



8. März 2016

## Geldpolitik: EZB darf sich nicht treiben lassen

Die niedrigen Preissteigerungsraten und neuen Unsicherheiten haben die Europäische Zentralbank (EZB) in Alarmbereitschaft versetzt. Aus Sicht der Chefvolkwirte der Sparkassen-Finanzgruppe sollte die EZB jedoch von vorschnellen weiteren geldpolitischen Maßnahmen absehen:

- Die EZB muss wachsam bleiben. Mit Blick auf das wertvolle Gut „Vertrauen“ muss ein weitsichtiges und ruhiges Agieren der Notenbank zur Liquiditätssicherung aber Vorrang vor kurzatmigen Aktionismus haben.
- Weitere Zinssenkungen und Anleihekäufe entfalten im gegenwärtigen Umfeld kaum noch Wirkung, schaffen aber auf lange Sicht neue Probleme.
- Aus heutiger Sicht sind keine Deflationsgefahren zu erkennen. Das Inflationsziel sollte im gegenwärtigen wirtschaftlichen Umfeld außerdem pragmatisch gehandhabt werden.

### **Autoren:**

Uwe Burkert - LBBW  
Uwe Dürkop - Berliner Sparkasse  
Folker Hellmeyer - Bremer Landesbank  
Jochen Intelmann - Haspa  
Dr. Ulrich Kater - DekaBank  
Dr. Jürgen Michels - BayernLB  
Dr. Cyrus de la Rubia - HSH Nordbank  
Dr. Gertrud Traud - Helaba  
Torsten Windels - NORD/LB  
Dr. Michael Wolgast - DSGV

### **Koordination:**

Dr. Reinhold Rickes - DSGV  
dsgv-volkswirtschaft@dsgv.de

# Geldpolitik: EZB darf sich nicht treiben lassen

Die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe hatten in den letzten Jahren immer wieder vor den drastischen Auswirkungen der extremen EZB-Geldpolitik gewarnt. Sie sehen sich jetzt in vielen ihrer Erwartungen bestätigt. So hatten sie bereits im Oktober 2014 den Weg der EZB als Sackgasse\* bezeichnet. Sie forderten stattdessen vor allem Strukturreformen durch die Wirtschafts- und Finanzpolitik. Im Januar 2015 hatten die Chefvolkswirte vor einem schädlichen Abwertungswettlauf gewarnt. Und anschließend im April hatten sie die Deflationsängste als übertrieben bezeichnet. Mit dem hier vorgelegten Standpunkt **warnen** sie erneut vor weiteren **expansiven Maßnahmen der EZB**. Diese können kaum mehr positive Wirkungen auf die Wirtschaft entfalten.

## Warnung vor weiterer Expansion

\* Standpunkte der Chefvolkswirte vom 17.10.2014: „EZB in der Sackgasse“, 19.01.2015: „Kann ein schwacher Euro die Probleme im Euroraum lösen?“ und 20.04.2015: „Deflations Sorgen übertrieben“

## Geldpolitik weitgehend ohne realwirtschaftliche Effekte, ...

Die EZB hofft, mit einer Kombination aus weiteren Zinssenkungen und dem Aufkauf von risikoärmeren Wertpapieren private Haushalte, Kreditwirtschaft, Finanzmärkte und Unternehmen zu mehr Investitionen im realwirtschaftlichen Bereich zu veranlassen. Da die Wertpapierkäufe den risikolosen Zins nach unten ziehen, sollten sich Investoren gezwungen sehen, auf alternative risikoreichere Anlagen wie Aktien oder Immobilienvermögen auszuweichen, deren Preise in der Folge steigen. Dies sollte private Anleger genauso wie institutionelle Investoren betreffen. Dass durch den Anstieg des Reinvermögens für Haushalte und institutionelle Investoren sowie die Aussicht auf zukünftige Kursgewinne an den Finanzmärkten günstige Effekte auf die realen Größen wie Investitionen und Konsum folgen, ist jedoch in der gegenwärtigen Wirtschaftslage angesichts des fehlenden Vertrauens nicht schlüssig. Zwar hat es mit Blick auf die Strukturreformen bspw. in Spanien durchaus auch durch die Geldpolitik unterstützende Wirkungen gegeben. Dennoch bleiben die *Wirkungen insgesamt gering*. Und ohnehin entwickelt sich der Konsum in wichtigen Volkswirtschaften wie zum Beispiel in Deutschland angesichts der guten Arbeitsmarktlage, steigender Verfügbarer Einkommen und geringer Preissteigerungen sowie auch durch den schwachen Eurokurs bereits jetzt sehr gut. Von daher bleiben die Auswirkungen über diesen Wirkungskanal eng begrenzt.

## Geldpolitik wirkungslos

Die Unternehmen im Euroraum sind typischerweise vor allem auf die Banken als Finanzierungsquelle über den Bankkreditkanal angewiesen. Hier hat sich durchaus in den letzten Jahren eine Reduktion der Kreditzinsen ergeben. Die EZB hofft insofern, dass niedrige Zinsen Kreditvergabe und Investitionen im Mittelstand erhöhen. Gegenwärtig ist die Eigenkapitalsituation des Mittelstands zumindest in den Kernländern der Währungsunion aber äußerst komfortabel. Und auch von Bankenseite wird aktuell in den meisten Ländern genügend Kredit angeboten. Dies wird auch an den verbesserten Konditionen im Bank Lending Survey deutlich, den die

EZB selbst bereitstellt. Danach sind im Euroraum insgesamt spürbare Erleichterungen festzustellen, die in Ländern wie Deutschland und Spanien schon länger bestehen. Es kommt aber nicht zu dem notwendigen stärkeren Investitionsschub. Nach wie vor *fehlt das Vertrauen des Mittelstands in eine nachhaltige Wirtschaftsentwicklung*. Insofern bleibt die konjunkturelle Wirkung zusätzlicher Zinssenkungen gerade aus Sicht des Mittelstands begrenzt. Und im Übrigen besteht hier auch ein Widerspruch zur erhöhten Belastung der Banken durch immer neue und aufwändige Regulierungen. Solche Überregulierungen gefährden die Kreditversorgung des Mittelstands viel eher als umgekehrt das ohnehin schon sehr niedrige Zinsniveau sie stimulieren könnte.

Die Substitution von Anlagen findet in der Regel auch über Währungsräume hinweg statt. Portfolioumschichtungen von auf Euro lautenden Titeln für höherverzinsten Anlagen in Währungen anderer Länder führen dabei zu einer Abwertung der europäischen Gemeinschaftswährung. Sie könnte einen Beitrag zur wirtschaftlichen Erholung leisten. Doch wäre dies bestenfalls ein temporärer Schub, der die notwendige Belebung der Investitionen allein kaum auszulösen vermag. Der Investitionsstau lässt sich nur überwinden, wenn der Mittelstand im Euroraum Vertrauen zurückgewinnt. Im Übrigen funktioniert der Wirkungskanal über Abwertungen auch nur, solange nicht andere Länder ebenfalls mit einer entsprechenden Lockerung der Geldpolitik reagieren. *Das Risiko eines Abwertungswettlaufs* zwischen den großen Volkswirtschaften ist in den letzten Monaten *nochmals gestiegen*. Denn neben der EZB erwägen aktuell auch andere Notenbanken weitere expansive Schritte.

### **... birgt aber neue Risiken**

Das Ziel der Preisniveaustabilität gerät mehr und mehr in Konflikt mit dem Ziel der Finanzmarktstabilität. Eine Ausweitung der Strafzinsen auf Einlagen würde u.a. das Bankensystem im Euroraum weiter destabilisieren. Die Gefahr der Entstehung von Vermögenspreisblasen nimmt schon mit der Dauer der gegenwärtig ausgesprochen laxen Geldpolitik zu. Die damit verbundenen negativen Verteilungseffekte sind ebenfalls nicht zu unterschätzen. Zu den Risiken weiterer geldpolitischer Lockerungen gehört auch, dass der Abbau übermäßiger Schuldenstände und die Sanierung der Bankensysteme in bestimmten Ländern nicht genügend vorankommen. So schreitet der Umbau der Bankensysteme gerade in Südeuropa zu langsam voran. Auf jeden Fall sollte die *EZB vermeiden*, mit ihrer *Geldpolitik primär* auch auf die Stützung von *Banken in Schwierigkeiten abzielen*, sofern dies nicht *nur Liquiditätsengpässe* sind. Dies wäre ein klarer Beleg für das Dilemma zwischen geldpolitischem Mandat und ihrer Verantwortung für die Bankenaufsicht. Vielmehr müssen bei Problemen im Bankensektor hauptsächlich die für Bankenschief lagen neu

*Euro-Abwertung hilft auch kaum*

*Konflikt zwischen stabilen Preisen und Finanzmarktstabilität*

geschaffenen Instrumente zur Solvenzsicherung in der Bankenunion zur Anwendung kommen.

Die faktisch immer stärkere Vermengung von Geld- und Fiskalpolitik schränkt den Handlungsspielraum der EZB immer stärker ein und bürdet den Steuerzahlern im Euroraum immense Haftungsrisiken auf.

Insgesamt betrachtet, setzt die EZB nach wie vor offensichtlich vor allem auch auf die von Zinssenkungen und weiteren Wertpapierkäufen ausgehenden Signalwirkungen. Diese sind so jedoch in der Realität schon seit längerem nicht mehr zu beobachten. Mitunter wird vielmehr schon von einer erschöpften Notenbank gesprochen. *Die Entscheidung für weitere expansive geldpolitische Maßnahmen wäre daher kritisch.* Einerseits bleibt unklar, ob es der EZB damit gelingt, tatsächlich die Inflationserwartungen zu erhöhen und die Realzinssätze zu senken. *Vor allem aber leistet die EZB mit übereilten geldpolitischen Maßnahmen einer Krisenstimmung und damit einem weiteren Vertrauensverlust im Euroraum Vorschub.* Eine weitere geldpolitische Expansion kann damit sogar kontraproduktiv wirken.

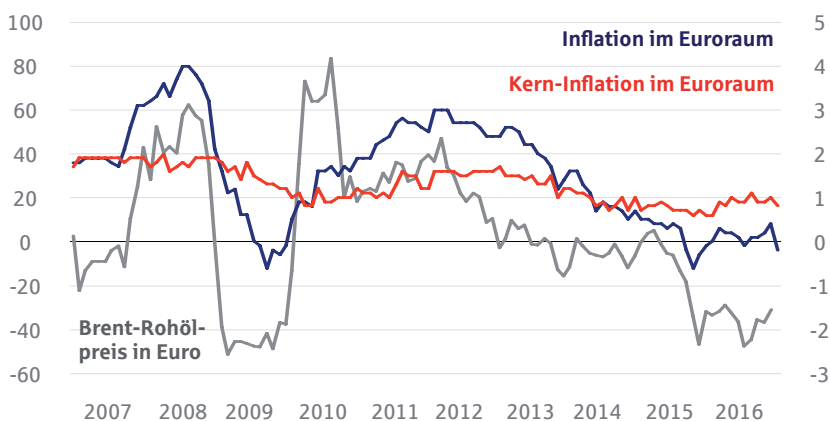
*Signalwirkungen verpuffen*

### **Ölpreisrückgang birgt keine Deflationsgefahr**

Die sehr niedrigen europäischen Teuerungsraten des letzten Jahres sind hauptsächlich auf die stark gesunkenen Rohölpreise zurückzuführen. Für sich genommen stellt dieser Angebotsschock ein willkommenes Konjunkturprogramm für den Euroraum dar, dem allerdings eine schwächere Exportnachfrage aus den ölexportierenden Ländern gegenübersteht, die aktuell zudem ungewöhnlich schnell und auch intensiv zur Geltung kommt. In der Summe dürfte für den Euroraum aufgrund der höheren realen Kaufkraft der Konsumenten und den niedrigeren Energiekosten für die Unternehmen dennoch ein erfreulicher Wachstumsbeitrag verbleiben.

*Ölpreisrückgang wirkt positiv*

### **Inflationsausblick: Verbraucherpreise im Euroraum und Rohölpreis, Veränderung gegenüber Vorjahr in %**



Quellen: EZB, Eurostat, Federal Reserve, eigene Berechnungen

Der Rückgang des Preisniveaus der letzten Monate muss daher differenziert eingeschätzt werden. Der ölpreisbedingte Rückgang der Inflation wirkt konjunkturell förderlich und ist somit anders zu werten als niedrige Preissteigerungsraten, die eine gesamtwirtschaftliche Nachfrageschwäche widerspiegeln würden. Das beachtliche Gefälle zwischen Inflation und Kerninflation (ohne Energiepreise) sollte deshalb aktuell in besonderem Maße positiv gewürdigt werden, auch wenn die Kerninflation selbst seit nunmehr drei Jahren an der Ein-Prozent-Marke eingefroren liegt. Dies ist gemessen an den EZB-Wünschen zwar wenig, aber eben auch *nicht als Abgleiten hin zu einer gefährlichen Deflation zu betrachten*. Auch bei den Verbrauchern ist bisher keine Verunsicherung festzustellen. Im Gegenteil: Der private Konsum im Euroraum profitiert erheblich von den niedrigen Energiepreisen und schiebt die Konjunktur kräftig an.

### Inflationsziel der EZB wirklich gefährdet?

In erster Linie zielt die EZB mit ihrem Inflationsziel auf die derzeit ausgesprochen niedrigen Inflationsraten ab. Die aktuellen von der EZB selbst erhobenen Daten im Rahmen einer Befragung der professionellen Schätzer (professional forecaster) auch ohne zusätzliche Maßnahmen zeigen aber, dass sich das Preisniveau mit Werten von 1,4 Prozent in 2017 bis 1,8 Prozent in 2021 dem 2-Prozent-Ziel wieder nähern dürfte. Dies sind im Wesentlichen auch die Erwartungen der Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe (siehe Tabelle). Insofern sind weitere Maßnahmen der extrem lockeren Geldpolitik aus dieser Perspektive gar nicht notwendig.

*Inflationsziel nicht gefährdet*

### Inflationsausblick: Verbraucherpreise in Deutschland und im Euroraum, Änderung gegenüber dem Vorjahr in %

Jahr	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*	2018*
Deutschland Verbraucherpreise	1,5	2,3	2,6	0,3	1,1	2,1	2,0	1,5	0,9	0,3	0,7	1,6	1,9
Deutschland Kernrate	0,7	1,9	1,3	1,3	0,7	1,0	1,3	1,2	1,4	1,2	1,2	1,5	1,5
Euroraum Verbraucherpreise	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,4	0,4	0,0	0,4	1,5	1,8
Euroraum Kernrate	1,4	1,9	1,8	1,4	1,0	1,4	1,5	1,1	0,8	0,8	1,0	1,2	1,4

\* Prognosen der Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe

Quellen: EZB und Statistisches Bundesamt

Aktuell deutet sich mit Blick auf die internationalen Zins- und Preiszusammenhänge – Stichworte: negativer Einlagenzins in Japan, Aufschub oder Kehrtwende der Fed-Politik – eine Handlungsnotwendigkeit der EZB an. Aber auch in dieser Perspektive bleibt die „ruhige Hand“ der Noten-

bank gefordert. Die EZB sollte die langfristigen Stabilitätsperspektiven im Auge behalten. So stellt sich etwa auch die Frage, inwieweit ein heutiges Agieren der Geldpolitik vor allem mit Blick auf den drastischen Ölpreisverfall umgekehrt bei einem plötzlichen und schnellen Wiederanstieg des Ölpreises sofort eine Straffung der Geldpolitik erfordern würde. Derzeit ist eine solche Kehrtwende beim Ölpreis zwar noch auf absehbare Zeit nicht erkennbar. *Ein Aktionismus in der Geldpolitik sollte aber auf jeden Fall vermieden werden.*

*Abweichung von Zielvorgabe  
hinnehmbar*

Auch stellt sich die Frage, ob nicht in der besonderen Wirtschaftslage, wie sie aktuell im Euroraum und weltweit vorherrscht, eine *Abweichung vom Zwei-Prozent-Ziel für eine gewisse Zeit hinnehmbar* erscheint. Zwar sollte grundsätzlich an dem Ziel „unter aber nahe 2 Prozent“ festgehalten werden, aber in der Übergangszeit bis zu einer Normalisierung von Investitionen und Wirtschaft bleibt dieses Ziel kurzfristig schwer erreichbar. Von daher könnte die EZB hier auch pragmatisch und weniger dogmatisch vorgehen. Das 2-Prozent-Ziel, das ohnehin nicht Teil des Vertrags von Maastricht und damit das Mandat der EZB ist, könnte so in seiner Gültigkeit auf die Zeit normaler Wirtschaftsaktivität von der EZB begrenzt werden. Sollte angesichts veränderter Angebotsstrukturen in den Industrieländern - Stichwort demographischer Wandel - oder im Trend sinkender Energiepreise das Inflationsziel falsch gesetzt sein, könnte die Geldpolitik außerdem mit dem hohen Expansionsgrad auch weit über das eigentlich angestrebte Ziel hinausschießen. Insofern sollte der 2-Prozent-Wert vielleicht ohnehin von Zeit zu Zeit geprüft werden, ob er den wirtschaftlichen Gegebenheiten noch entspricht.

#### **Fazit: EZB darf sich nicht treiben lassen**

EZB-Präsident Mario Draghi schürte bei seiner jüngsten Pressekonferenz die Erwartungen auf eine grenzenlos expansive Geldpolitik. Der Bund-Future stieg auf ein neues Allzeithoch. Für Bundesanleihen werden bis zur nächsten Ratssitzung am 10. März 2016 stabile bis steigende Kurse erwartet. Ob die EZB die hohen Erwartungen tatsächlich erfüllen kann, bleibt aber abzuwarten. Bei den bereits negativen Zinsen und der flachen Zinsstruktur kann die Geldpolitik kaum noch reale Wirkungen erzielen. Dies gilt sowohl im Bereich des Wachstums wie im Bereich der Inflationsraten. Von daher droht die Glaubwürdigkeit der Notenbank Schaden zu nehmen, wenn sie permanent wegen großem Aktionismus ihre eigenen Ziele verfehlt.

Die EZB sieht angesichts erhöhter Volatilitäten auf den Märkten und neuer Unsicherheiten wieder Deflationsgefahren oder eine Entankerung der Inflationserwartungen. *Jedoch sind bei nüchterner Betrachtung aus heutiger Sicht die Deflationsgefahren im Euroraum sehr gering.*

Zwar fordern nervöse Finanzmärkte ein Handeln der Geldpolitik. Eine Politik der ruhigen Hand der Notenbank ist aber vorzuziehen, wenn das wertvolle Gut „Vertrauen“ nicht beschädigt werden soll.

**Insofern bleiben auch die Staats- und Regierungschefs des Euroraums gefordert, die EZB als Institution vor falschen Erwartungen zu schützen.**

Stattdessen sollten in Europa Strukturreformen vorangetrieben werden, die die Investitionsdynamik in Europa stärken und damit die Wachstumskräfte beschleunigen. Die EZB sollte nicht immer mehr in Handlungszwänge geführt werden, die dem Grunde nach tiefgreifende Fragen für unsere Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung in der mittleren Perspektive aufwerfen. Insbesondere darf die EZB nicht zur Getriebenen im Hinblick auf Erwartungen oder Volatilitäten auf den Finanzmärkten oder aber auch einer sehr dogmatischen Auslegung selbst gesetzter Inflationsziele werden. Die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe warnen daher eindringlich vor einem weiteren Ausbau einer notenbankunterstützten Fiskalpolitik durch weitere Wertpapierkäufe der EZB.

*Kein Ausbau notenbankunterstützter Fiskalpolitik*

## Impressum

### Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband  
Abteilung Volkswirtschaft und Finanzmärkte  
Charlottenstraße 47  
10117 Berlin

Telefon: 030 20225-5300  
DSGV-Volkswirtschaft@DSGV.DE  
www.DSGV.de

### Gestaltung

Franz Metz, Berlin

### Bildnachweis

Seite 1: Deutscher Sparkassenverlag

### Verantwortlich

Dr. Michael Wolgast – DSGVO  
Michael.Wolgast@DSGV.DE

### Koordination

Dr. Reinhold Rickes  
Reinhold.Rickes@DSGV.DE

### Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter  
[http://www.dsgv.de/de/fakten-und-positionen/  
Standpunkte\\_Chefvolkswirte.html](http://www.dsgv.de/de/fakten-und-positionen/Standpunkte_Chefvolkswirte.html)