



8. Juni 2016

Die EZB muss Kurs ändern

David Folkerts-Landau
Chefvolkswirt Deutsche Bank

Redakteure

Stefan Schneider
Chief Economist Germany

Stuart Kirk
Leiter Multiasset-Research

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

Zusammenfassung

Im vergangenen Jahrhundert haben sich die Zentralbanken zu den Hütern unserer wirtschaftlichen und finanziellen Sicherheit entwickelt. Doch auch Notenbanker können auf Abwege geraten. Das passiert ihnen meist dann, wenn sie zu sehr auf das gerade populäre ökonomische Dogma vertrauen. Und wenn sie irren, kann das katastrophale Folgen haben.

Auch derzeit legt das Verhalten der EZB nahe, dass sie falschen Überzeugungen folgt. Nach sieben Jahren immer aggressiverer geldpolitischer Maßnahmen, wird es zunehmend deutlich, dass sie die langfristige Stabilität der Eurozone riskiert, wenn sie weiter der aktuellen Lehrmeinung folgt und auf eine breite quantitative Lockerung und negative Zinsen setzt.

Auch die EZB-Politik unterliegt dem Gesetz abnehmender Grenzerträge. Vor allem aber verliert sie zunehmend ihre Glaubwürdigkeit unter den Marktteilnehmern und – schlimmer noch – in der Öffentlichkeit.

Die EZB reagiert darauf mit immer extremeren geldpolitischen Maßnahmen. Dies führt zu Fehlallokationen in der Realwirtschaft, die sich nur zu immer höheren Kosten wieder beheben lassen werden. Die Verlierer sind die Sparer, während sich Aktien- und Immobilienbesitzer die Hände reiben.

Indem sie sich – „koste es, was es wolle“ – zum ultimativen Retter der Eurozone aufschwingt, erlaubt sie den Politikern, ihre Hände in den Schoß zu legen, statt durch Reformen Wachstum und öffentliche Haushalte auf Vordermann zu bringen.

Je länger sie mit ihrer Geldpolitik die erforderliche Katharsis verzögert, desto stärker trägt sie zum Erfolg der Populisten und anti-europäischer Parteien bei, und gefährdet so das gesamte europäische Projekt.

Unsere Modelle zeigen, dass die EZB in ihrem Abwehrkampf gegen die Schreckgespenster Deflation und Entankerung der Inflationserwartungen die geldpolitischen Zügel bereits deutlich zu locker hält.

Wir sind deshalb überzeugt, dass sie beginnen sollte, einen geldpolitischen Kurswechsel einzuleiten. Der erwartete Anstieg der Inflation auf mehr als ein Prozent im ersten Quartal 2017 bietet hierfür eine Gelegenheit.

Wenn öffentliche Schulden wieder zu Marktpreisen gehandelt werden, schafft dies einen Anreiz für die Regierungen, wachstumsfördernde Reformen zu verabschieden und die Haushalte zu stabilisieren. Zudem sind wir davon überzeugt, dass Verbraucher und Unternehmen die Normalisierung der Zinsen positiv aufnehmen werden.



Auch Notenbanker machen große Fehler

In den 20er-Jahren des 20. Jahrhunderts glaubte die Reichsbank, sie könne, um die Staatsausgaben zu finanzieren, 2000 Notenpressen Tag und Nacht laufen lassen, ohne die Inflation in die Höhe zu treiben. Etwa zur gleichen Zeit sah die Federal Reserve zu, wie Bankenpleiten mehr als ein Drittel aller Spareinlagen in Amerika vernichteten, weil sie auch in dieser Situation an die Selbstheilungskräfte des Marktes glaubte. Die Weltwirtschaftskrise war das Resultat.

Diese Entwicklungen liegen nun fast hundert Jahre zurück. Doch trotz all der vermeintlichen Verbesserungen an unseren Zentralbanksystemen – von einer größeren Unabhängigkeit, über bessere Daten bis hin zu ausgeklügelteren theoretischen und ökonomischen Modellen – kommt es immer wieder zu Fehlern. Im Vorfeld der jüngsten Finanzkrise führte der sogenannte Jackson-Hole-Konsensus dazu, dass Notenbanken in vielen Ländern eine Kreditexpansion, die sich vom Wachstum der Realwirtschaft entkoppelt hatte, tolerierten. Die damals vorherrschende Lehrmeinung lautete, dass die traditionellen Inflationsmaße keinen Anlass zur Sorge gaben und Blasen an den Wertpapiermärkten aufgrund rationaler Marktteilnehmer quasi nicht vorkommen sollten.

Das unter Notenbankern heute gängige Dogma lautet, dass die schwache Nachfrage die Ursache allen Übels ist und für die ungewöhnlich geringe Inflation Sorge. Steht die Schlussfolgerung erst einmal fest, lassen sich überall die entsprechenden Belege finden. In der Verhaltensökonomie wird diese Form der selektiven Wahrnehmung als „confirmation bias“ (Bestätigungsfehler) bezeichnet. Andere Erklärungen für die aktuell so schwache Inflation werden hingegen beiseitegeschoben.

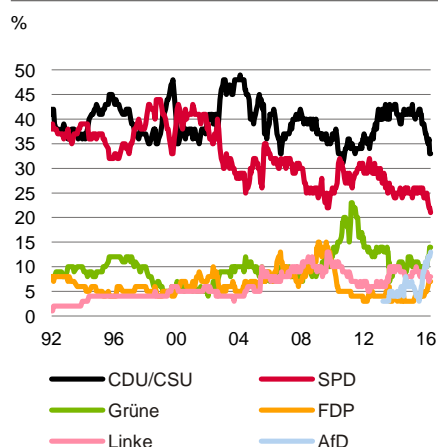
Menschen mit der festen Überzeugung, die einzig richtige Herangehensweise zur Lösung eines Problems zu kennen, bezeichnet Philip Tetlock in seinem Buch „Superforecasting“¹ als „Igel“. Igel nehmen alle neuen Informationen durch ihre vermeintlich untrügliche Brille wahr und bleiben deshalb gegenüber jeder alternativen Erklärung blind.

Im Falle der Notenbanker weltweit werden Überzeugungen durch Gruppendenken (group think) noch verstärkt. Es überrascht daher nicht, dass EZB-Präsident Mario Draghi seine Geldpolitik mit dem Hinweis verteidigt, alle anderen wichtigen Zentralbanken würden ebenso verfahren (was im Übrigen auf negative Zinsen nicht zutrifft). Und wenn ein Problem – wie die Verfehlung des Inflationsziels – anhält, kann dies natürlich nur an einer anhaltend schwachen Nachfrage liegen, und nicht etwa an anderen Faktoren wie einem Ölpreisschock.

Ihr geschlossenes Auftreten verschafft den Notenbankern – mal abgesehen von ihrem unvergleichlichen Datenfundus – einen hohen Respekt oder schützt sie zumindest vor Anfeindungen. Dennoch wächst mittlerweile die Kritik an ihrer Geldpolitik, insbesondere in Deutschland. Dem Vernehmen nach macht Finanzminister Wolfgang Schäuble diese zur Hälfte für die Erfolge der Alternative für Deutschland (AfD) bei den jüngsten Landtagswahlen verantwortlich (siehe Abbildung 1). Vor zwei Monaten griffen verschiedene Fraktionen im Bundestag die EZB für ihre Null- und Negativzinspolitik an und forderten, die Bundesregierung müsse intervenieren, womit sie de facto die Unabhängigkeit der Zentralbank infrage stellten.

Ihr Aufbegehren zeigt auch, dass eine Geldpolitik, die extrem abdriftet, Folgen auch weit jenseits der Finanzmärkte und der Realökonomie hat. Notenbanker, die nicht auch solche Konsequenzen im Auge haben, spielen ein gefährliches Spiel – nicht zuletzt auch, weil bezweifelt werden darf, dass sie über das Mandat

Wenn am nächsten Sonntag wirklich Bundestagswahl wäre ...



Quelle: Forschungsgruppe Wahlen: Politikbarometer (13.05.2016)

¹ Superforecasting – Die Kunst der richtigen Prognose. Philip Tetlock und Dan Grandner.



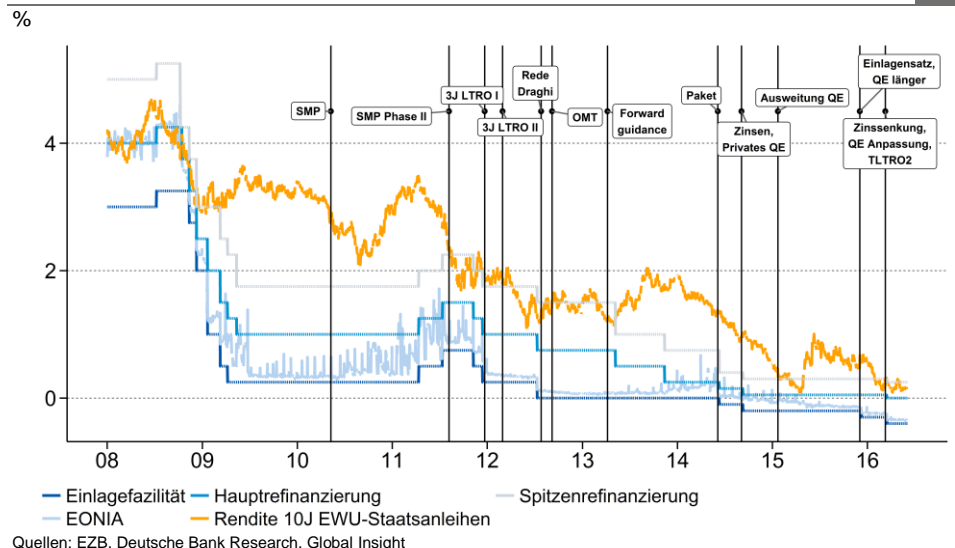
verfügen, derart in die Gesellschaft und die Wohlfahrtspositionen der einzelnen Bürger einzugreifen.

Nachteile überwiegen und sprechen gegen die EZB-Politik

In der Volkswirtschaft gibt es keine einfachen Antworten. Eine geldpolitische Entscheidung ist, wie jede andere Entscheidung auch, ein Abwägen der Vor- und Nachteile, wobei die Folgen geldpolitischer Entscheidungen in der aktuellen Lage immer weniger abzuschätzen sind. Die aggressive Lockerung der Geldpolitik war anfänglich sicher richtig. Doch mittlerweile wirken die Maßnahmen der EZB immer verzweifelter und die negativen Effekte fangen an, die positiven zu überwiegen (siehe Abbildung 2). Selbst die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), die lange zu den prominentesten Befürwortern einer lockeren Geldpolitik zählte, warnt nunmehr, dass eine weitere geldpolitische Lockerung kontraproduktiv sein könne.²

Massive geldpolitische Unterstützung durch die EZB

2



Nachdem die Senkung der Zinsen auf den niedrigsten Stand seit 20 Generationen weder Wachstum noch Inflation belebte, begann die EZB Staatsanleihen der Euroländer in enormen Umfang aufzukaufen – die Politik der „quantitativen Lockerung“. Doch die Verkäufer dieser Anleihen gaben ihre Erlöse weder aus, noch reinvestierten sie das Geld – es floss wieder als Einlagen der Geschäftsbanken zu der Zentralbank zurück.

Deshalb setzte die Zentralbank ihre Logik bis ins Extreme fort: Sie belegte die Einlagen der Banken mit Negativzinsen. Derzeit wird nahezu die Hälfte der Staatsanleihen der Eurozone mit einer negativen Rendite gehandelt. Gleichzeitig sichert die EZB die Zahlungsfähigkeit der Euroländer ab, indem sie – im Rahmen des sogenannten „OMT-Programms“ – ihre Unterstützung als Käufer der letzten Instanz zusichert.

All das hat bezüglich der Vor- und Nachteile zu einem extremen Ungleichgewicht geführt. Eine Kurskorrektur erscheint uns deshalb immer dringlicher. Die positiven Effekte einer immer lockeren Geldpolitik schwinden,

² Global economy stuck in a low-growth trap. OECD. Juni 2016.



Die EZB muss Kurs ändern

während die Klagen über eine verzerrte, pervertierte und kontraproduktive Geldpolitik mit jedem Tag lauter werden. Sparer werden abgestraft, Spekulanten belohnt. Schlechte Unternehmen überleben, während gute Unternehmen vor lauter Verunsicherung nicht investieren.

Darüber hinaus müssen die Regierungen der Mitgliedstaaten keine steigenden Kreditkosten mehr fürchten, wenn sie Reformen verschleppen oder ihre Schulden immer weiter wachsen lassen. Tatsächlich nimmt die Gesamtverschuldung in der Eurozone zu, während sich der überarbeitete und neu interpretierte Stabilitäts- und Wachstumspakt³ als so zahnlos erweist wie eh und je. Am Markt ermittelte Risikoaufschläge gibt es bei Staatsanleihen praktisch nicht mehr. Dringend benötigte Arbeitsmarkt-, Bank-, Politik- und Bildungsreformen wurden verzögert oder ganz aufgegeben.

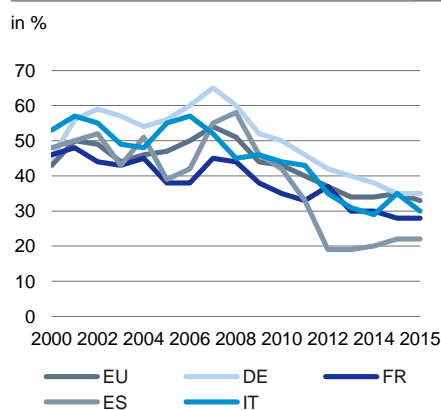
Ein weiteres Problem ist, dass die Logik von Freigebigkeit und Fehlanreizen nur schwer wieder aufzugeben ist. Die EZB ist zum Handlanger immer fordernder Märkte geworden, auf denen die Investoren schon zur nächsten quantitativen Lockerungsrunde für September blasen. Es zeigt sich zudem, dass die aktuelle Geldpolitik Druck von den Banken nimmt, für eine höhere Kapitaldeckung zu sorgen und notleidende Kredite abzuschreiben, sodass unprofitable Unternehmen am Tropf ihrer Geldgeber weiter existieren können.

Natürlich verweist die EZB gerne auf die positiven Effekte, die sie über die zahlreichen Wirkungskanäle ihrer Geldpolitik erzielt (siehe Anhang 3). Immer mehr spricht jedoch dafür, dass der Vertrauenskanal immer wichtiger wird und sich hier die Wirkung bereits umgekehrt hat. Im vergangenen November haben nur noch ein Drittel aller Bürger in Europa angegeben, sie vertrauten der EZB. Damit ist die Zustimmung auf Allzeittief. In Spanien waren es bloß noch 22 Prozent der Befragten. Selbst die Deutschen, die bis 2007 noch zu den überzeugtesten Anhängern der EZB gehörten, haben ihren Glauben verloren. 1992 konnte Jacques Delor noch attestieren, nicht alle Deutschen glaubten an Gott, doch alle Deutschen glaubten an die Bundesbank. Längst passé.

Ebenso lassen sich Inflationsausblick und das Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen nicht mehr länger als Argument für die ultralockere Geldpolitik ins Feld führen. Über lange Zeit hat sich die EZB auf diese Argumente berufen, um den weiteren Ausbau einer quantitativen Lockerung zu rechtfertigen und sich tiefer in negatives Zinsterrain vorzuarbeiten. Wenn auch ihre Messung sehr komplex ist – der Nachweis, dass eine Entankerung der Inflationserwartungen eine echte Bedrohung wäre, lässt sich nur begrenzt belegen (siehe Anhang 1). In einer kürzlich abgeschlossenen Studie konnte die Bundesbank keine Hinweise darauf finden, dass für Deutschland ein hohes oder wachsendes Risiko für Zweitrundeneffekte vorliegt, obwohl sich ein derartiges Risiko vor allem in einer Volkswirtschaft mit traditionell geringen Teuerungsraten erwarten ließe.

Wenn wir die Inflation auf Basis umfassenderer Konzepte als einfach nur des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) berechnen – der derzeit von dem schwachen Ölpreis dominiert wird – so kommen wir in der Tat zu dem Ergebnis, dass die Geldpolitik der EZB für die Eurozone insgesamt bereits viel zu locker ist (siehe Anhang 2). Das geldpolitische Ruder muss also so bald wie möglich wieder umgelegt werden. Laut den Prognosen der EZB selbst ist für Ende dieses Jahres mit einem deutlichen Anstieg der Gesamtinflation zu rechnen, der zwar vor allem auf durch den Ölpreis bedingten Basiseffekten beruht, aber dennoch eine gesichtswahrende Gelegenheit böte, den geldpolitischen Kurswechsel anzukündigen.

Vertrauen in EZB



Quelle: Eurobarometer

³ Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact. EU-Kommission. 13. Januar 2015.

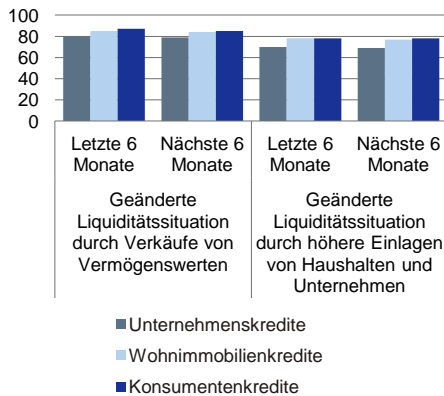


Die EZB muss Kurs ändern

Im Prinzip kein Schub für Kreditgeschäft durch QE-Liquidität

4

Anteil der Banken, die im Prinzip keinen Einfluß durch QE-Liquidität auf Kreditgeschäft sehen, %



Quelle: ECB Bank Lending Survey Apr 2016

Eine Normalisierung der Zinsen dürfte die Unternehmen aus ihrem Investitionsattentismus befreien, und wieder anziehende langfristige Einkommenserwartungen dürften auch bei den Verbrauchern neues Vertrauen wecken. Vor allem aber könnte sich hier für die EZB eine letzte Chance bieten, ihre einstmals so gute Reputation wieder herzustellen – und zwar nicht nur bei den so skeptischen Deutschen. Die nüchterne Warnung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, dass das „Vertrauen in die Wirkungskraft der Zentralbanken – vielleicht zum ersten Mal – erschüttert“ wurde, sollte auch die EZB veranlassen, ihre extreme Haltung zu überdenken.⁴

Die negativen Effekte der EZB-Politik

Auch wenn die EZB zu Recht behaupten kann, dass ihr die Munition noch lange nicht ausgeht⁵ – rein technisch belegt die jüngste Debatte über „Helikoptergeld“ diese Behauptung – steht sie doch mit der Aussage, ihre Geldpolitik habe die beabsichtigten Effekte erzielt, auf deutlich wackeligeren Füßen.

Natürlich lässt sich nichts mit Sicherheit sagen, denn es besteht immer das Problem der kontrafaktischen Evidenz. Die quantitativen Analysen können grundsätzlich die Frage nicht beantworten: Wie hätte sich diese oder jene Variable ohne die Maßnahmen der EZB entwickelt? Historische Simulationen müssen sich auf Koeffizienten verlassen, die aus einem völlig anderen Umfeld als dem heutigen abgeleitet wurden.

Wir können beispielsweise nicht wissen, inwieweit Schulden unter anderen geldpolitischen Voraussetzungen abgebaut worden wären. Ebenso wenig wissen wir, welche fiskalpolitischen Entscheidungen getroffen und welche Reformen unter anderen Voraussetzungen auf den Weg gebracht worden wären. Was sich jedoch jetzt – im siebten Jahr der geldpolitischen Lockerung – sagen lässt, ist, dass alternative Szenarien wohl zu deutlich anderen Entwicklungen geführt hätten. Die breite Streuung der Schätzungen zu den Effekten der quantitativen Lockerung in den USA auf die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen, bei denen die Wirkung unmittelbarer sein dürfte, zeigt, mit welcher Zurückhaltung jede Analyse zu interpretier ist.⁶

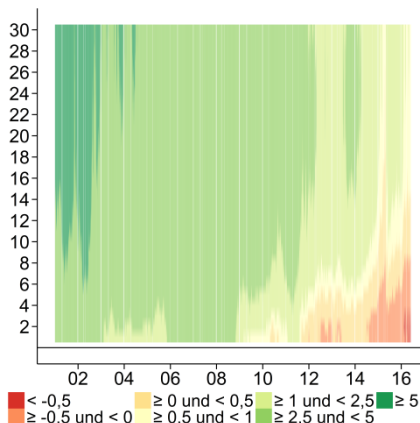
Trotz all der genannten Einschränkungen, welche Belege haben wir? Zunächst einmal hat die EZB ihre Umfrage zur Kreditvergabe der Kreditinstitute (bank lending survey) um Ad-hoc-Fragen zur Wirkung und Nutzung der unkonventionellen Maßnahmen erweitert. Nach Auswertung der Antworten kommt die EZB zu dem Schluss, ihre Politik zeige Wirkung. Tatsächlich aber waren die Ergebnisse des ersten Quartals eher ernüchternd.⁷ Wie es scheint, wurde die zusätzliche Liquidität, die die EZB mit ihrem erweiterten Programm zum Ankauf von Vermögenswerten bereitstellt, kaum zur Darlehensvergabe genutzt (siehe Abbildung 4). Zwar führte der geringere Einlagezins zu geringeren Kreditzinsen, die Wirkung auf das Kreditvolumen blieb jedoch verhalten.

Wir können die Effekte der Geldpolitik auch anhand eines Indexes der geldpolitischen Bedingungen (Monetary Conditions Index, kurz MCI) abschätzen. Dieses zugegeben eher grobe Instrument berücksichtigt

Renditekurve deutscher Staatsanleihen

5

in %, Y-Achse: Duration



Quellen: Deutsche Bundesbank, Research der Deutschen Bank

⁴ BIZ-Quartalsbericht März 2016 – Medienorientierung. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich. März 2016.

⁵ Einleitung zur Pressekonferenz. EZB. 10. März 2016.

⁶ Eine Übersicht von Chen et al. zeigt, dass die Effekte von 13 bis zu 107 Basispunkten reichen. Chen, Han, Vasco Cúrdia und Andrea Ferrero. 2012. „The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs“. The Economic Journal. Band 122, Nr. 546, S. 289-315. Siehe auch: „Panel discussion on Central Banking with Large Balance Sheets“. Victor Constancio. 27. Februar 2015.

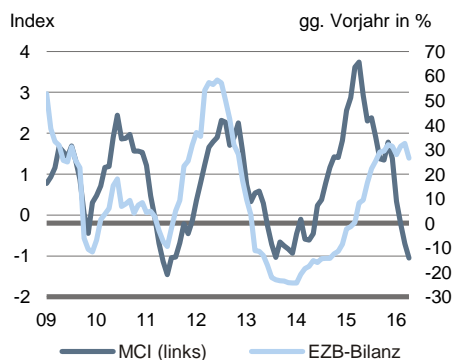
⁷ The euro area bank lending survey – First quarter of 2016. EZB.



Die EZB muss Kurs ändern

EZB-Bilanzausweitung: Nachlassende Wachstumseffekte

6



MCI: Zeigt die Wirkung von Zins- und Wechselkursveränderung auf das Wachstum (MCI > 0 bedeutet expansive Wirkung)

Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Änderungen der Dreimonatszinsen, der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen und des handelsgewichteten Wechselkurses (und gewichtet diese Variablen im Verhältnis 3:6:2). In den Jahren von 2009 bis 2014 bewegt sich der Monetary Conditions Index in ziemlich enger Korrelation zur jährlichen Änderung der EZB-Bilanz.

Doch als im April des vergangenen Jahres die Angst vor negativen Zinsen die durchschnittliche Rendite zehnjähriger Staatsanleihen der Eurozone auf 0,78 Prozent einbrechen ließ und der handelsgewichtete Euro auf dem schwächsten Stand seit 13 Jahren notierte, schoss der Index deutlich in die Höhe. Seitdem ist die enge Korrelation zwischen Ausweitung der EZB-Bilanz und Monetary Conditions Index zusammengebrochen⁸ (siehe Abbildung 6). Dies deutet darauf hin, dass die Wirksamkeit der quantitativen Lockerung dem Gesetz nachlassender Skaleneffekte folgen könnte, ein Phänomen, auf das auch Bundesbank-Präsident Jens Weidmann hingewiesen hat.⁹ Finanzierungsbedingungsindizes, die auf einer breiteren Auswahl an Variablen basieren, zeichnen jedoch eine weniger deutliche Trendumkehr.¹⁰

Es mag zwar schwierig sein zu zeigen, dass die positiven Effekte weniger positiv werden (auch wenn es so scheint), dagegen sind die negativen Nebenwirkungen der EZB-Geldpolitik mittlerweile deutlich sichtbarer. Beispielsweise bedeuten ultrabillige Kredite eine Art lebensverlängernde Maßnahme für Unternehmen, die unter normalen Bedingungen kaum mehr überlebensfähig wären. Dies hat – vom Effekt der Desinflation einmal abgesehen – in vielen europäischen Branchen zu Überkapazitäten geführt, bei im Verhältnis zu den Aktiva rückläufigen Umsatzerlösen. 40 Prozent aller Unternehmen erzielten vergangenes Jahr kein Umsatzwachstum. Es ist daher schon ironisch, dass viele Kommentatoren glauben, Produktivitätswachstum ließe sich durch noch geringere Zinsen herbeiführen.

Ein weiterer eindeutig negativer Effekt ist, dass die Sparer langfristig keinerlei Ertragssicherheit mehr haben, weil es buchstäblich unmöglich geworden ist, mit verzinslichen Anlagen noch eine reale Rendite zu erzielen. Zudem belegen Umfragen eindeutig, dass die negativen Zinsen dem Verbrauchervertrauen einen erheblichen Schlag zugefügt haben. Statt sich über billiges Geld zu freuen, sehen die meisten Verbraucher hierin einen Ausverkauf an den Kreditmärkten. Schwache Absatzzahlen würden eine solche Sicht bestätigen. Währenddessen nimmt in der deutschen Bevölkerung die Ansicht zu, die Zentralbank fördere Schuldenmachen und Verschwendung, statt Wohlstand und Stabilität.

Tatsächlich warnen immer mehr Institutionen vor dieser Entwicklung. So bezeichnete etwa die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) auf ihrer Jahrespressekonferenz die mageren Zinsen als ein „schleichendes Gift“ für Finanzunternehmen, die auf Zinseinkünfte angewiesen sind, und sorgte sich, dass einige Pensionskassen ihre Garantieleistungen womöglich nicht mehr werden erbringen können.¹¹ Die Anstalt schätzt, dass die Geschäfte etwa jeder zweiten deutschen Bank stark zinsabhängig seien und diese Institute deshalb höhere Kapitalrücklagen bilden müssen. Andreas Dombret, Mitglied im Vorstand der Bundesbank, warnte, dass sich viele Banken gezwungen sehen könnten, die Kosten für ihre Kunden zu erhöhen.¹²

Bei der Frage, wie sinnvoll die Geldpolitik der EZB noch ist, scheint auch ein Blick nach Japan angebracht. Japans Zentralbank hat im Januar negative

⁸ Dies hat zum Teil mit dem Einsatz von Veränderungen im Jahresvergleich zu tun.

⁹ Wie können wir den wirtschaftlichen Herausforderungen des Euro-Raums begegnen? Jens Weidmann. Rede auf dem 25. Europäischen Bankenkongress. 20. November 2015.

¹⁰ EZB-Vorschau: „Signalling and independence“. Deutsche Bank. Focus Europe. 15. April 2016.

¹¹ „BaFin-Präsident: Niedrige Zinsen belasten Finanzsektor“. BaFin. 10. Mai 2016.

¹² Bundesbank warnt vor höheren Kosten für Bank-Kunden. FAZ. 31. März 2015.

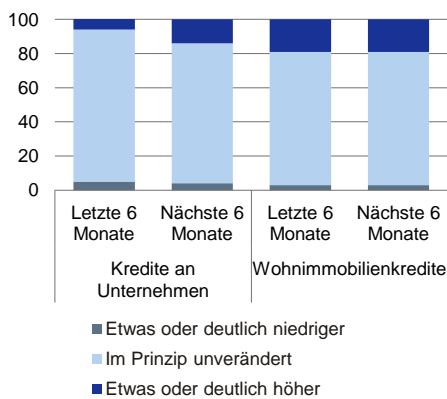


Die EZB muss Kurs ändern

Negativer Einlagensatz: Große Mehrheit der Banken sieht keinen Impuls fürs Kreditgeschäft

7

Direkter & indirekter Einfluss des negativen Einlagensatzes auf Kreditvolumina, % der Banken



Quelle: ECB Bank Lending Survey Apr 2016

Zinsen eingeführt, sehr zum Missfallen sowohl der Finanzinstitute als auch der privaten Haushalte und der Unternehmen.¹³ Die heftige Ablehnung erklärt sich durch die Nettovermögensposition in Japans Privatwirtschaft und die traditionell hohen Ersparnisse der privaten Haushalte in Bankeinlagen, Anleihen und kapitalgeschützten Produkten. Nicht gut angekommen ist zudem der Anstieg der künftigen Einzahlungsverpflichtungen in Instrumente der Alterssicherung, die sich aus dem schwächeren Zinsniveau ergeben hat.

Noch deutlicher ist der negative Effekt auf Japans Finanzinstitute, die nicht nur höhere Kosten für ihre Kontokorrenteinlagen bei der Zentralbank zu tragen haben, sondern auch mit engeren Margen im Kreditgeschäft und einer insgesamt erschwerten Kreditvergabe zurecht kommen müssen. Für Europa besonders beunruhigend ist der Umstand, dass diese Auswirkungen das Ergebnis einer gleichzeitigen Umsetzung von quantitativer Lockerung und negativen Zinsen sind. Aber auch die Finanzen der Bank of Japan selbst leiden unter dem Zusammenspiel der Maßnahmen.

Für die Banken in Europa zeigt sich, dass die ultralockere Geldpolitik in den vergangenen Jahren vielen Instituten, allen voran in den Peripherieländern, erlaubt hat, einen Großteil ihrer bescheidenen Erträge an ihre Aktionäre auszuschütten, anstatt damit die eigene Kapitalbasis aufzustocken.¹⁴ Dieses Verhalten unterläuft die Absicht der EZB, für eine bessere Kapitalausstattung der Banken zu sorgen, und ist auch in punkto Finanzstabilität aus Sicht der EZB nicht hilfreich (siehe Abbildung 7).

Langfristig betrachtet sind die ausbleibenden Wirtschaftsreformen die schwerwiegendste negative Konsequenz der ultraniedrigen Zinsen und des massiven Ankaufs von Staatsanleihen durch die EZB. Das war so nicht gedacht. Unmittelbar nach der Krise kam es zu dem impliziten Deal, dass die Politik die öffentlichen Schulden abtragen und die erforderlichen Reformen auf den Weg bringen würde, während die EZB ihr die hierzu erforderliche Zeit und geldpolitische Unterstützung verschafft.

Tatsächlich hat sich aber schon früh ein anderes Muster herausgebildet. So sehen es auch einige frühere Notenbanker: Da die Regierungen ihren Verpflichtungen nicht nachkamen, sah sich die EZB als Retter in der Not gezwungen, zu noch aggressiveren Mitteln zu greifen.¹⁵ Ebenso plausibel, wenn auch nicht zu belegen, ist, dass die Politik in dem Wissen, dass die EZB einspringen würde, harte Entscheidungen auf die lange Bank schob. Und tatsächlich erklärte die Bank letztlich ja auch, sie stünde bereit – „koste es, was es wolle“.

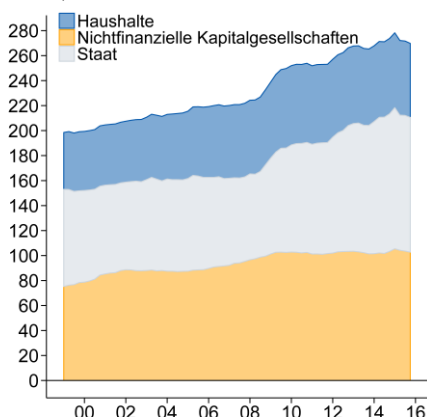
Befreit vom Risiko, das mit der mangelnden Bereitschaft, Reformen und Entschuldung voranzutreiben, üblicherweise einhergeht, durfte sich die Politik dank des selbsternannten letztinstanzlichen Käufers von Staatsanleihen fortan ganz ihren nationalen politischen Partikularinteressen widmen. Und so wächst auch sechs Jahre nach Ausbruch der europäischen Schuldenkrise, die Gesamtverschuldung in der Eurozone stetig weiter.

Die Kennzahlen der OECD für Reformbereitschaft, die die Organisation im Rahmen ihrer Going-for-Growth-Beurteilung ermittelt, zeigen, dass sich das Tempo der Reformen eindeutig verlangsamt hat – vor allem in Ländern, die vom Rettungsprogramm der Troika am stärksten profitiert haben.¹⁶ Doch selbst in Ländern wie Italien, die ohne diese Hilfe auskamen, begann die

Schulden nach Sektoren

8

Eurozone, in % vom BIP



Quelle: Eurostat

¹³ Deutsche Bank. Japan Economics Weekly. Poor evaluation of NIRP: discontinuity and combination of NIRP and QE. 13. März 2016.

¹⁴ Bank capital and monetary transmission. Hyun Song Shin (BIS). 7. April 2106.

¹⁵ The Politics of the Euro Area Crisis and EZB Monetary Policy. Athanasios Orphanides, in: „Central Banking: Where are we heading“. MFS Interdisciplinary Studies 2/2103.

¹⁶ Economic Policy Reforms Going for Growth. OECD. 2015.



Die EZB muss Kurs ändern

Reformbereitschaft, die sich ab 2011 einstellte, schon 2013 wieder zu verflüchtigen (siehe Abbildung 9).

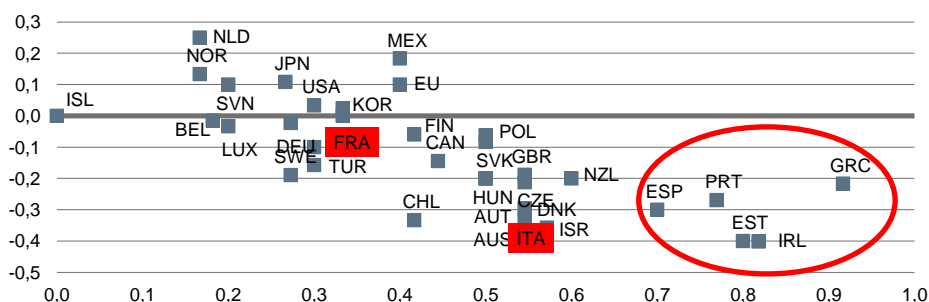
Allerdings bleibt festzuhalten, dass Italien im vergangenen Jahr wieder Reformen vorangebracht hat – wenngleich deren Umsetzung künftig genau zu beobachten sein wird. Eine Ausnahme bildet Frankreich, wo sich von vorneherein nie echter Reformwille manifestiert hat.

Reformtempo hat vor allem in Programmländern deutlich nachgelassen

9

x-Achse: Reformaktivitätsindikator zwischen 2011-12

y-Achse: Veränderung des Reformaktivitätsindikator zwischen 2013-14 und 2011-12



Quelle: OECD

Fazit

Die EZB hat sich – in wohl bester Absicht – selbst in die Lage gebracht, dass die Ausrichtung ihrer Geldpolitik immer stärker durch die Erwartungen der Märkte beeinflusst wird. Zum Teil geht dies auf die Tendenz der Zentralbankspitze zurück, im Vorfeld geldpolitischer Entscheidungen bestimmte Erwartungen in den Märkten zu schüren, denn damit steigt der Druck auf die übrigen Ratsmitglieder, entsprechend zu liefern.

Mit ihrer Zusage, „koste es, was es wolle“ bereitzustehen, hat die EZB den Reformdruck von den Regierungen genommen und die Marktpreise für öffentliche Anleihen verzerrt. Aber auch die Politiker stecken in der Klemme: Mit jeder unpopulären Reform wächst die Gefahr, dass sie bei der nächsten Gelegenheit durch national und anti-europäisch ausgerichtete Konkurrenten ausgetauscht werden – ein für die Eurozone noch gefährlicheres Szenario.

EZB-Präsident Mario Draghi hat wiederholt zu Protokoll gegeben, dass er die Erfüllung seines Mandates nicht davon abhängig machen könne, ob andere Akteure (gemeint sind die Politiker) ihre Aufgaben erledigen. Doch ist die Wirklichkeit wie sie ist – wir haben uns in die letzte Krise manövriert, weil wir die umfassenderen Folgen der Geldpolitik einfach ignoriert haben.

Wie der Sachverständigenrat zu Recht erklärt hat, zählt die Beurteilung sämtlicher Konsequenzen geldpolitischer Entscheidungen zu den Voraussetzungen einer gelungenen Geldpolitik.¹⁷ Heute legt das Für und Wider dieser Konsequenzen nahe, dass die EZB mit ihrer Geldpolitik unbedingt umsteuern muss.

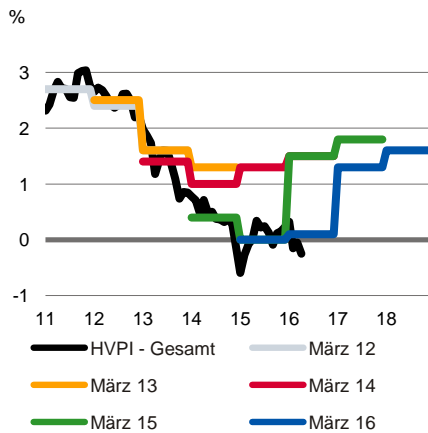
¹⁷ Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt. Jahresgutachten 2015. Sachverständigenrat.



Die EZB muss Kurs ändern

EZB Stabsprognosen:
HVPI Gesamtinflation

10



Quellen: EZB, Eurostat, Deutsche Bank Research

Anhang 1: Übertriebene Furcht der EZB vor einer Entankerung der Inflationserwartungen

Die Gesamtinflation ist deutlich zurückgegangen, von 2,7 Prozent im Jahr 2011 auf null im vergangenen Jahr. Der Grund hierfür ist jedoch kaum in den Besonderheiten der Eurozone zu suchen. Im gleichen Zeitraum ist beispielsweise die Teuerungsrate in den USA ebenfalls von rund drei Prozent auf quasi null gesunken. Die allgemeinen Ursachen sind natürlich der Einbruch der Rohstoffpreise, insbesondere beim Erdöl, sowie die schwache Weltwirtschaft. Ebenso wie die Gesamtinflation ist auch die Kerninflation gesunken. Sie ist von 1,4 Prozent im Jahr 2011 auf einen Tiefstand von 0,8 Prozent im Jahr 2014 gefallen und hat sich seitdem bei etwa ein Prozent stabilisiert.

Die Gesamtinflation hat ihre Zielmarke deutlich verfehlt. Vor allem aufgrund der wiederholten Ölpreiseinbrüche sah sich die EZB mehrfach gezwungen, ihre Inflationsprognose nach unten zu korrigieren. Diese Korrekturen waren zum Teil das Resultat von Basiseffekten, gingen aber auch auf geänderte Erwartungen der Märkte zur weiteren Entwicklung von Ölpreis und Wechselkursen zurück.¹⁸ Zwar sind diese Variablen ausgesprochen volatil und damit als Variablen zur Vorhersage der Preisentwicklung eher schwierig, dennoch hat die EZB immer wieder die Zinsschraube gelockert, sobald sie ihre Prognosen zurücknehmen musste (siehe Abbildung 10).

Mit noch größerer Vorsicht sind die in den Marktkursen implizierten Inflationserwartungen zu behandeln. Diese Kenngröße gewann für die EZB sehr deutlich an Bedeutung – zumindest in der öffentlichen Wahrnehmung – seit Mario Draghi diese 2014 in Jackson Hole in Abweichung vom ursprünglichen Redetext ausgiebig diskutierte. Damals überzeugte die dramatische Herabstufung der Inflationserwartungen wahrscheinlich auch die letzten verbleibenden Skeptiker im EZB-Rat von der Notwendigkeit eines Programms zur quantitativen Lockerung. Allerdings gab es zunehmend Zweifel an der Nützlichkeit von Indikatoren wie dem Swap-Terminkurs, der die Inflationserwartungen in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre abbildet (Five-Year/Five-Year-Swap), oder inflationsgesicherten zehnjährigen Anleihen.

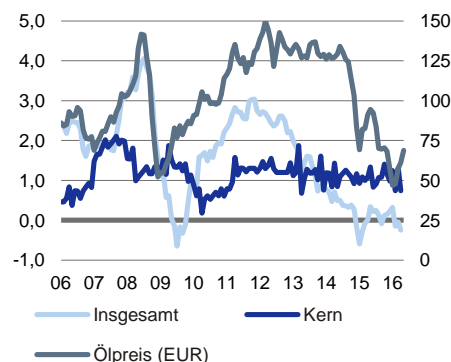
Auch die EZB hat anschließend auf die eigentlich unplausible Korrelation zwischen solchen langfristigen Instrumenten und den kurzfristigen Preisschwankungen an den Ölmärkten hingewiesen (siehe Abbildungen 11 und 12). Auch eine von Volkswirten der regionalen Federal Reserve Bank in San Francisco durchgeführte Studie kam zu dem Schluss, dass diese Indikatoren die mit Abstand schlechteste Inflationsprognose für die USA lieferten und deutlich schlechter abschnitten, als die „naive Prognose unveränderter Inflationsraten“.¹⁹ Eine weitere Studie der Federal Reserve Bank in Atlanta ergab, dass die Inflationserwartungen für die USA langfristig stabil und fest verankert blieben und erst zuletzt – vor allem aufgrund erheblicher Liquiditätsprämien – volatiler geworden sind.²⁰ Diese Erkenntnisse dürften sehr wahrscheinlich auch auf die Eurozone zutreffen, insbesondere da die Kurse der Five-Year/Five-Year-Swaps für die USA und für Europa stark korrelieren.

Derartige Termingeschäfte geben wohl kaum die nicht zu greifenden langfristigen Inflationserwartungen des Marktes wieder, sondern funktionieren

Inflation und Ölpreis

11

linke Y-Achse: % gg. Vj.
rechte Y-Achse: EUR

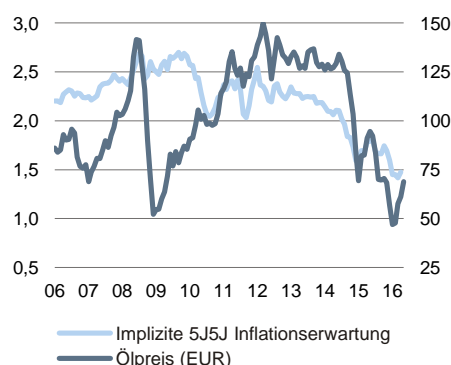


Quellen: Statistisches Bundesamt, HWWI,
Deutsche Bank Research

Implizite 5J5J Inflationserwartung und
Ölpreis

12

linke Y-Achse: %
rechte Y-Achse: EUR



Quellen: Statistisches Bundesamt, Bloomberg Finance LP,
Deutsche Bank Research

¹⁸ In die Vorausberechnungen ihrer Mitarbeiter lässt die EZB unter anderem als technische Annahme die in den Marktkursen implizierten Prognosen für Ölpreise und Wechselkurse einfließen.

¹⁹ Can we rely on market-base inflation forecasts? Michael D. Bauer und Erin McCarthy. FSBSF Economic Letter. 21. September 2015.

²⁰ A Note on Extracting Inflation Expectations from Market Prices of TIPS and Inflation Derivatives. Nikolay Gospodinov und Bin Wei. November 2015.



Die EZB muss Kurs ändern

eher nach dem Prinzip eines Schönheitswettbewerbs, wie es einst John Maynard Keynes beschrieben hat. Dieser Interpretation zufolge wetten rationale handelnde Marktteilnehmer nicht auf die Kandidatin, die ihnen als die schönste erscheint, sondern auf diejenige, die von den meisten Teilnehmern voraussichtlich als die mit dem schönsten Gesicht ausgewählt wird. Ein solcher Ansatz stärkt ganz eindeutig den Herdentrieb.

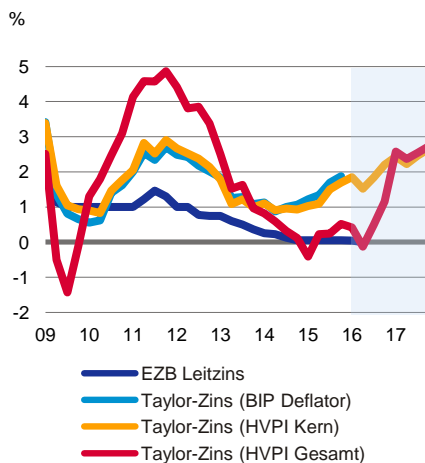
Einen weiteren Grund für Zurückhaltung hat Robert Lucas, Träger des Nobelpreises für Wirtschaft im Jahr 1970, formuliert. Ökonomische Beziehungen, so Lucas, funktionieren nicht mehr, wenn die politischen Akteure versuchen, sie für ihre eigenen Zwecke zu nutzen. Instrumente, deren Preis an den Kapitalmärkten ermittelt wird, tragen das Risiko, dass Marktteilnehmer taktisch versuchen, die Ursache-Wirkungs-Richtung umzukehren.

Tatsächlich liegt die langfristige Inflationsprognose für Deutschland für die Jahre 2017 bis 2021 bei durchschnittlich 1,8 Prozent und für die Jahre 2022 bis 2026 bei 1,7 Prozent.²¹ Sie steht damit im scharfen Widerspruch zu den Prognosen, die sich aus Finanzmarktinstrumenten ableiten lassen, und kann damit eine Entankerung der Inflationserwartungen, wie sie die EZB befürchtet, nicht bestätigen.

Eine derart hohe Unsicherheit legt denn auch die Frage nahe, ob es wirklich sinnvoll ist, wenn die EZB auf Korrekturen ihrer mittelfristigen Inflationsprognose quasi automatisch mit Zinssenkungen oder zusätzlichen Wertpapierankäufen reagiert. Otmar Issing, der erste Chefökonom der EZB nach ihrer Gründung, hat sich kürzlich dafür ausgesprochen, dass die Zentralbank lieber einer mittelfristigen Auslegung ihres Inflationsziels folgen sollte.²²

Taylor-Zins & EZB-Leitzins

13



Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

Anhang 2: Die Zinsen sind bereits zu gering – die EZB muss den Kurswechsel vorbereiten

Unter Rückgriff auf eine einfache – von Orphanides und Wieland entwickelte – Regel für Zinsänderungen durch die EZB kam der Sachverständigenrat Ende vergangenen Jahres zu dem Schluss, die EZB habe den Hauptrefinanzierungssatz bereits unter das Niveau gesenkt, das eine geldpolitische Funktion, die den Hauptrefinanzierungssatz seit 2009 ziemlich treu abbildet, als angemessen anzeigt. Diese Zielverfehlung wird sogar noch markanter, wenn wir die Ergebnisse dieser Regel mit den Prognosen der EZB für Inflation und Wachstum als Input mit den Prognosen vergleichen, die in der Kurve der Terminkurse am Geldmarkt impliziert ist. Dies lässt sich als Hinweis werten, dass die EZB tatsächlich versucht, eine vermeintliche Entankerung der Inflationserwartungen zu verhindern, indem sie aggressiver eingreift als sie eigentlich sollte.²³

Auch unsere eigene Schätzung des Leitzinses für die Eurozone anhand der Taylor-Regel – bei der wir die Kerninflation oder den Output-Deflator nutzen, um die Inflationslücke zu bestimmen und die Schätzung der Produktionslücke durch die EU-Kommission verwenden – zeigt an, dass die Geldpolitik bereits zu locker ist (siehe Abbildung 13). Wenn wir unsere eigenen Inflations- und Wachstumsprognosen verwenden, die sich von den Konsenserwartungen oder der EZB-Prognose nicht stark unterscheiden, um mit Hilfe der Taylor-Regel einen angemessenen zukünftigen Zinspfad zu bestimmen und diesen mit den

²¹ Consensus Economics. April 2016.

²² Selbstmord aus Angst vor dem Tod. Otmar Issing. Handelsblatt. 23. Februar 2016.

²³ Die Regel ähnelt dem Ansatz der Taylor-Regel, bezieht sich jedoch auf Änderungen der Prognosen für Inflation und Bruttoinlandsprodukt (BIP) und vermeidet somit Unsicherheiten, die durch die Beurteilung der Produktionslücke entstehen. „Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt“. Jahresgutachten 2015/16. Sachverständigenrat.



Die EZB muss Kurs ändern

implizierten Terminkursen (die wiederum von der Forward Guidance der EZB beeinflusst sind) vergleichen, erhalten wir einen mit der Zeit wachsenden Abstand.

Verwenden wir unsere Schätzung für den Inflationsanstieg in diesem und im kommenden Jahr (0,1 Prozent bzw. 1,3 Prozent) und einen moderaten Rückgang der Produktionslücke, so kommt unser Taylor-Regel-Modell zu dem Ergebnis, dass die Zinsen erheblich angehoben werden müssen.

Dabei schlagen wir keineswegs vor, dass die EZB sofort das Ruder herumreißt und die Zinsen hochsetzt. Das behutsame Vorgehen der Federal Reserve nach ihrer ersten Zinserhöhung im vergangenen Dezember zeigt, wie vorsichtig die Notenbanken vorgehen müssen. Dennoch muss die EZB, jetzt da die Kollateralschäden ihrer aktuellen Geldpolitik immer deutlicher werden, die Märkte allmählich auf eine erste Zinsanhebung vorbereiten.

Wann sollte die erste Anhebung erfolgen? Der prognostizierte Anstieg der Gesamtinflation auf mehr als ein Prozent im ersten Quartal des kommenden Jahres bietet der EZB eine sehr gute Gelegenheit, den Märkten und der Öffentlichkeit einen Kurswechsel nahe zu bringen. Sie wird damit rechnen müssen, dass der Schritt an einigen Märkten für Staatsanleihen zu Verwerfungen führen wird. Eine langfristig angelegte forward guidance würde Risikostaat jedoch die Möglichkeit eröffnen, mit dem Schuldenabbau zu beginnen und erste Reformen anzustoßen, um wieder etwas Vertrauen an den Märkten zu gewinnen.

Derzeit scheint sich vor allem die Regierung in Berlin bewusst zu sein, dass es nun an der Politik ist, Reformen in Angriff zu nehmen. Bundeskanzlerin Angela Merkel hat sich zuletzt hinter die Debatte um die negativen Folgen geringer Zinsen gestellt. Sie wies darauf hin, dass es an den europäischen Regierungen ist, durch Reformen das Wachstum anzukurbeln und sich um angeschlagene Finanzinstitute zu kümmern, damit die EZB die extremen Niedrigzinsen wieder zurückführen kann.²⁴

Anhang (3): Gründe, weshalb die EZB glaubt, ihre aktuelle Geldpolitik trage Früchte

EZB-Chefökonom Peter Praet hat kürzlich einige interne Schätzungen der quantitativen Effekte der Geldpolitik auf die finanzwirtschaftlichen und makroökonomischen Bedingungen präsentiert.²⁵

Auf Grundlage verschiedener ökonomischer Verfahren kommt die EZB zu dem Schluss, dass ihre Maßnahmen, verglichen mit einem Szenario ohne weitere geldpolitische Maßnahmen seit Juni 2014 (als die EZB eine Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte auflegte und den Einlagenzins auf minus zehn Basispunkte senkte), folgende Wirkungen erzielt haben:

- Sie trugen rund 90 Prozent zum Rückgang der Rendite auf langfristige Staatsanleihen bei. Seit Juni 2014 ist die Rendite von Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren in Deutschland und Frankreich um rund 110 Basispunkte und in Italien um etwa 120 Basispunkte gefallen (Spanien 100 Basispunkte, Portugal 30 Basispunkte). Allerdings sind die Renditen vergleichbarer Papiere im gleichen Zeitraum auch in den USA um 80 Basispunkte und in Japan um 60 Basispunkte gesunken.

²⁴ Wir müssen die Bedingungen für höhere Zinsen schaffen. FAZ. 27. April 2016.

²⁵ The EZB's monetary policy response to this inflationary pressures. Rede von Peter Praet auf der EZB-Jahreskonferenz „The ECB and its Watchers“. 7. April 2016.



Die EZB muss Kurs ändern

- Sie drückten die Kreditzinsen der Geschäftsbanken um etwa 40 bis 60 Basispunkte tiefer als ohne die Maßnahmen und trugen zu deutlich höheren Aktienkursen bei.
- Seit der Senkung des Einlagenzinses auf unter null haben Banken in weniger verwundbaren Ländern der Realwirtschaft mehr Kredite bereitgestellt als sie dies ohne negative Zinsen getan hätten.
- Banken mit hoher Überschussliquidität haben vermehrt Staatsanleihen aus anderen Ländern der Eurozone gekauft.
- 2015 wäre die Teuerungsrate negativ gewesen, statt null. 2016 und 2017 hätte die Inflationsrate einen halben Prozentpunkt pro Jahr tiefer gelegen (bei dieser Simulation bleiben die Maßnahmen von März 2016 unberücksichtigt).
- Über den Zeitraum von 2015 bis 2018 dürften die geldpolitischen Maßnahmen das Bruttoinlandsprodukt in der Eurozone um etwa 1,5 Prozent steigern – das entspricht 0,3 bis 0,4 Prozentpunkte pro Jahr.

© Copyright 2016. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

Print: ISSN 2198-1329 / Internet: ISSN 2198-1345