

**Schriftliche Stellungnahme zum nicht öffentlichen Fachgespräch „Niedrigzinspolitik der EZB“ am 4. November 2015 in Berlin**

***Das EZB Billionenprogramm plus der Niedrigzinspolitik in der Liquiditätsfalle: Die expansive Geldpolitik wirkt nur noch durch finanzpolitische Komplettierung***

**Vorbemerkung zur Einordnung der Kurzthesen und der umfangreichen Präsentation**

Die Bewertung der Ursachen sowie vor allem der Wirkungen der aktuellen Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) sind mangels analytischer und empirischer Eindeutigkeit durch hohe Unsicherheit geprägt.

***Einerseits*** wurde gegenüber der bisher bestimmenden traditionellen Theorie zur geldpolitischen Steuerung ein fundamentaler Paradigmenwechsel mit den Schwerpunkten durchgesetzt: Niedrigzinspolitik der EZB gegenüber den Geschäftsbanken (Hauptrefinanzierungssatz derzeit bei 0,05 Prozent) plus monetäre Lockerung („quantitative Easing“) durch Anleiheerkäufe – zuletzt in Billionenhöhe.

***Andererseits*** ist eine empirisch fundierte Bewertung der monetären Transmission der neuen Geldpolitik zur Schaffung billiger Liquidität über die Geschäftsbanken in die Realwirtschaft auch wegen der kurzen Testphase noch nicht möglich. Während in den Lehrbüchern die neue Geldpolitik (noch) nicht stattfindet, fehlt es an umfassenden Studien zu den für die Transmission geldpolitischer Impulse relevanten Verhaltensweisen. Auch deshalb sind die Gefahr der Bildung von Vorurteilen und die Verbreitung von Ängsten groß.

**Zusammenfassende Thesen**

**1. Einheitliche Euro-Geldpolitik in einem realökonomisch gespaltenen Wirtschaftsraum**

Der Euroraum verlangt – wie jede andere Währungsunion – im Prinzip eine einheitliche Geldpolitik. So gilt für jedes Mitgliedsland etwa ein einheitlicher Zinssatz zur Besorgung von Liquidität durch die Geschäftsbanken im Rahmen der Offenermarktgeschäfte. Realökonomisch ist jedoch der Euroraum tief gespalten. Krisen-

länder wie Griechenland stehen der international stark wettbewerbsfähigen Wirtschaft Deutschlands gegenüber. Die Geldpolitik kann lediglich mit ad hoc-Notmaßnahmen Rücksicht auf die Krisenstaaten nehmen (siehe die Notkredite an Griechenland).

## **2. Die zentralen Ziele der EZB-Geldpolitik**

Im Zentrum steht das **Ziel der Preisstabilität**, also der Sicherung des Euro-Binnengeldwerts. Während es bei der üblichen Geldpolitik um die Verhinderung der Inflation und vor allem sich verstärkender Inflationserwartungen geht, sieht sich die EZB seit längerer Zeit mit der gegenteiligen Aufgabe konfrontiert, die Gefahr der Deflation zu verbannen. Deflation heißt, dass ausgedrückt durch den sinkenden gesamtwirtschaftlichen Preisindex das Wirtschaftswachstum schrumpft. Denn mit den sinkenden Preisen sind rückläufige Gewinnerwartungen verbunden. Dies mündet in den Verzicht auf Nettoinvestitionen der Unternehmen. Mit Verlusten bei der privaten Konsumnachfrage ist ebenfalls zu rechnen. Die Entwicklung der Kerninflationsrate sowie des allgemeinen „Harmonisierten Verbraucherpreisindex“ lassen durchaus eine deflationäre Entwicklung erkennen. Deshalb sieht die Notenbank ihre zentrale geldpolitische Aufgabe in der Erhöhung der Inflationsrate bis zur **Zielinflationsrate von zwei Prozent**. Hierbei beschreibt die Zielinflationsrate das Ausmaß an Inflation, das für die wirtschaftliche Entwicklung unverzichtbar ist. Für die investierenden Unternehmen soll dadurch ein begrenzter Spielraum für Preiserhöhung geschaffen werden.

Die auf die Gesamtwirtschaft im Euroraum ausgerichtete Stärkung der konjunkturellen Entwicklung gegen deflationäre Kräfte funktioniert allerdings nur auf der Basis einigermaßen einheitlicher und **stabiler Geldmärkte**. Diese Aufgabe stellt sich in dieser Deutlichkeit erstmals für die EZB. Sie resultiert aus der gespaltenen Entwicklung, vor allem der Finanzmärkte im Euroraum. Dazu gehört auch die Abschirmung der Finanzmärkte gegenüber Spekulanten. Diesem Ziel galt die gelungene Ankündigung von Mario Draghi am 26. Juli 2012 in London vor einer Versammlung von weltweit relevanten Investoren: „What ever it takes“ – „was auch nötig ist, um den Euro zu retten. Und glauben Sie mir, es wird genug sein“. Zusammen mit der Übernahme der Finanzierung fälliger Staatsschulden der Krisenländer durch den Euro-Rettungsfonds sind Spekulationen gegen den Währungsraum sinnlos geworden.

Schließlich dient die Geldpolitik dem durch die EZB immer wieder bestrittenen Ziel, den Euro-Wechselkurs zur Unterstützung der Exportwirtschaft unter Abwertungsdruck zu setzen.

### **3. Die provokanten Instrumente der neuen Geldpolitik der EZB**

Die hier aufgeführten drei geldpolitischen Ziele der EZB fordern den Einsatz bisher zum Teil wenig erprobter und schwer verständlicher Instrumente. Damit wird im Kern das Ziel verfolgt, durch die billige, massenhafte Liquidität die Zinsen für die Kreditvergabe durch die Geschäftsbanken an die Realwirtschaft zu senken, um dadurch die Konjunktur anzukurbeln:

- Im Mittelpunkt steht die durch die EZB erzeugte Niedrigzinsphase, deren Ende nicht absehbar ist. Die EZB gewährt kurzfristige Kredite durch die zeitlich befristete Überlassung von Sicherheiten. Der dafür verlangte Preis, der Hauptfinanzierungssatz, liegt mit 0,05 Prozent praktisch bei der Nulllinie.
- Ergänzt wird diese Politik billiger Liquidität für die Geschäftsbanken durch verschiedene „Quantitative Easing“- Maßnahmen. Nach mehreren Vorläufern steht seit März 2015 der monatliche Kauf der Anleihen von Staaten, Agencies und privaten Institutionen im Umfang von 60 Milliarden Euro im Zentrum (genaue Hinweise in der Präsentation). Die monatlichen Aufkäufe sind bis zum September 2016 geplant. Trotz erster kleinerer Erfolge hat die EZB im Oktober 2015 angekündigt, die Anleihekäufe in größerem Umfang und über den September 2016 hinaus zu tätigen. Damit signalisiert die EZB die Fortsetzung der Niedrigzinspolitik.
- Um die Anlage der überschüssigen Liquidität durch die Geschäftsbanken zu bremsen, gehört zu dieser Geldpolitik die Einführung eines Zinses auf Einlagen. Dieser Strafzins, der derzeit bei 0,2 Prozent liegt, soll die Weitergabe der Liquidität durch die Geschäftsbanken für kreditfinanzierte volkswirtschaftliche Aufgaben stärken.

Auch mit dem Ziel der Stabilisierung des Eurogeldraums werden besonders hart betroffenen Krisenländern Notfallkredite zur Verfügung gestellt.

So hat die EZB der griechischen Notenbank erlaubt, an die Geschäftsbanken Liquidität im Umfang von knapp 90 Milliarden Euro als Ausgleich für die abgehobenen Einlagen fließen zu lassen (Emergency Liquidity Assistance, ELA).

### **4. Erfolge der neuen EZP bleiben beschränkt**

Die expansive Geldpolitik mit dem Anleiheaufkaufprogramm (bis zum 16.10.2015 kumulieren sich die Ankäufe auf 371 Milliarden Euro) und den Niedrigzinsen hat durchaus positiv gewirkt (siehe die Grafiken in der Präsentation). Eine leichte Belebung der Konjunktur ist im Euroraum festzustellen. Negative Inflationserwartungen und damit eine Deflation konnten verhindert werden. Jedoch ist eine Bewegung der Inflation in Richtung der Zielrate von zwei Prozent nicht erkennbar. Die Kreditvergabe hat im Sinne der Zielsetzung der Geldpolitik allerdings nur

leicht angezogen. Dazu haben angebotsseitig die Banken beigetragen. Schließlich sind auch Kreditrestriktionen vor allem für kleinere und mittlere Banken abgebaut worden. Die Renditen vor allem für Anleihen mit kurzen Laufzeiten sind leicht gesunken. Der Euro-Wechselkurs hat gegenüber dem US\$ bereits im Zuge der Ankündigung des Kaufprogramms von Anleihen abgewertet. Das eigentliche Ziel, die Binnennachfrage durch zusätzliche Unternehmensinvestitionen zu steigern, ist verfehlt worden. Deshalb fällt der wirtschaftliche Wachstumseffekt vergleichsweise niedrig aus.

## **5. Expansive Geldpolitik beschleunigt Vermögenspreisinflation**

Im Widerspruch zu dem Ziel, die unternehmerischen Sachinvestitionen zu stärken, ist die durch die Zentralbank erzeugte Liquidität stark auf den Finanzmärkten eingesetzt worden. Der negative Zinssatz mit 0,20 Prozent für Einlagen der Geschäftsbanken bei der EZB hat diesen Trend verschärft. Im Zuge dieser Fehlallokation sind die Börsenwerte nach oben getrieben worden. Die Gefahr einer Inflation der Anlagewerte (Asset Inflation), die zu einer Spekulationsblase führt, ist nicht von der Hand zu weisen.

Seit 2011 bis 2015 hat sich in Deutschland der DAX-Börsenwert gegenüber den Gewinnen auf das 20-fache fast verdoppelt. Das gestiegene Kurs-Gewinn-Verhältnis im Dax-Bereich ist nicht nur auf die Wirtschaftsentwicklung, sondern maßgeblich auf die billige Liquiditätsschwemme zurückzuführen. Durch diese kontraintentionalen Folgen der expansiven Geldpolitik stellen sich der EZB zwei Aufgaben: Sie muss für eine strenge Regulierung der Finanzmärkte sorgen und sich für übergreifende Maßnahmen zur Stärkung der realwirtschaftlichen Nachfrage einsetzen.

## **6. Niedrigzinsphase: Enteignung der Sparerinnen und Sparer?**

Die Verluste der Sparerinnen und Sparer durch die Niedrigzinspolitik sind unbestreitbar. Da der Zinssatz auf Spareinlagen unter der Inflationsrate liegt, kommt es beim Geldvermögen real zu Verlusten. Auch Lebensversicherungen verlieren durch die Niedrigzinspolitik an Bedeutung bei der Vermögensbildung. Schließlich sind bei den festverzinslichen Wertpapieren, die Kursentwicklung einbezogen, Renditeverluste die Folge. Diesen unmittelbaren Verlusten stehen die Schäden gegenüber, die durch den Verzicht auf eine Niedrigzinspolitik zu erwarten wären. Käme es zur Deflation, wäre mit einer schrumpfenden Wirtschaft, Verlusten bei den Arbeitsplätzen und einer Einkommensreduktion zu rechnen.

Dabei ist heute mit einer länger anhaltenden Niedrigzinspolitik zu rechnen. Die Politik der US-amerikanischen Notenbank, immer wieder die Zinswende zu ver-

sprechen, ist unseriös. Solange vor allem die Vermögenskonzentration auf Wenige zusammen mit mangelnder Investitionsbereitschaft der Unternehmen vorherrscht, wird die überschüssige Liquidität die Zinsen beim Sparvermögen und die Renditen auf festverzinsliche Anleihen nach unten drücken. Wegen der Abhängigkeit vieler Beschäftigter von der privaten Kapitalvorsorge infolge des Abbaus der gesetzlichen Mindestsicherung kann die Niedrigzinsphase die Einkommenslage ohne Einkommen aus der Arbeit verschlechtern. Daher muss dringend die die Existenz voll sichernde gesetzliche Vorsorge im Alter und bei Krankheit wiederbelebt werden. Die sozialen Systeme für abhängig Beschäftigte müssen nach den Krisenerfahrungen mit instabilen Finanzmärkten entkoppelt werden.

## **7. Geldpolitik aus der Liquiditätsfalle befreien**

Die neu ausgerichtete Geldpolitik der EZB konnte mit ihren Möglichkeiten, eine Deflation zu verhindern, die monetären Bedingungen der Gesamtwirtschaft zu stärken, die Finanzmärkte zu stabilisieren und die Spekulanten zurückzuweisen, durchaus Erfolge verzeichnen. Die systematischen Grenzen dieser monetären Lockerung zeigen sich jedoch heute. Die Geldpolitik bewegt sich in der Liquiditätsfalle. Die billige Liquidität kommt im Widerspruch zu der Transmissionserwartung nicht ausreichend zur Finanzierung von Krediten bei den Unternehmen in der Realwirtschaft an. Dafür gibt es einen entscheidenden Grund:

Die Investitionsbereitschaft der Unternehmen wird durch die viel zu schwache Nachfrage und damit pessimistischen Gewinnerwartungen bestimmt. Der Euroraum bewegt sich in der klassisch-keynesianischen Liquiditätsfalle. Die angeregte expansive Geldpolitik muss durch eine expansive Finanzpolitik realwirtschaftlich komplettiert werden. Maßgeblich sind öffentliche Investitionsprogramme in die Infrastruktur mit positiven Effekten für die Zukunft. Die EZB wäre gut beraten, diesen Lösungsweg gegenüber den Verfechtern einer wie auch immer gearteten Schuldenbremse durchzusetzen. Bei fiskalischer Schrumpfstategie muss die beste Geldpolitik scheitern.

---

November 2015