

## Konjunkturschlaglicht

## EZB: ohne Fiskalpolitik gegen Deflation?

Die Konjunktur im Euroraum verläuft weiter schleppend. Italien droht in die Rezession zurückzufallen, Frankreichs Wirtschaft stagniert und in Deutschland deuten mehrere Frühindikatoren auf eine Verlangsamung der Konjunktur hin. Im ersten Halbjahr 2014 stieg das reale Bruttoinlandsprodukt im Euroraum um lediglich 0,3% im Vergleich zum zweiten Halbjahr 2013. Zunehmende Unsicherheit, ausgelöst durch die internationalen Krisen, trüben zusätzlich die konjunkturellen Aussichten, was vor allem die Investitionsnachfrage und den privaten Konsum belastet. Die Investitionstätigkeit wird für das zweite Halbjahr schwächer als erwartet sein. Ein moderater selbsttragender Aufschwung im Euroraum, wie er sich noch zu Jahresbeginn ankündigte, ist somit einmal aufgeschoben.

Gleichzeitig ist die Inflationsrate im Euroraum nach wie vor deutlich unter der Zielinflationsrate von „unter, aber nahe 2%“. Sie sank im September 2014 gegenüber dem Vorjahresmonat auf 0,3%; dies ist die niedrigste Rate seit Oktober 2009. Auch wenn dies vor allem auf die interne Abwertung über Löhne und Preise in den europäischen Krisenländern zurückzuführen ist und die Inflationsraten infolge dieses Basiseffekts mittelfristig wieder steigen dürften, ist die Gefahr einer nicht mehr allein strukturellen, sondern nachfrage- und erwartungsinduzierten Deflation unverändert existent. Vor diesem Hintergrund hat die Europäische Zentralbank (EZB) in ihrer jüngsten Ratsitzung den Hauptrefinanzierungssatz um weitere zehn Basispunkte auf 0,05% und den Zinssatz der Einlagenfazilität auf -0,2% gesenkt. Zusätzlich hat EZB-Präsident Draghi ein Ankaufprogramm von hypothekenbesicherten Wertpapieren und Kreditverbriefungen (ABS-Papiere),

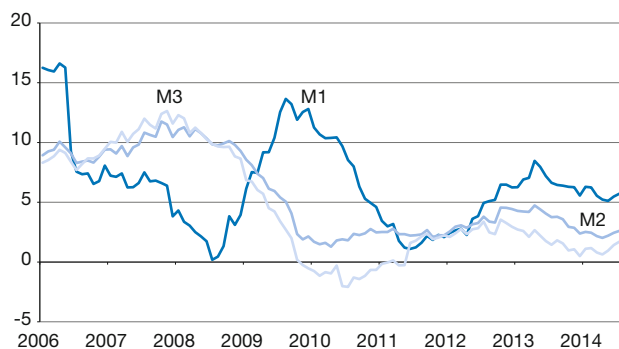
das schon diesen Oktober 2014 starten könnte, in Aussicht gestellt. Es stellt sich jedoch die Frage, wie wirksam die EZB allein mit geldpolitischen Mitteln mögliche Deflationstendenzen im Euroraum bekämpfen kann. Sie kann ohne Fiskalpolitik die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Euroraum nicht mehr stützen. Ohne einen Policy-Mix aus Geld- und Fiskalpolitik steigt mit zunehmender Dauer der Niedrigzinsphase die Gefahr von liquiditätsinduzierten Vermögenspreisblasen, die sich von der konjunkturellen Lage entkoppeln.

Die geldpolitische Transmission ist nach wie vor gestört bzw. erfolgt asymmetrisch innerhalb des Euroraums. Die Wirkung der Geldpolitik beschränkt sich in der „Liquiditätsfalle“ auf die Stabilisierung der Renten- und Aktienmärkte. Mit Stützung der Vermögenspreise verhindert die EZB zwar einen negativen Vermögensseffekt auf den Konsum und stabilisiert den Bankensektor. Auf die Kreditvergabe der Geschäftsbanken hat die EZB aber nahezu keinen Einfluss mehr. Das Problem ist nicht mehr die fehlende Liquidität bei den Banken, sondern die mangelnde Nachfrage bei den Unternehmen. Den expansivsten Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Euroraum erzielt die EZB über einen abwertungsbedingten Anstieg der Exporte. Hauptgründe hierfür sind eine robuster werdende US-Konjunktur und die Erwartung einer quantitativen Lockerung durch die EZB. Fed und EZB befinden sich damit in unterschiedlichen Phasen des Konjunkturzyklus.

Abbildung 1

## Entwicklung der Geldmengen M1 bis M3

Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat in %

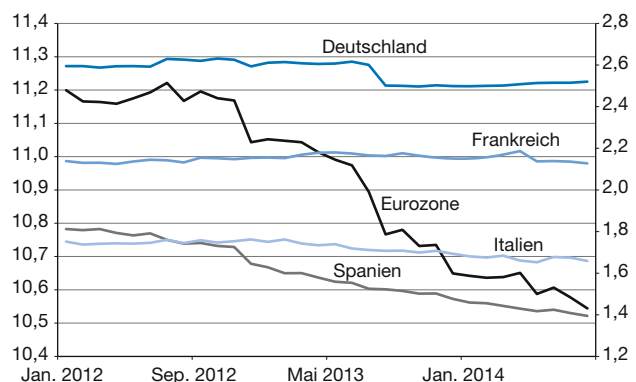


Quelle: Macrobond, EZB.

Abbildung 2

Ausstehendes Kreditvolumen der Monetären Finanzinstitute an die Realwirtschaft<sup>1</sup>

in Billionen Euro

<sup>1</sup> Exklusive Kredite an öffentliche Haushalte.

Eurozone linke Skala, einzelne Länder rechte Skala.

Quelle: Macrobond, EZB.

Die Entwicklung der Geldmengen und ihrer Gegenpositionen geben Hinweise darauf, über welche Kanäle die Geldpolitik der EZB derzeit wirkt. Während die Geldmengen in der Eurozone, insbesondere M3, in den letzten Monaten und Jahren eine schwache Wachstumsdynamik aufwiesen (vgl. Abbildung 1), zeigt sich beim ausstehenden Kreditvolumen der Finanzinstitute an die „Realwirtschaft“ (Kredite an Nicht-Monetäre Finanzinstitute) zuletzt eine rückläufige Entwicklung (vgl. Abbildung 2). Die Übertragung geldpolitischer Impulse über den Zins- und Kreditkanal ist weiter gestört. EZB-Präsident Draghi hat auf dem Treffen der Zentralbanker in Jackson Hole eingeräumt, dass die Grenzen der Geldpolitik erreicht sein könnten, wenn die Fiskalpolitik nicht unterstützt. Grundsätzlich stellt sich angesichts der konjunkturellen und makroökonomischen Situation im Euroraum die Frage,

wie wirksam Geldpolitik ohne Fiskalpolitik ist. Für einen optimalen Konsolidierungspfad zur wiederhergestellten Tragfähigkeit öffentlicher Schulden ist eine expansivere Fiskalpolitik im Euroraum möglicherweise nötig. Die Beschränkung auf Instrumente der Geldpolitik kann sogar gefährlich sein: Sie verlängert die Phase niedriger Zinsen und drängt institutionelle Anleger in riskante Anlagen. Dieser „Risikokanal“ der geldpolitischen Transmission kann mittelfristig erneut zu realwirtschaftlichen Verzerrungen führen. Die derzeitige Lage bestätigt, dass im Euroraum ein Governance-Problem bei der Koordination von Geld- und Fiskalpolitik existiert, das institutionell nach wie vor nicht gelöst ist.

[Henning Vöpel](mailto:voepel@hwwi.org)  
[voepel@hwwi.org](mailto:voepel@hwwi.org)