

Währungspolitik

Katharina Gnath / Philipp Ständer

Im vergangenen Jahr hat sich die wirtschaftliche Situation der Eurozone grundlegend geändert. Unter dem Eindruck der Brexit-Entscheidung und einer schwelenden Bankenkrise in Italien war im Sommer 2016 nur schwer abzusehen, dass die Eurozone sich bereits ein Jahr später in einem starken Aufschwung befinden würde und sich sogar zu einem Zugpferd der Weltwirtschaft entwickeln könnte. Vieles deutet darauf hin, dass die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) dazu einen wesentlichen Beitrag geleistet hat. Sie verfolgte zwischen Juli 2016 und Juni 2017 weiterhin einen Expansionskurs, um mittelfristig ihr Inflationsziel von 2 Prozent zu erreichen. Insbesondere das Anleihekaufprogramm (bekannt als QE) geriet im Zuge der wirtschaftlichen Erholung jedoch zunehmend in die Kritik. So warnen manche Beobachter vor möglichen Nebenwirkungen wie etwa einer Blasenbildung im Immobilien- und Aktienmarkt oder befürchten eine Überhitzung der Wirtschaft. Die EZB steht nun vor der großen Herausforderung, eine geldpolitische Normalisierung einzuleiten, ohne den wirtschaftlichen Aufschwung zu gefährden.

Politische Unsicherheiten im Euroraum ...

Politische Unsicherheiten beeinflussten in der zweiten Jahreshälfte 2016 das konjunkturelle Umfeld im Euroraum. Der Ausgang des britischen Referendums über die EU-Mitgliedschaft sowie die Wahl Donald Trumps in den USA schürten Sorgen vor wachsendem Populismus und ökonomischem Nationalismus in Europa und verunsicherten die Märkte.¹

Die Brexit-Entscheidung wirkte sich nicht nur negativ auf die Erwartungen an die britische Wirtschaft aus, sondern sorgte auch für starke Verunsicherung an den europäischen Finanzmärkten: In den Tagen nach dem Referendum verlor der Euro Stoxx 50 etwa 11 Prozent, der Index italienischer Banken sogar 29 Prozent.² Der Internationale Währungsfonds korrigierte kurz nach dem Votum seine Wachstumsprognosen für das Jahr 2017 nach unten: um 0,9 Prozentpunkte für Großbritannien und um 0,2 Prozentpunkte für den Euroraum auf 1,3 beziehungsweise 1,4 Prozent.³

Auch die Wahl Trumps zum US-Präsidenten im November 2016 wirkte sich auf die weltweiten Konjunkturaussichten aus. Die Märkte befürchteten zunächst unberechenbare politische Konsequenzen aus der Wahl, schwenkten dann jedoch in Erwartung eines umfangreichen Infrastrukturprogramms, Steuersenkungen und einer lockeren Regulierung von Banken und Unternehmen ins Positive um. Die Aussicht auf stärkeres Wachstum und höhere Inflation in den USA sorgte zudem für eine Aufwertung des US-Dollar, steigende Zinsen auf US-Staatsanleihen und für Höhenflüge an den Aktienmärkten weltweit.

1 Siehe auch die Beiträge „Brexit“ und „Die Europäische Union und die USA“ in diesem Buch.

2 Gemeint ist hier der FTSE Italia All-Share Banks Index.

3 International Monetary Fund (IMF): World Economic Outlook: Uncertainty in the Aftermath of the U.K. Referendum, July 2016, abrufbar unter: <http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Uncertainty-in-the-Aftermath-of-the-U-K> (letzter Zugriff: 11.9.2017).

Im ersten Halbjahr 2017 stand besonders die französische Präsidentschaftswahl im Fokus der Märkte. Das Risiko eines möglichen Wahlsiegs der rechtsextremen Kandidatin Marine Le Pen, die mehrfach mit einem Austritt Frankreichs aus der Europäischen Union und dem Euro gedroht hatte, sorgte abermals für wirtschaftliche Unsicherheit in Europa. Im Vorfeld des ersten Wahlgangs stiegen die Risikoaufschläge auf französische und süd-europäische Staatsanleihen spürbar an. Der Wahlsieg des Pro-Europäers Emmanuel Macron im Mai 2017 wurde von den Märkten mit großer Erleichterung registriert.

... bei gleichzeitiger wirtschaftlicher Erholung

Den durch politische Unsicherheiten erhöhten Abwärtsrisiken im Euroraum standen eine Reihe positiver Wirtschaftsdaten gegenüber. Die Konjunktur wurde durch die Eurokrise schwer in Mitleidenschaft gezogen, erholte sich seit 2013 aber kontinuierlich. 2016 wuchs die Wirtschaft in der Eurozone mit 1,8 Prozent erstmals seit 2010 wieder schneller als in den USA (1,6 Prozent) und für 2017 wird ein Wirtschaftswachstum von 2,1 Prozent vorausgesagt.⁴ Die Erwartungen an einen anhaltenden sektor- und länderübergreifenden Aufschwung im Euroraum verfestigten sich über den Berichtszeitraum. Im Juni 2017 bezeichnete die EZB die Risiken für die Wachstumsaussichten in der Eurozone deshalb auch als „weitgehend ausgewogen“ und nicht mehr wie zuvor als negativ.⁵ Der Aufschwung im Euroraum kann auf zwei Hauptfaktoren zurückgeführt werden. Zum einen sorgten eine Erholung am Arbeitsmarkt und die dadurch steigenden Einkommen für eine erhöhte Nachfrage. Zum anderen schaffte die expansive Geldpolitik der EZB weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen, die zu erhöhter Kreditnachfrage führten.

In der zweiten Hälfte des Jahres 2016 stiegen die Konsumausgaben der Haushalte und die Löhne in der Eurozone leicht an. Die Arbeitslosigkeit sank kontinuierlich von 10,1 Prozent im Juni 2016 auf durchschnittlich 9,1 Prozent im Juni 2017 und ist damit auf dem niedrigsten Stand seit 2009 (siehe Abbildung 1). Dennoch bewegte sich das jährliche Lohnwachstum bei zuletzt 1,4 Prozent im zweiten Quartal 2017 weiterhin auf einem historisch niedrigen Niveau (der Durchschnitt seit 1999 beträgt 2,1 Prozent).⁶ Verantwortlich hierfür sind die immer noch vergleichsweise hohe Arbeitslosigkeit, eine Flexibilisierung der Arbeitsmärkte in vielen EU-Staaten sowie geringer Inflationsdruck.⁷

Nachdem die Inflation im Euroraum wegen sinkender Energiepreise zwischen Dezember 2014 und März 2015 sowie kurzzeitig Anfang 2016 unter 0 Prozent gefallen war, erholte sie sich ab Mitte 2016 allmählich (siehe Abbildung 1).⁸ Trotzdem betrug die Gesamtinflation 2016 nur 0,2 Prozent und lag damit weit unter dem Preisstabilitätsziel der EZB von knapp unter 2 Prozent. Die Kerninflation, die volatile Preise für Energie und Nahrungsmittel ausschließt, war mit 0,7 bis 1,0 Prozent ebenfalls zu niedrig. Das schwache Lohnwachstum war dabei ein entscheidender Faktor. Der Anstieg der Energiepreise sorgte im Februar 2017 für einen raschen Anstieg der Gesamtinflation auf 2,0 Prozent,

4 IMF: World Economic Outlook Update, October 2017, abrufbar unter: <http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/09/19/world-economic-outlook-october-2017> (letzter Zugriff: 15.11.2017).

5 Mario Draghi/Vitor Constâncio: Pressekonferenz der Europäischen Zentralbank, 8. Juni 2017, abrufbar unter: www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170608.de.html (letzter Zugriff: 11.9.2017).

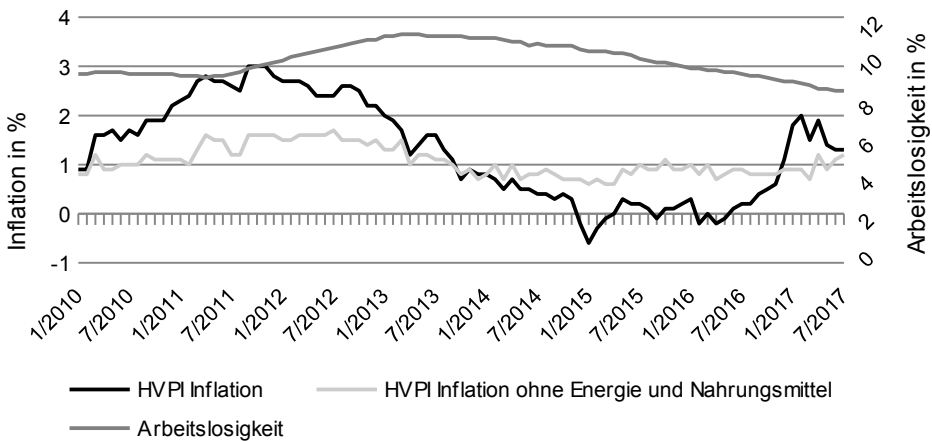
6 Europäische Zentralbank (EZB): Wirtschaftsbericht 6/2017, Frankfurt 2017, abrufbar unter: https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Wirtschaftsberichte/2017/2017_06_ezb_wb.pdf?__blob=publicationFile (letzter Zugriff: 29.9.2017).

7 EZB: Jahresbericht 2016, Frankfurt 2016, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016de.pdf?439ce485e40f9734f2152f6b439d97d3> (letzter Zugriff: 29.9.2017).

8 Die Inflation im Euroraum wird mit dem harmonisierten Verbraucherpreisindex HVPI gemessen.

allerdings fiel die Rate bis Juni 2017 wieder zurück auf 1,3 Prozent. Die Kerninflation zog seit dem Jahreswechsel leicht an und stand im Juni 2017 bei 1,1 Prozent.

Abbildung 1: Inflation und Arbeitslosigkeit im Euroraum



Quelle: Eurostat 2017.

Finanzierungskosten für Haushalte und Unternehmen sind im Euroraum weiterhin historisch günstig. Das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor stieg in der zweiten Jahreshälfte 2016 spürbar von etwa 1 auf 2 Prozent und blieb im ersten Halbjahr 2017 stabil. Der Anstieg wurde laut Umfragen durch erleichterte Kreditkonditionen der Banken unterstützt. Gleichzeitig haben sich die Kreditzinsen Anfang 2017 stabilisiert. Zwischen Mai 2014 und Februar 2017 waren Kreditkosten für Haushalte und Unternehmen um etwa einen Prozentpunkt auf zuletzt knapp unter 2 Prozent gefallen. In den Krisenländern sanken die Finanzierungskosten besonders stark. Damit wurden zuvor bestehende wirtschaftliche Unterschiede innerhalb der Eurozone verringert.⁹

Unkonventionelle EZB-Politik

Wie alle großen Zentralbanken setzte die EZB in den letzten Jahren auf eine expansive Geldpolitik, um Preisstabilität zu erreichen. Infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 und später der Eurokrise wurde der Euroraum wiederholt von Deflation bedroht.¹⁰ Durch niedrigere Zinsen werden Kredite günstiger und es kann zusätzlich investiert werden. Durch die damit geschaffenen Arbeitsplätze sollen die Löhne und mittelfristig auch die Preise steigen. Die EZB setzte im letzten Jahr auf vier unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen, um das Inflationsziel von knapp 2 Prozent zu bringen. Dazu gehört zum einen ein negativer Einlagenzins: Seit März 2016 liegt dieser Zinssatz bei -0,4 Prozent, nachdem die EZB ihn im Juni 2014 zum ersten Mal in den negativen Bereich gesenkt hatte. Banken müssen nun dafür bezahlen, wenn Sie bei der EZB Liquidität über das regulatorisch vorgeschriebene Maß hinaus halten. Damit sollen Anreize für Banken geschaffen

9 EZB: Wirtschaftsbericht 3/2017, abrufbar unter: https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Wirtschaftsberichte/2017/2017_03_ezb_wb.pdf?__blob=publicationFile (letzter Zugriff: 1.10.2017).

10 Siehe auch die Beiträge „Europäische Zentralbank“ und „Wirtschaftspolitik“ in diesem Buch.

werden, Kredite an den Privatsektor zu vergeben, anstatt Geld bei der Zentralbank zu parken. Die negativen Einlagenzinsen wurden auch deshalb nötig, weil der Hauptrefinanzierungssatz, zu dem sich die Banken Geld von der EZB leihen, immer weiter gesenkt wurde – seit März 2016 liegt er bei 0,0 Prozent. Nur so konnte der Abstand zwischen den verschiedenen Leitzinsen der EZB aufrechterhalten werden.

Das zweite Instrument der EZB ist das Ankaufprogramm von Vermögenswerten, auch quantitative Lockerung oder QE-Programm genannt (von „quantitative easing“). Im Rahmen dieses Programms kauft die EZB seit März 2015 Unternehmens- und Staatsanleihen im Umfang von monatlich 60 Mrd. Euro. Zwischen April 2016 und März 2017 wurde das Programm auf 80 Mrd. Euro ausgedehnt. Im Dezember 2016 kündigte die EZB an, das Ankaufvolumen ab April 2017 wieder auf 60 Mrd. Euro monatlich zurückzufahren, die Anleihekäufe aber noch bis mindestens Ende 2017 fortzusetzen. Mit dem Programm erzeugt die Zentralbank eine große Nachfrage nach besonders sicheren und lang datierten Schuldtiteln, beispielsweise Staatsanleihen. Die Nachfrage überträgt sich auf andere Kreditklassen mit kürzeren Laufzeiten. Dadurch wird es für Unternehmen und Haushalte günstiger zu konsumieren und zu investieren und die Konjunktur wird angekurbelt.

Die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG) stellen ein drittes Instrument der EZB dar, das Banken die Möglichkeit bietet, besonders günstig Liquidität aufzunehmen, wenn sie diese für die Kreditvergabe an den Privatsektor nutzen. Die zweite GLRG-Serie wurde zwischen Juni 2016 und März 2017 in vier Auktionen ausgegeben. Dabei nahmen die Banken insgesamt 740 Mrd. Euro auf.

Viertens betreibt die EZB seit 2013 eine sogenannte „Forward Guidance“. Durch die Bekanntgabe der langfristigen Ausrichtung ihrer Geldpolitik steuert die Zentralbank Markterwartungen weit in die Zukunft hinaus. Beispielsweise betont die EZB, dass die Leitzinsen über das Ende des QE-Programms hinaus auf niedrigem Niveau bleiben werden.

Wirtschaftliche Erholung heizt die Debatte um richtige Geldpolitik an

Im Zuge der voranschreitenden wirtschaftlichen Erholung wurde im Berichtszeitraum verstärkt über einen Ausstieg der EZB aus ihrer expansiven Geldpolitik diskutiert. Besonders seit die Inflation Anfang 2017 für den Euroraum wieder näher an die Zielmarke von 2 Prozent gerückt ist, fordern immer mehr Beobachter einen schnellen Ausstieg aus dem QE-Programm und eine Anhebung des Einlagenzinses.

Da sich die wirtschaftliche Situation der Euroländer stark unterscheidet, gehen die geldpolitischen Präferenzen der Mitgliedstaaten auseinander: In Deutschland wächst die Wirtschaft bereits seit mehreren Jahren kräftig, die Arbeitslosigkeit ist auf Rekordtief und die öffentliche Hand erzielt Überschüsse. Hier stehen die Nebenwirkungen der Niedrigzinspolitik daher besonders im Fokus. Italien hingegen kämpft auch 2017 mit einer Bankenkrise, hohen Staatsschulden und schwachem Wachstum. Deshalb werden hier die Risiken einer möglichen Zinsanhebung besonders stark wahrgenommen. Die EZB kann jedoch nur Politik für die Eurozone als Ganzes machen, also für ein fiktives Durchschnittsland.¹¹

Im Januar 2017 stellte der EZB-Rat deshalb vier Bedingungen auf, die erfüllt sein müssen, bevor die expansive Geldpolitik zurückgefahren werden kann: Erstens muss das Inflationsziel auch mittelfristig eingehalten werden. Zweitens soll das Erreichen der Preisstabilität von dauerhafter Natur sein. Drittens muss eine Rückkehr zur Preisstabilität

11 Henrik Enderlein: One Size Fits None, in: Central Banking 1/2005, S. 24-28.

selbsttragend sein, also auch ohne die expansive Geldpolitik auskommen. Und viertens darf der Anstieg der Inflation nicht auf einzelne Regionen begrenzt bleiben, sondern muss auf breiter Basis erfolgen. Die EZB lässt dabei offen, wann die jeweiligen Ziele erreicht sind. Es ist davon auszugehen, dass eine Mischung aus vorausschauenden Indikatoren, wie etwa gesamtwirtschaftliche Projektionen der EZB oder Inflationserwartungen von Marktteilnehmern, sowie zurückschauende Indikatoren wie die durchschnittliche Kerninflation während der letzten Monate dem Kriterienkatalog zugrunde liegen.¹²

Die Kriterien senden wichtige Signale an die Märkte und die Kritiker des derzeitigen geldpolitischen Kurses der Eurozone: Die EZB stellt zwar ihr Mandat der Preisstabilität in den Mittelpunkt, behält sich aber weiterhin vor, sowohl die Gesamtinflation als auch die Kerninflation, die stärker von der Lohnentwicklung und der Situation am Arbeitsmarkt abhängt, bei ihren Entscheidungen in Betracht zu ziehen. Das vierte Kriterium – der Anstieg der Inflation auf breiter Basis – ist ein deutliches Zeichen, dass nicht einzelne Mitgliedstaaten, sondern der gesamte Euroraum in den Blick genommen wird. Damit wendet sich die EZB vor allem an Stimmen in Deutschland, die eine restriktivere Geldpolitik fordern. In vielen anderen Mitgliedsländern stand die Wirtschaft auch noch 2016 auf sehr wackligen Beinen. Die schwelende Bankenkrise in Italien, die durch den Brexit zusätzlich befeuert wurde, und anhaltend hohe Jugendarbeitslosigkeit, unter anderem in den beiden großen Mitgliedstaaten Frankreich und Spanien, sind Beispiele dafür, dass weite Teile des Euroraums die Krise noch nicht vollständig abgeschüttelt haben.

Nutzen und Risiken der Niedrigzinspolitik im Euroraum

Dass die Zeichen im Euroraum während des Berichtszeitraums auf Wachstum umgeschwenkt sind, ist nicht zuletzt ein Verdienst der EZB: Die Senkung der Finanzierungskosten für Haushalte und Unternehmen stehen in direktem Zusammenhang mit steigender Konsum- und Investitionstätigkeit und sinkender Arbeitslosigkeit.

Den positiven Auswirkungen der aktuellen Geldpolitik der EZB stehen die Nebenwirkungen und möglichen Risiken für die Finanzstabilität gegenüber. Die niedrigen Finanzierungskosten erleichtern es Haushalten, Unternehmen und Staaten, günstig Kredite aufzunehmen. Dabei drohen Überschuldung und Spekulationsblasen, beispielsweise im Immobiliensektor. Das niedrige Zinsumfeld belastet zudem den EU-Bankensektor. Neben strukturellen Problemen wie hohen Beständen an ausfallgefährdeten Krediten und zu hohen Betriebskosten macht den Banken die abnehmende Gewinnspanne zwischen Einlage- und Kreditzins zunehmend zu schaffen. Die Ertragslage der Banken im Euroraum im Jahr 2016 lag mit etwa 3 Prozent Eigenkapitalrendite weiterhin deutlich unterhalb der von US-amerikanischen und skandinavischen Konkurrenten, die Eigenkapitalrenditen von 9 bis 10 Prozent vorweisen können. Der schwache Ertrag schränkt die Banken in ihrer Fähigkeit ein, neues Eigenkapital aufzunehmen und macht sie damit anfälliger für Finanzkrisen.

Außerdem macht sich in Teilen des Euroraums Unmut darüber breit, dass Ersparnisse kaum noch Zinserträge abwerfen. Damit wird die Altersvorsorge für die Haushalte, in denen Spareinlagen eine wichtige Rolle spielen, immer schwerer. Das wird auch deshalb als ungerecht wahrgenommen, weil wohlhabendere Haushalte, die beispielsweise Immobilien oder Aktien besitzen, von der derzeitigen Geldpolitik profitieren. Dem ist jedoch

12 Siehe zum Beispiel Frederik Ducroz: Inflation and the ECB (part 1): the four criteria, in: Flash Note Euro Area: Monetary Policy, Pictet Wealth Management – Asset Allocation and Macro Research, 31 January 2017, abrufbar unter: <http://perspectives.pictet.com/wp-content/uploads/2017/01/Flash-Note-FD-EA-inflation-outlook-part-1-31-January-2017.pdf> (letzter Zugriff: 14.11.2017).

entgegenzuhalten, dass der Rückgang der Arbeitslosigkeit im Euroraum besonders ärmere Haushalte begünstigt hat, da sich ihre Einkommenssituation durch die neu aufgenommene Arbeit entscheidend verbessert hat.

Eine definitive Bewertung des Nutzens und der Risiken der Niedrigzinspolitik ist an dieser Stelle kaum möglich, da sich die Auswirkungen der EZB-Politik auf die konjunkturelle Lage des Euroraums nicht zweifelsfrei von anderen Einflussfaktoren trennen lassen. Grundsätzlich ist jedoch festzuhalten: Die EZB muss vorrangig für Preisstabilität im Euroraum sorgen. Finanzmarktstabilität oder Wohlstandsverteilung können nur nachrangige Ziele sein. Dabei ist es durchaus denkbar, dass das Erreichen stabiler Preise im Widerspruch zur Stabilität im Finanzsektor steht. In diesem Fall sind vor allem die Banken- und Finanzmarktaufsichten in der Pflicht zu handeln. Auch nationale Regierungen können auf die Überhitzung einzelner Volkswirtschaften in der Eurozone reagieren, etwa über Staatsausgaben oder die Steuerpolitik. Eine Bewertung der EZB-Politik sollte daher vor allem darauf abzielen, ob die eingesetzten geldpolitischen Instrumente dazu beitragen, das Inflationsziel von knapp unter 2 Prozent zu erreichen. Die aktuelle Debatte um die EZB-Politik scheint diese Aufgabenverteilung mitunter nicht angemessen zu berücksichtigen.

Ausblick: Die Herausforderung einer geldpolitischen Normalisierung im Euroraum

Angesichts des Aufschwungs steht die EZB nun vor der Herausforderung, die unkonventionellen Maßnahmen zurückzufahren und eine geldpolitische Normalisierung einzuleiten. Dabei muss die Zentralbank einige Schwierigkeiten umschiffen. So werden Staatsanleihen, die den Standards des Ankaufprogramms entsprechen, immer knapper. Sollte es also noch einmal zu einem unvorhergesehenen konjunkturellen Rückschlag kommen, etwa durch eine Krise in Italien oder Griechenland, hätte die EZB zunehmend Schwierigkeiten, noch einmal durch eine Ausweitung des QE-Programms zu reagieren. Zudem darf die EZB sich nicht von der fiskalischen Anfälligkeit einiger Länder dazu verleiten lassen, ihre expansive Geldpolitik länger aufrechtzuerhalten, als es dem Preisstabilitätsziel dienlich ist.

Eine Normalisierung der Geldpolitik wird noch Jahre in Anspruch nehmen. Mit einem Ausstieg aus dem QE-Programm ist frühestens Ende 2018 zu rechnen, und auch danach werden die Leitzinsen noch über einen längeren Zeitraum hinweg auf niedrigem Niveau verharren. Sollte die Eurozone also in den nächsten Jahren von einer schwerwiegenden Krise getroffen werden, hätte die EZB weitaus weniger Spielraum für eine geldpolitische Lockerung als vor der Weltfinanzkrise 2008/2009.

Die Mitgliedstaaten sollten deshalb den Aufschwung für eine gründliche Überarbeitung des Instrumentenkastens der Eurozone nutzen: Die derzeitige Debatte um die Vollendung der Banken- und Kapitalmarktunion, den Ausbau des Europäischen Stabilitätsmechanismus, die Schaffung eines europäischen Finanzministers sowie Eurozonen-Haushalts sind wichtige Ansätze, um die Währungsunion langfristig zu stärken und die EZB bei künftigen Krisen zu entlasten.

Weiterführende Literatur

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: 87. Jahresbericht 2016/17, 25. Juni 2017.

Europäische Kommission: Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion, Mai 2017.

Enrico Letta/Henrik Enderlein et al.: Repair and Prepare: Der Euro und Wachstum nach dem Brexit, Bertelsmann Stiftung/Jacques Delors Institut – Berlin/Jacques Delors Institute Paris (Hrsg.), Gütersloh/Berlin/Paris September 2016.

Philipp Ständer: Niedrigzinsen: Ist die Politik der EZB richtig?, Europa Briefing, Bertelsmann Stiftung/Jacques Delors Institut – Berlin (Hrsg.), Gütersloh/Berlin 2017.