti, 2014). Dagegen gibt es immer mehr Analysen, welche die Wirkung einer Zinspolitik, die neben Inflation und Wachstum auch explizit auf die Kreditentwicklung reagiert, positiv beurteilen (Kannan et al., 2012; Gambacorta und Signoretti, 2014; Angelini et al., 2012).

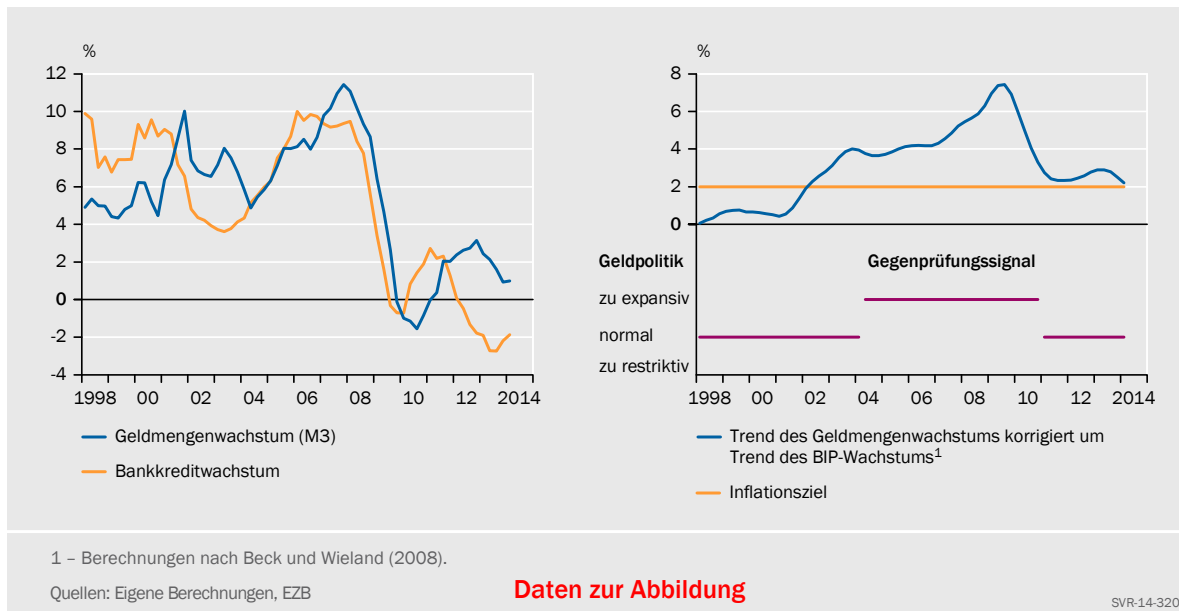
Die Erfahrung aus den Jahren vor der Finanzkrise zeigt, dass manche Maßstäbe und Regeln für die Zinspolitik, die sich an Inflation und Bruttoinlandsprodukt orientieren, durchaus eine restriktivere Politik empfohlen hätten. Dazu gehört die ursprüngliche Taylor-Regel, die ohne eine explizite Reaktion auf Kreditentwicklung oder Vermögenspreise ein stärkeres „leaning against the wind“ empfohlen hätte, als die Zinspolitik der Fed. Der **Sachverständigenrat** hält es zumindest für notwendig, die Risiken für die längerfristige wirtschaftliche Entwicklung, die sich aus Fehlanreizen im Finanzsektor ergeben könnten, zusammen mit den Risiken längerfristig niedriger Inflationsraten in einer geldpolitischen Risikoabwägung zu berücksichtigen.

## 2. Mögliche Fehlentwicklungen: Vor der Krise und aktuell

278. Zunächst sind Indikatoren zu identifizieren, die in der Zeit vor der Finanzkrise Anzeichen für Fehlentwicklungen im Euro-Raum lieferten. Die EZB weist der **Geld- und Kreditentwicklung** eine besondere Bedeutung im Rahmen der **monetären Säule ihrer Strategie** zu. Sie untersucht regelmäßig, ob der Trend des Geldmengenwachstums mittel- oder längerfristige Risiken für die Preisstabilität aufzeigt. Die Analyse monetärer Trends dient ihr zur Gegenprüfung der Inflationsprognose, die basierend auf der konjunkturellen Analyse die andere Säule der EZB-Strategie bildet. Kredite sind aus Sicht der Geschäftsbanken das bilanzielle Gegenstück zu Einlagen, die Bestandteile der für die EZB wichtigen Geldmengenaggregate sind. So überrascht es nicht, dass Geldmenge und Bankkredite zumeist eine ähnliche Entwicklung aufweisen. [↘ ABBILDUNG 40 LINKS](#) Ihre Wachstumsraten nahmen ab dem Jahr 2004 deutlich zu. Gegen Ende des Jahres 2005 hat die EZB dann ihre Zinswende mit Signalen der monetären Säule begründet (Trichet, 2006, 2008).
279. Beck und Wieland (2007, 2008) haben die monetäre Gegenprüfung und ihre Wirkung in makroökonomischen Modellen analysiert. Eine praktische Anwendung liefert erstmalig Mitte des Jahres 2004 einen signifikanten Ausschlag.

▸ **ABBILDUNG 40**

**Geldmenge und Bankkredite**



▸ **ABBILDUNG 40 RECHTS** Zu diesem Zeitpunkt lag die Trendrate des Geldmengenwachstums (M3) lange genug über dem Wert, der mit einem Inflationsziel von 2 % konsistent wäre, um sie statistisch als Gefahr für die Stabilität einzuordnen. Der Geldmengentrend wird dabei um das Trendwachstum des Bruttoinlandsprodukts, gewichtet nach der Einkommenselastizität der Geldnachfrage, korrigiert. Dieser Indikator signalisiert demnach ebenso wie die Anwendung der Taylor-Regel auf den Euro-Raum, dass der Leitzins in den Jahren vor der Krise zu niedrig lag. ▸ **ZIFFER 250**

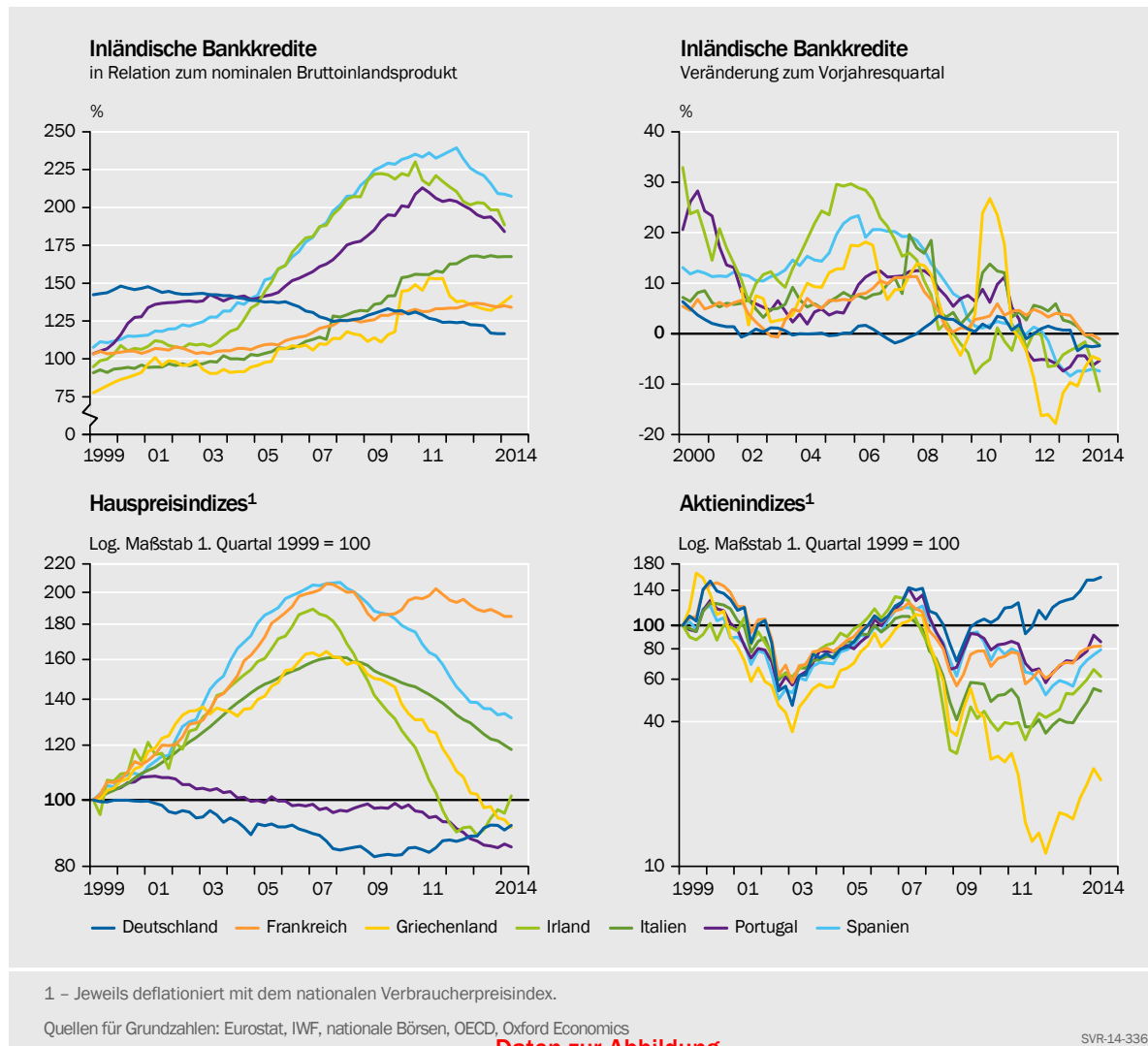
## Bankkredite und Vermögenspreise in Mitgliedstaaten des Euro-Raums

280. Die Entwicklung der Bankkreditvergabe und Vermögenspreise vor der Finanzkrise verlief sehr unterschiedlich in den Mitgliedstaaten des Euro-Raums. Dies bedeutet nicht, dass die Geldpolitik keinen Beitrag zu den Übertreibungen in den einzelnen Ländern geliefert hat. Die von der EZB bereitgestellte Liquidität verteilt sich nicht symmetrisch über die Fläche. Sie fließt primär in die Sektoren und Regionen, in denen die Differenz zwischen Ertragsersparungen und Finanzierungskosten am größten erscheint. Deshalb empfiehlt es sich, auf nationaler Ebene nach **Warnsignalen** vor der Finanzkrise zu suchen. Zur Identifikation eines Kreditbooms ist es sinnvoll, die Kreditvergabe im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt zu untersuchen (Borio und Lowe, 2002).

Diese Größe zeigt eindrucksvoll, wie stark die Kreditvergabe in Spanien, Portugal und Irland vor der Finanzkrise angewachsen war. ▸ **ABBILDUNG 41 OBEN LINKS** In Spanien und Irland stiegen infolgedessen die Bauaktivität und die Immobilienpreise rasant an. ▸ **ABBILDUNG 41 UNTEN LINKS** Diese Expansion legte schon damals ein gewisses Maß an Fehlinvestitionen nahe (JG 2013 Kasten 26, Ziffer 839), mit signifikanten Auswirkungen auf die Arbeitsmärkte (JG 2012 Kasten 1). In Italien und Frankreich stiegen die Immobilienpreise ebenfalls deutlich stärker als zum

▸ **ABBILDUNG 41**

**Kredite, Hauspreise und Aktienindizes in ausgewählten Mitgliedstaaten des Euro-Raums**



Beispiel in Deutschland. Die Aktienkurse legten dagegen in allen betrachteten Ländern zwischen 2003 und 2007 überdurchschnittlich zu. ▸ **ABBILDUNG 41 UNTEN RECHTS**

- 281.** Eine **weitergehende Einschätzung** der Risiken aus Kreditentwicklung und Vermögenspreisen lässt sich mithilfe der Berechnung von Schwellenwerten erreichen. Entsprechende ökonometrische Verfahren wurden von Borio und Drehmann (2009) und Dell’Ariccia et al. (2012) vorgeschlagen (Expertise 2010 Kasten 4). Der Kreditboom vor der Finanzkrise führte in Irland zu Überschreitungen der drei Schwellenwerte von Borio und Drehmann (2009) und der zwei Schwellenwerte von Dell’Ariccia et al. (2012). In Spanien, Griechenland und Italien wurden vier und im Euro-Raum insgesamt immerhin noch drei der fünf Schwellenwerte überschritten. ▸ **KASTEN 14**

#### ▸ KASTEN 14

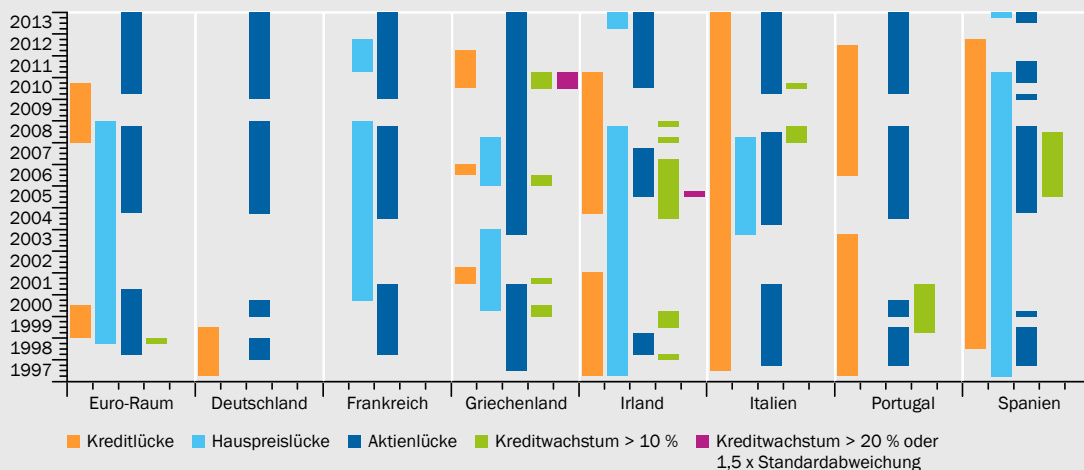
### Schwellenwerte für Kredit- und Vermögenspreiszyklen

Um zu bestimmen, ob sich durch eine zu starke Kreditvergabe und Vermögenspreisanstiege Risiken im Finanzsektor aufbauen, berechnen eine Reihe von Autoren konkrete Schwellenwerte, die sie als Warnzeichen bezüglich möglicher Fehlentwicklungen interpretieren. Borio und Drehmann (2009) analysieren das Verhältnis des Kreditvolumens zum Bruttoinlandsprodukt (Kredit/BIP-Verhältnis), die Immobilienpreisentwicklung und die Aktienpreisentwicklung (Expertise 2010 Kasten 4). Sie verwenden die kumulierte prozentuale Abweichung der jeweiligen Variablen von ihrem einseitig gefilterten Trend, um Fehlentwicklungen über einen längeren Zeitraum zu erfassen. Sie ermitteln über Signal-to-noise-ratios, dass bei kumulierten Trendabweichungen von über 4 % für das Kredit/BIP-Verhältnis, über 15 % bei Immobilienpreisen und über 40 % bei Aktienpreisen das Risiko eines Auftretens von Banken Krisen in den nächsten drei Jahren deutlich erhöht ist.

Dell’Ariccia et al. (2012) stellen kurzfristiger orientierte Schwellenwerte für einen Kreditboom auf. Liegt die jährliche Wachstumsrate des Kredit/BIP-Verhältnisses über 20 %, werten sie dies als Hinweis auf einen Kreditboom. Liegt das Wachstum zwischen 10 % und 20 %, so hängt es von der Abweichung des Kredit/BIP-Verhältnisses vom einseitigen kubischen Trend über die vergangenen zehn Jahre ab. Liegt diese über der 1,5-fachen Standardabweichung, signalisiert sie ebenfalls einen Kreditboom. Gibt man jedem Schwellenwert nun die gleiche Wertigkeit, wobei im Falle von Dell’Ariccia et al. (2012) ein Punkt für ein Kreditwachstum über 10 % und nochmal ein Punkt für ein Kreditwachstum über 20 % oder die Überschreitung der 1,5-fachen Standardabweichung vergeben wird, so kann ein Punktwert für einzelne Länder zu jedem Zeitpunkt errechnet werden. Je höher der Punktwert, desto stärker ist das Signal bezüglich Fehlentwicklungen im Finanzsektor.

#### ▸ ABBILDUNG 42

### Überschreitungen finanzieller Grenzwerte<sup>1</sup>



1 – Eigene Berechnungen.

SVR-14-184

▸ ABBILDUNG 42 zeigt die Ergebnisse für Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien sowie Griechenland, Irland, Portugal und den Euro-Raum als Ganzes. Zu Beginn der Währungsunion waren bereits höhere Ausschläge aufgetreten. Vor der Finanzkrise, in den Jahren 2005 bis 2007, zeigte sich die höchste Zahl an Überschreitungen von Schwellenwerten, insbesondere in Irland, Spanien, Griechenland und Italien. Seit dem Jahr 2013 werden in allen Ländern und im Euro-Raum die Schwellenwerte für Aktienpreise überschritten. In Irland und Spanien kommen die Immobilienpreise hinzu. Dies scheint aber eher Ergebnis einer ersten Erholung zu sein. In Italien schlägt immer noch die Kreditlücke an. Dies liegt jedoch primär an der schwachen Entwicklung des italienischen Bruttoinlandsprodukts.

## Gegenwärtige Risiken für längerfristige Fehlentwicklungen

282. Der Bankensektor im Euro-Raum befindet sich immer noch in der Krise. Seine Schwächen sollten durch regulatorische und fiskalische Maßnahmen im Rahmen des Übergangs zur neuen europäischen Bankenaufsicht und Bankenabwicklung behoben werden. [↘ ZIFFERN 305 FF.](#) Die Geldpolitik wirkt derzeit stützend auf den Bankensektor. GLRG und ABS-Ankaufprogramme können als Subventionen des Bankensektors gesehen werden. Gleichzeitig bringt die andauernde Niedrigzinspolitik die **Banken jedoch unter immer größeren Ertragsdruck**. Der Wettbewerb treibt Banken zu verstärkter Renditesuche. Infolgedessen können Risiken unterschätzt und Kapital fehlgeleitet werden. Hinzu kommt ein steigendes Risiko im Zusammenhang mit der Fristentransformation. Wenn die Zinsen in der Zukunft wieder steigen, wird die Refinanzierung der in der gegenwärtigen Niedrigzinsphase vergebenen Kredite teuer. Die beabsichtigte weitere geldpolitische Lockerung der EZB führt zu einer noch großzügigeren Ausstattung des Finanzsektors mit Zentralbankliquidität und erhöht tendenziell diese Zinsänderungsrisiken. Das ABS-Programm setzt zusätzliche Anreize für Banken, das freiwerdende Kapital für eine riskantere Kreditvergabe einzusetzen.
283. Der **Sachverständigenrat** kann bei der gegenwärtigen Datenlage nicht darauf schließen, dass schon der Grundstein für den nächsten Boom-Bust-Zyklus durch bereits vorhandene große Fehlentwicklungen im Finanzsektor gelegt ist. Im Rahmen einer geldpolitischen Risikoabwägung müssen jedoch die in einigen Sektoren sehr lockeren Finanzierungsstandards und die Anreize für Banken, zunehmende Zinsänderungs- und Ausfallrisiken einzugehen, berücksichtigt werden:
- Erstens: Eine Analyse der monetären Trends, korrigiert um den Trend des Wachstums des Bruttoinlandsprodukts, weist nach einer langen Phase überhöhten **Geldmengenwachstums** lediglich auf eine Normalisierung seit dem Jahr 2010 hin. [↘ ABBILDUNG 40](#)
  - Zweitens: Das **Kreditwachstum** an Nichtbanken im Euro-Raum ist weiterhin negativ. Zum Teil lag dies am Rückgang der Bankkredite in Deutschland (Anteil von 20 % bis 25 % in den vergangenen drei Quartalen), der auf die Einstufung der Eurex Clearing AG als Bank seit August 2013 zurückzuführen ist. In Spanien, Portugal und Irland ist der Rückgang der Kredite noch stärker ausgeprägt, das Kredit/BIP-Verhältnis ist jedoch im Vergleich zu Deutschland immer noch relativ hoch. [↘ ABBILDUNG 41 OBEN](#) In Italien stagniert das Kreditwachstum, das Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt ist aber aufgrund der schwachen Wirtschaftsleistung weiter gestiegen.
  - Drittens: Die **Immobilienpreise** sind in den meisten Ländern weiterhin rückläufig, in Deutschland steigen sie dagegen seit Jahren. [↘ ABBILDUNG 41 UNTEN LINKS](#) Der Anstieg der Immobilienpreise in Deutschland wirkt zwar im Vergleich zu den Wachstumsraten in Spanien und Irland vor der Krise noch gering (JG 2013 Ziffer 838), aber die Deutsche Bundesbank und die BIZ weisen warnend darauf hin, dass Preise für Wohnungen in den großen Städten seit dem Jahr 2008 um 45 % gestiegen sind (BIZ, 2014).

- Viertens: In den meisten Ländern haben die **Aktienpreise** im Jahr 2013 bestimmte Schwellenwerte ↘ **KASTEN 14** überschritten. Hier bauen sich Risiken auf. Der Anstieg der Vermögenspreise hängt mit der lockeren Geldpolitik und der Erwartung langfristig niedriger Zinsen zusammen. Allerdings fällt ein Einbruch der Wirtschaftsleistung im Zuge einer Neubewertung bei einem Vermögenspreisboom, der kaum kreditfinanziert ist, geringer als bei einem kreditgetriebenen Boom aus.
- Fünftens: Die Anwendung der **Taylor-Regel** auf den Euro-Raum legt ebenfalls nahe, dass eine weitere massive Lockerung der Geldpolitik zu höheren Risiken für die längerfristige wirtschaftliche Entwicklung führen könnte.
- Sechstens: Neben Banken beteiligten sich andere Finanzintermediäre und Investoren an der Renditesuche. Dies zeigt sich zum Beispiel bei **Anleihen von Unternehmen geringer Bonität** wie im „iTraxx Europe Crossover“. Der Index, der die CDS-Spreads der 50 liquidesten Unternehmen mit einer Bonität unterhalb des „Investment Grade“-Bereichs bündelt, hat zum Beispiel bereits wieder das **Niveau aus dem Jahr 2006** vor der Finanzkrise erreicht.

### 3. Risiken für eine nachhaltige Wirtschaftspolitik

284. Eine akkommodierende Geldpolitik kann dazu führen, dass die Mitgliedstaaten Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen vermeiden, verzögern oder verringern. Bereits die OMT-Ankündigung brachte Fehlanreize für die nationale Wirtschaftspolitik mit sich (JG 2013 Ziffern 170 ff.). Eine weitere und länger anhaltende massive Lockerung der Geldpolitik, möglicherweise noch inklusive breit angelegter Staatsanleihekäufe, könnte Konsolidierungs- und Reformanstrengungen wieder schwächen.
285. **Geldpolitik und fiskalische Konsolidierung** stehen in einem direkten strategischen Zusammenhang. Zinssenkungen der Notenbank reduzieren in der Regel zugleich die Finanzierungskosten des Staates. Bei einem Leitzins nahe Null haben Staatsanleihekäufe in den Vereinigten Staaten, Japan und dem Vereinigten Königreich die Staatsfinanzierung erleichtert. Im Euro-Raum hat die OMT-Ankündigung zu einem deutlichen Rückgang der Finanzierungskosten der Regierungen in Spanien und Italien geführt. ↘ **ZIFFERN 223 F**. Diese Kostensenkung kann von den Regierungen einerseits als Chance wahrgenommen werden, die Ersparnis für eine zügigere Konsolidierung einzusetzen. Andererseits ergibt sich der Anreiz, die Verschuldung hoch zu halten.

Die (ehemaligen) Programmländer Irland, Griechenland und Portugal haben jedenfalls große Fortschritte bei der fiskalischen Konsolidierung erzielt. Sie waren allerdings strengen makroökonomischen Konditionen im Rahmen der EFSF-Programme unterworfen. Spanien und Italien haben ebenfalls bedeutende Konsolidierungsanstrengungen unternommen. Während Spanien, das ein bankensektorspezifisches Programm des ESM durchlief, die Ausgaben stark senkte, setzte Italien auf Steuererhöhungen. Dabei hat EZB-Präsident Draghi in Bezug auf Italien wiederholt darauf hingewiesen, dass ausgabenbasierte Konsolidie-



rungsprogramme wachstumsförderlicher wären. Der Sachverständigenrat kam im Rahmen einer modellbasierten Analyse zu demselben Ergebnis (JG 2013 Ziffern 224 ff.). Der IWF empfiehlt Italien ebenfalls eine entsprechende Umschichtung der Konsolidierung (IWF, 2014). Die niedrigen Zinsen sind von der italienischen Regierung bisher jedoch nicht als Chance zum Umsteuern genutzt worden.

286. Timing, Ausmaß und Zielrichtung **struktureller Wirtschaftsreformen** werden durch politische Machtverhältnisse und die Dringlichkeit der betreffenden wirtschaftlichen Probleme beeinflusst. Die Geldpolitik wirkt über die wirtschaftliche Lage auf die Reformpolitik ein. Einerseits könnte die Lockerung als Spielraum für zügigere Reformschritte genutzt werden. Andererseits setzt sie Anreize, notwendige Reformen auf einen politisch opportunen, späteren Zeitpunkt zu verschieben (Leiner-Killinger et al., 2007). Die Erfahrung im Euro-Raum legt nahe, dass vor allem Regierungen, deren Land sich in einer Krisensituation befindet, Reformen auf den Weg bringen, die für mehr Wettbewerb und freiere Märkte sorgen. Ein Beispiel dafür sind die Reformen, die mit der Agenda 2010 in Deutschland in der ersten Hälfte der 2000er-Jahre umgesetzt wurden.

Dagegen beschränken die Reformen, die angesichts der guten wirtschaftlichen Lage in Deutschland im Lauf des Jahres 2014 umgesetzt wurden, die Preisbildung an Märkten. Sie sind von rückwärtsgewandtem Charakter (JG 2013 Ziffern 2 f.). Im Euro-Raum unternahmen die Programmländer, die makroökonomischen Konditionen unterworfen sind, bedeutende strukturelle Reformen, die sich in Fortschritten bei den makroökonomischen Anpassungsprozessen niedergeschlagen haben. ↘ ZIFFERN 216 FF. Spanien, das ein Programm für den Finanzsektor durchlief, hat ebenfalls umfangreiche marktorientierte Reformen umgesetzt. In anderen großen Mitgliedstaaten wie Frankreich und Italien sind die Reformanstrengungen vergleichsweise geringer.

287. Die EZB wirbt regelmäßig für marktorientierte strukturelle Reformen. In der Pressekonferenz im August 2014 wies EZB-Präsident Draghi beispielsweise im Zusammenhang mit der **wirtschaftlichen Stagnation in Italien** darauf hin, dass der **Reformstau** Grund für die Investitionszurückhaltung sei. ↘ ZIFFER 217 Er erwähnte lähmende Regularien und fehlende Reformen des Arbeitsmarkts, der Produktmärkte und der öffentlichen Verwaltung. Ein aktueller Bericht der Europäischen Kommission kommt zu dem Schluss, dass der Schwung der Reformpolitik in Italien nachgelassen hat (Europäische Kommission, 2014). Laut IWF-Stabsbericht vom September sind tiefgreifende strukturelle Reformen in Italien dringend notwendig (IWF, 2014). Der Bericht führt zahlreiche Reformempfehlungen bezüglich des Arbeitsmarkts, der Justiz, der Wettbewerbspolitik und Korruptionsbekämpfung an, die ihrer Umsetzung harren oder noch gar nicht angegangen wurden.
288. Ein direktes quid pro quo zwischen geldpolitischen Maßnahmen und konkreten Reformschritten in einzelnen Ländern wäre sicherlich nicht durch das **Mandat der EZB** gedeckt. Nach **Einschätzung des Sachverständigenrates** sollte die EZB jedoch die Risiken, die sich aus einer weiteren, länger anhaltenden geldpolitischen Lockerung für die Nachhaltigkeit der längerfristigen wirtschaft-

lichen Entwicklung im Euro-Raum insgesamt ergeben, im Rahmen einer geldpolitischen Risikoabwägung berücksichtigen. Dabei sollten Richtung und Geschwindigkeit struktureller Reformen nicht ausgeklammert werden.

## VII. FAZIT: RISIKOABWÄGUNG SPRICHT DERZEIT GEGEN WEITERE LOCKERUNG

289. Die Maßnahmen zur Wiedergewinnung der Wettbewerbsfähigkeit in den Krisenländern des Euro-Raums haben zu ersten konvergierenden Entwicklungen geführt. Die verbesserte Wirtschaftslage rührt also nicht allein von der OMT-Ankündigung der EZB her. Um diesen Prozess erfolgreich fortzuführen, müssen die nationalen Regierungen die Reform- und Konsolidierungsschritte weiter vorantreiben. Die EZB hat in Reaktion auf den Rückgang der Inflation und die schwächer als erwartete Erholung im Euro-Raum inzwischen weitere umfangreiche geldpolitische Lockerungsmaßnahmen auf den Weg gebracht. Dabei stehen nicht die Leitzinssenkungen, sondern die neuen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte und die Wertpapierkaufprogramme im Vordergrund. Damit soll die EZB-Bilanz massiv ausgeweitet werden.
290. Grundsätzlich ist der Übergang zu quantitativen Maßnahmen sinnvoll, wenn eine weitere Lockerung notwendig ist, der Leitzins aber bereits bei Null liegt. Im Vergleich zu der bisherigen Reaktion der EZB auf Inflations- und Wachstumserwartungen sowie der Taylor-Regel bedeutet die massive Ausweitung der EZB-Bilanz jedoch eine besondere zusätzliche Lockerung der Geldpolitik. Sie kann als Vorbeugung gegen die Risiken längerfristig niedriger Inflationsraten, insbesondere das Risiko einer Deflationsphase, begründet werden. Bei ihrer geldpolitischen Risikoabwägung sollte die EZB ebenfalls die entgegen gerichteten Risiken, die sich aus der weiteren Lockerung für die längerfristige wirtschaftliche Entwicklung ergeben, gewichten.

Nach **Einschätzung des Sachverständigenrates** stehen dem gegenwärtig verhältnismäßig geringen Deflationsrisiko ebenfalls moderate, aber nicht zu vernachlässigende Risiken für die längerfristige wirtschaftliche Entwicklung gegenüber. Sie entstehen aus möglichen Fehlentwicklungen im Finanzsektor und Anreizen für nachlassende Reform- und Konsolidierungsbemühungen. Im Rahmen dieser Abwägung kommt der Sachverständigenrat zu dem Schluss, dass die EZB eine **weitere massive Ausweitung ihrer Bilanz** wegen der damit einhergehenden Risiken derzeit **besser vermeiden sollte**. Dies schließt nicht aus, dass bei Eintreten einer deflationären Entwicklung eine weitere quantitative Lockerung notwendig werden kann.

291. Die Lage der EZB ist das Ergebnis der unzureichenden Antwort der Mitgliedstaaten auf die Krise im Euro-Raum. Setzt die EZB die Lockerung weiter um, können sich die Mitgliedstaaten weiter aus der Verantwortung stellen. Die Bundesregierung sollte sich daher verstärkt für die **Fortsetzung der Konsolidie-**

**rungs- und Reformpolitik** in den Krisenländern einsetzen und die Europäische Kommission in ihrem Bemühen um Strukturreformen und die Konsolidierung öffentlicher Haushalte unterstützen. Die Bundesregierung kann dies nur glaubhaft tun, wenn sie mit gutem Beispiel vorangeht.

---

## Eine andere Meinung

292. Ein Mitglied des Rates, **Peter Bofinger**, kann nicht die Aussage der Mehrheit teilen, die Europäische Zentralbank (EZB) solle bei ihrer geldpolitischen Risikoabwägung „Richtung und Geschwindigkeit struktureller Reformen“ berücksichtigen. Die Reformen der Agenda 2010 seien ein Beispiel dafür, dass es einer Krisensituation bedürfe, um grundlegende Reformen politisch umsetzen zu können.

↘ ZIFFER 286

293. Dabei muss jedoch beachtet werden, dass die deutsche **Lohnmoderation** wesentlich vom europäischen makroökonomischen Umfeld der Jahre 2002 bis 2007 profitieren konnte, das von der damaligen Niedrigzinspolitik der EZB geprägt war. ↘ ZIFFER 250 Dass Strukturreformen nur erfolgreich sein können, wenn sie in einem positiven makroökonomischen Umfeld umgesetzt werden, wird auch durch die neuere Literatur bestätigt (Eggertson et al., 2014).

Es wäre somit fatal, wenn die EZB auf eine – aufgrund von Risiken für die Preisentwicklung gebotene – geldpolitische Lockerung verzichten würde, weil dies zu einer günstigeren makroökonomischen Entwicklung in einzelnen Ländern führen könnte und somit möglicherweise für einzelne Länder Anreize gesetzt würden, notwendige Reformen zu verschieben.

294. Eine geldpolitische Risikoabwägung, wie sie die Mehrheit befürwortet, würde dem Mandat der EZB auch deshalb nicht gerecht, weil sie grundsätzlich nicht für die Wirtschaftspolitik in einzelnen Mitgliedstaaten zuständig ist und schon gar nicht für die Ausgestaltung beispielsweise der Arbeitsmarktordnung in Ländern wie Frankreich oder Italien.

## Literatur zum Minderheitsvotum

Eggertsson, G., A. Ferrero und A. Raffo (2014), Can structural reforms help Europe?, *Journal of Monetary Economics* 61, 2-22.

# LITERATUR ZUM KAPITEL

- Adam, K. und R.M. Billi (2007), Discretionary monetary policy and the zero lower bound on nominal interest rates, *Journal of Monetary Economics* 54, 728-752.
- Adam, K. und R.M. Billi (2006), Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates, *Journal of Money, Credit and Banking* 38, 1877-1905.
- Altavilla, C., D. Giannone und M. Lenza (2014), *The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements*, CSEF Working Paper No. 352, Neapel.
- Angelini, P., S. Neri und F. Panetta (2012), *Monetary and macroprudential policies*, Working Paper No 1449, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Auerbach, A.J. und M. Obstfeld (2005), The case for open-market purchases in a liquidity trap, *American Economic Review* 95, 110-137.
- Beck, G.W. und V. Wieland (2008), Central bank misperceptions and the role of money in interest-rate rules, *Journal of Monetary Economics* 55, S1-S17.
- Beck, G.W. und V. Wieland (2007), Money in monetary policy design: A formal characterization of ECB-style cross-checking, *Journal of the European Economic Association* 5, 524-533.
- Belke, A. und J. Klose (2013), Modifying Taylor reaction functions in the presence of the zero-lower-bound – Evidence for the ECB and the Fed, *Economic Modelling* 35, 515-527.
- Bernanke, B.S. (2002), *Deflation: Making sure „it“ doesn't happen here*, Rede, National Economists Club, Washington, DC, 21. November 2002.
- Bernanke, B.S. und M. Gertler (2001), Should central banks respond to movements in asset prices?, *American Economic Review* 91, 253-257.
- Bernanke, B.S. und M. Woodford (1997), Inflation forecasts and monetary policy, *Journal of Money, Credit and Banking* 29, 653-84.
- BIZ (2014), *Quartalsbericht, September 2014*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.
- Bordo, M.D. und O. Jeanne (2002), Monetary policy and asset prices: Does ‚benign neglect‘ make sense?, *International Finance* 5, 139-64.
- Borio, C. und P. Disyatat (2014), *Low interest rates and secular stagnation: Is debt a missing link?*, VoxEU.org, 25. Juni 2014.
- Borio, C. und M. Drehmann (2009), Assessing the risk of banking crises - revisited, *BIS Quarterly Review* März 2009, 29-46.
- Borio, C. und P. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, BIS Working Papers No 114, Basel.
- Borio, C. und W. White (2003), *Whither monetary and financial stability? The Implications of evolving policy regimes*, Konferenzpapier, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, 28.-30. August 2003.
- Brainard, B.S. (1967), Uncertainty and the effectiveness of policy, *American Economic Review* 57, 411-425.
- Bundesverfassungsgericht (2014), *Hauptsacheverfahren ESM/EZB: Urteilsverkündung sowie Vorlage an den Gerichtshof der Europäischen Union*, Pressemitteilung 9/2014, Karlsruhe, 7. Februar.
- Camba-Mendez, G., J.Á. García und D.R. Palenzuela (2003), Relevant economic issues concerning the optimal rate of inflation, in: Issing, O./EZB (Hrsg.): *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main, 91-125.
- Cecchetti, S.G., H. Genberg, J. Lipsky und S.B. Wadhvani (2000), *Asset prices and central bank policy*, Geneva Reports on the World Economy 2, Center for Economic Policy Research, London.
- Clouse, J., D. Henderson, A. Orphanides, D.H. Small und P.A. Tinsley (2003), Monetary policy when the nominal short-term interest rate is zero, *The B.E. Journal of Macroeconomics* 3, 1-65.
- Coenen, G. (2003), Zero lower bound: Is it a problem in the Euro Area?, in: Issing, O./EZB (Hrsg.): *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main, 139-155.
- Coenen, G. und V. Wieland (2004), Exchange-rate policy and the zero bound on nominal interest rates, *American Economic Review* 94, 80-84.

- Coenen, G. und V. Wieland (2003), The zero-interest-rate bound and the role of the exchange rate for monetary policy in Japan, *Journal of Monetary Economics* 50, 1071-1101.
- Danmarks Nationalbank (2012), *Interest rate reduction*, Pressemitteilung, Kopenhagen, 5. Juli.
- Dell’Ariccia, G., D. Igan, L. Laeven, H. Tong, B.B. Bakker und J. Vandebussche (2012), *Policies for macrofinancial stability: How to deal with credit booms*, IMF Staff Discussion Note SDN/12/06, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- Dotsey, M., R.G. King und A.L. Wolman (1999), State-dependent pricing and the general equilibrium dynamics of money and output, *Quarterly Journal of Economics* 114, 655-690.
- Eggertsson, G.B. und M. Woodford (2003), The zero bound on interest rates and optimal monetary policy, *Brookings Papers on Economic Activity* 34, 139-235.
- Europäische Kommission (2014), *Market reforms at work in Italy, Spain, Portugal and Greece*, European Economy 5/2014, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen, Brüssel.
- EZB (2003), ECB press release: The ECB’s monetary policy strategy, in: Issing, O./EZB (Hrsg.): *Background studies for the ECB’s evaluation of its monetary policy strategy*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main, 329-330.
- Financial Times (2014), *ECB poised to start its lending spree*, 16. September 2014.
- Fisher, I. (1933), The debt-deflation theory of great depressions, *Econometrica* 1, 337-357.
- Fratzscher, M. (2014), *Low interest rates and secular stagnation: Is debt a missing link?*, project-syndicate.org, 10. Februar 2014.
- Galí, J. (2014), Monetary policy and rational asset price bubbles, *American Economic Review* 104, 721-752.
- Galí, J. und L. Gambetti (2014), The effects of monetary policy on stock market bubbles: Some evidence, *American Economic Journal: Macroeconomics*, im Erscheinen.
- Gambacorta, L. und D. Marques-Ibanez (2011), *The bank lending channel: Lessons from the crisis*, BIS Working Papers No 345, Basel.
- Gambacorta, L. und F.M. Signoretti (2014), Should monetary policy lean against the wind?, *Journal of Economic Dynamics and Control* 43, 146-174.
- Gros, D., C. Alcidi und A. Giovannini (2014), *Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs): Will they revitalise credit in the Euro Area?*, Arbeitspapier, CEPS, Brüssel.
- Issing, O. (Hrsg.) (2003), *Background studies for the ECB’s evaluation of its monetary policy strategy*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- IWF (2014), *Italy: Article IV consultation*, IMF Country Report No. 14/283, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- Jarocinski, M. und F.R. Smets (2008), House prices and the stance of monetary policy, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 339-366.
- Kahn, G.A. (2010), Taylor rule deviations and financial imbalances, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 63-99.
- Kannan, P., P. Rabanal und A.M. Scott (2012), Monetary and macroprudential policy rules in a model with house price booms, *The B.E. Journal of Macroeconomics* 12, 1-44.
- Kashyap, A.K., J.C. Stein und D.W. Wilcox (1993), Monetary policy and credit conditions: Evidence from the composition of external finance, *American Economic Review* 83, 78-98.
- Kleemann, M. (2014), Die globalen Auswirkungen der Ukraine-Krise: Ergebnisse des jüngsten ifo World Economic Survey, *ifo Schnelldienst* 16/2014, 50-52.
- Klose, J. (2013), Negative Einlagezinsen im Euroraum? Lehren aus Dänemark, *Wirtschaftsdienst* 93, 824-827.
- Krugman, P.R. (1998), It’s baaack: Japan’s slump and the return of the liquidity trap, *Brookings Papers on Economic Activity* 29, 137-206.
- Laubach, T. und J.C. Williams (2003), Measuring the natural rate of interest, *Review of Economics and Statistics* 85, 1063-1070.
- Leiner-Killinger, N., V. López Pérez, R. Stiegert und G. Vitale (2007), *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – A survey of the literature*, Occasional Paper No. 66, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Levin, A., V. Wieland und J. C. Williams (2003), The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty, *American Economic Review* 93, 622-645.

- McCallum, B.T. (2000), Theoretical analysis regarding a zero lower bound on nominal interest rates, *Journal of Money, Credit and Banking* 32, 870-904.
- McDonald, J. und H. Stokes (2013), Monetary policy and the housing bubble, *Journal of Real Estate Finance and Economics* 46, 437-451.
- Mesonnier, J.-S. und J.-P. Renne (2007), A time-varying „natural“ rate of interest for the Euro Area, *European Economic Review* 51, 1768-1784.
- Michaelis, H. und S. Watzka (2014), *Are there differences in the effectiveness of quantitative easing at the zero-lower-bound in Japan over time?*, CESifo Working Paper No. 4901, München.
- Musso, A., L. Stracca und D. van Dijk (2009), Instability and nonlinearity in the Euro Area Phillips Curve, *International Journal of Central Banking* 5, 181-212.
- Orphanides, A. und V. Wieland (2013), Complexity and monetary policy, *International Journal of Central Banking* 9, 167-204.
- Orphanides, A. und V. Wieland (2000), Efficient monetary policy design near price stability, *Journal of the Japanese and International Economies* 14, 327-365.
- Orphanides, A. und V. Wieland (1998), *Price stability and monetary policy effectiveness when nominal interest rates are bounded at zero*, FEDS Working Paper 1998-35, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.
- Orphanides, A. und J.C. Williams (2002), Robust monetary policy rules with unknown natural rates, *Brookings Papers on Economic Activity* 33, 63-146.
- Reifschneider, D. und J.C. Williams (2000), Three lessons for monetary policy in a low inflation era, *Journal of Money, Credit and Banking* 32, 936-966.
- Siekmann, H. und V. Wieland (2014), *The German Constitutional Court's decision on OMT: Have markets misunderstood?*, Policy Insight, Centre for Economic Policy Research, London, im Erscheinen.
- Smets, F. und R. Wouters (2007), Shocks and frictions in US business cycles: A Bayesian DSGE approach, *American Economic Review* 97, 586-606.
- Summers, L.H. (2013), *Why stagnation might prove to be the new normal*, larrysummers.com, 15. Dezember 2013.
- Svensson, L.E.O. (2001), The zero bound in an open economy: A foolproof way of escaping from a liquidity trap, *Monetary and Economic Studies* 19, 277-312.
- Taylor, J.B. (2013), *International monetary policy coordination: Past, present and future*, BIS Working Papers No. 437, Basel.
- Taylor, J.B. (2007), *Housing and monetary policy*, Konferenzpapier, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, 30. August-1. September 2007.
- Taylor, J.B. (1993), Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195-214.
- Taylor, J. B., V. Wieland und M. Wolters (2014), *Monetary policy and the equilibrium rate of interest*, Working Paper, Frankfurt am Main.
- Thiele, A. (2014), Friendly or unfriendly act? The “historic” referral of the Constitutional Court to the ECJ regarding the ECB’s OMT program, *German Law Journal* 15, 241-264.
- Trichet, J.-C. (2008), *Interview mit Le Figaro*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung, Irish Times und Jornal de Negócios*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18. Juli 2008.
- Trichet, J.-C. (2006), *The role of money: Money and monetary policy at the ECB*, Rede, Fourth ECB central banking conference, Frankfurt am Main, 9.-10. November 2006.
- De Veirman, E. (2009), What makes the output-inflation trade-off change? The absence of accelerating deflation in Japan, *Journal of Money, Credit and Banking* 41, 1117-1140.
- Wieland, V. (2010), Quantitative easing: A rationale and some evidence from Japan, in: Reichlin, L. und K.D. West (Hrsg.): *NBER International Seminar on Macroeconomics 2009*, University of Chicago Press, Chicago, 354-366.
- Wieland, V. und M. Wolters (2014), *Is there a threat of self-reinforcing deflation in the Euro Area? A view through the lens of the Phillips curve*, IMFS Working Paper No. 81, Frankfurt am Main.
- Williams, J.C. (2014), *Monetary policy at the zero lower bound – Putting theory into practice*, Arbeitspapier, Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings, Washington, DC.