

Konjunkturschlaglicht

Geldpolitik: Kommt die Zinswende schon zu spät?

Die Konjunktur im Euroraum gewinnt an Schwung. Die gute Nachricht ist, dass dieser Aufschwung symmetrisch verläuft. Nahezu alle Mitgliedsländer der Währungsunion bewegen sich auf einem gemeinsamen Aufwärtspfad. Dies sind eigentlich beste Voraussetzungen, um die Zinswende auch in der Eurozone einzuläuten. Doch strukturelle Gründe scheinen noch dagegen zu sprechen. Zugleich haben sich die Rahmenbedingungen für die Zentralbanken womöglich dauerhaft verschoben. Nicht allein das Instrumentarium, sondern die Transmissionskanäle und die Zielgröße der Geldpolitik selbst sind Gegenstand dieser Diskussion. Können Zentralbanken ihre Zielinflation überhaupt erreichen und ist das noch länger sinnvoll? Kommt die Zinswende schon zu spät?

Ende September 2017 sprach der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) Mario Draghi vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung (ECON) im Europäischen Parlament zur Ausrichtung und Begründung der Euro-Geldpolitik. Er führte aus, dass die EZB zuversichtlich sei, letztlich zum Inflationsziel von „unter, aber nahe zwei Prozent“ zurückkehren zu können. Gleichwohl betonte er, dass weiterhin ein sehr expansiver Kurs nötig sei, damit sich der Inflationspfad in Richtung auf das Inflationsziel auch tatsächlich materialisiere. Man müsse hierfür noch eine Zeit lang geduldig und stringent bleiben. Gegen Ende des Jahres wolle man sich darüber verständigen, ob und inwieweit eine Adjustierung der geldpolitischen Instrumente erforderlich sei, um den optimalen Grad der expansiven Geldpolitik zu treffen. In diesem Zusammenhang betonte Draghi, dass das Ankaufprogramm bei Unternehmensanleihen ein Erfolg sei, da man positive Wirkungen der Anleihekäufe auf die Kreditkonditionen bei kleinen und mittleren Unternehmen beobachtet habe.

Alles in allem scheint es demnach, dass die anhaltende Niedrigzinspolitik und vor allem das Ankaufprogramm der Europäischen Zentralbank in Höhe von monatlich zunächst 80 Mrd. Euro, seit einiger Zeit 60 Mrd. Euro, sowohl in Bezug auf die Kreditbedingungen als auch letztlich auf die Inflationsrate am Ende eine durchschlagende realwirtschaftliche Wirkung gehabt hätte. Draghi sieht sich folglich in seinem geldpolitischen Kurs bestätigt, da die EZB sich auf gutem Weg befinde, die Stabilitätsziele zu erreichen. Angesichts weiterhin bestehender struktureller Probleme, die eine Gefahr für die wirtschaftliche Konvergenz in der Eurozone darstellen, müsse aber der Grad expansiver Geldpolitik hoch bleiben. Nicht zu Un-

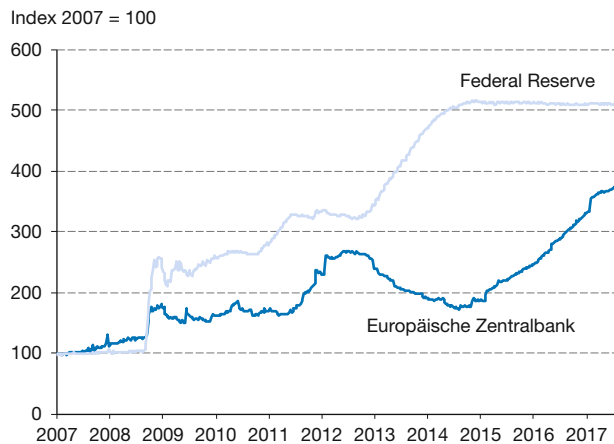
recht hat Draghi auf die weiterhin bestehenden Risiken infolge struktureller Divergenzen im Euroraum hingewiesen. Auch wenn der konjunkturelle Aufschwung im Euroraum derzeit symmetrisch verläuft, so bleiben dennoch die strukturellen Unterschiede das Hauptproblem, zumal bei wieder divergenter Konjunktorentwicklung in einer nicht-optimalen Währungsunion.

Tatsächlich lassen sich Argumente zur Begründung der geldpolitischen Ausrichtung und ihrer Wirksamkeit ableiten. So haben sich die für die mittelfristige Geldpolitik zentralen Inflationserwartungen weiter in Richtung 2% stabilisiert. Die Kreditvergabe hat gleichzeitig angezogen. Die Entwicklung der Zentralbankbilanz legt nahe, dass sich nach dem Zeitraum von 2013 bis 2015, in dem die Bilanzsumme kaum angestiegen war, die expansive Wirkung der Geldpolitik erst durch das Ankaufprogramm durchschlagend gewesen ist. In den Jahren zwischen 2013 und 2015 aber hat es die EZB nicht verstanden, über die Ausweitung der Zentralbankbilanz einen expansiven Effekt auf die Kreditvergabe zu induzieren. Dies ist genau jener Zeitraum, in dem das Federal Reserve System (Fed) in den USA mit der dritten Phase der quantitativen Lockerung (QE3) den letzten großen expansiven Impuls vor der Ende 2016 eingeleiteten Zinswende gesetzt hatte. Erst ab 2015, also mit einer Phasenverschiebung von zwei Jahren gegenüber den USA, setzte die Bilanzausweitung bei der EZB ein (vgl. Abbildung 1).

In Abbildung 2 ist zu erkennen, dass das Geldmengenaggregat M3 einen Vorlauf gegenüber der Kreditentwicklung aufweist. Eine anziehende Konjunktur im Euroraum dürfte für die verstärkte Transmission über den Kreditkanal verantwortlich sein. Zugleich zeigt sich, dass der allmählich einsetzende Effekt auf die Kreditvergabe zwar für den Euroraum insgesamt gilt, jedoch deutlich stärker z.B. für Spanien als für Deutschland gewesen ist. In Spanien hat der expansive Effekt auf die Kreditvergabe nur den Rückgang gebremst, während in Deutschland und anderen Ländern der Anstieg der Kreditneuvergabe zum Teil schon zur Finanzierung von Aktien- und Wertpapierkäufen verwendet wurde. Die zunehmende Kreditfinanzierung von Wertpapierkäufen kann als Indikator für das Risiko eines erhöhten Korrekturbedarfs gesehen werden.

Ogleich es also unterstützende Argumente für den geldpolitischen Kurs Draghis gibt, hält die Diskussion über mögliche Nebenwirkungen an, insbesondere mit Blick auf

Abbildung 1
Bilanzsumme: Europäische Zentralbank und Federal Reserve

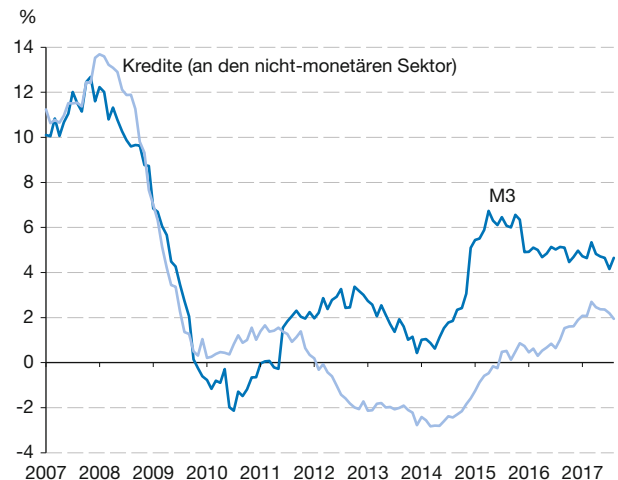


Quelle: Macrobond; HWWI.

die Bildung von Blasen auf Vermögensmärkten, wie dem Aktien- oder dem Immobilienmarkt. Der enorme Anstieg der Bilanzsumme der EZB hat lange Zeit nur zu einem moderaten, erst in den letzten Monaten anziehenden Kreditwachstum geführt. Auch die Wirkung auf die Inflationsrate war nur lose. Offenbar hat es in der Transmission des Ankaufprogramms auf unmittelbare und mittelbare Zielgrößen der Europäischen Zentralbank erhebliche „Sickerverluste“ in Form steigender Vermögenspreise gegeben. Zum Teil waren die Vermögenspreiseffekte zwar beabsichtigt, um einerseits die Finanzmarktstabilität direkt zu beeinflussen und um andererseits die Zinsstrukturkurve am langen Ende des Marktes abzuflachen. Dennoch stellt sich die konkrete Frage, ob eine Zielinflationsrate von rund 2% unter diesen Umständen überhaupt noch eine sinnvolle Marke sein kann.

Die Frage nach der optimalen Zielgröße ist deshalb so essenziell, da die Nebenwirkungen und möglichen Kollateralschäden mit der Dauer der fortgesetzten Niedrigzinspolitik ansteigen. Sollte eine Zielinflationsrate von rund 2% kein sinnvolles Stabilitätskriterium sein, könnte die Zinswende bereits jetzt zu spät eingeleitet worden sein. So sprach die Präsidentin der Fed Janet Yellen in ihrer Rede beim National Association for Business Economics Meeting in Cleveland über „Inflation, Unsicherheit und Geldpolitik“ von einem Inflationsrätsel. Gemeint ist der mangelnde Durchgriff der Zentralbanken auf die Inflationsrate. Der Abwärtsdruck auf die Inflation könne sich vielmehr als langwierigeres Phänomen erweisen mit der Konsequenz, dass die Geldpolitik nicht zu lange akkommodierend sein dürfe. So sei zwar der US-Arbeitsmarkt

Abbildung 2
Geldmenge M3 und Kreditwachstum in der Eurozone
 Veränderung zum Vorjahresmonat



Quelle: Macrobond; HWWI.

robust nahe der Vollbeschäftigung, was über die Lohn-Preis-Spirale mittelfristig zurück zur Zielinflationsrate führen müsste. Dem stünden aber potenziell Faktoren gegenüber, die nicht nur fallweise, sondern ebenfalls in mittlerer Frist auf das Preisniveau drückten. Hierzu zählen Effekte der Globalisierung, die über einen langen Zeitraum preisdämpfend wirkten, aber nun allmählich auslaufen, sowie Effekte der Digitalisierung, die erst einsetzen und potenziell noch für längere Zeit durch verschiedene Innovationen preissenkend wirken dürften. Zum Teil werden neue digitale Dienstleistungen noch gar nicht erfasst, zum Teil handelt es sich zudem um Messprobleme.

Im Ergebnis könnte die Fed, so Janet Yellen, übermäßig lang einen zu starken Expansionsgrad beibehalten, was nicht nur zu Überhitzungserscheinungen am Arbeitsmarkt, sondern auch zu einer Blasenbildung auf Vermögensmärkten beitragen würde. Eingedenk der zusätzlichen Wirkungsverzögerung der Geldpolitik auf die realwirtschaftliche Aktivität dürfe die Fed mit der Zinswende nicht warten, bis die Inflationsrate auf 2% zurückgekehrt sei. Auch und vor allem in der Eurozone könnte diese Gefahr existent sein. In Deutschland ist die Inflationsrate mit zuletzt rund 1,8% noch leicht unterhalb der Zielgröße (die Kerninflationsrate noch etwas weiter darunter), die Konjunktur droht dagegen schon zu überhitzen. Einzelne Indikatoren deuten bereits darauf hin. Womöglich hat die EZB-Geldpolitik schon selbst zukünftigen Korrekturbedarf erzeugt.

Henning Vöpel
 voepel@hwwi.org