

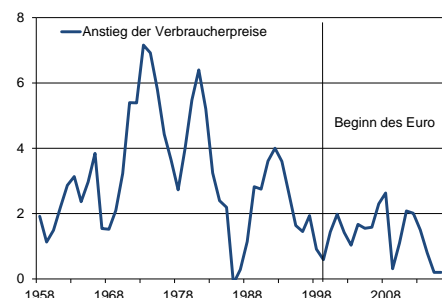


## FLUCH ODER SEGEN?

Die Fakten geben Draghi recht

- So niedrig waren die Zinsen noch nie. Seit die Europäische Zentralbank am 10. März 2016 ihren wichtigsten Leitzins von 0,05 % auf 0,00 % gesenkt hat, schwillt die Kritik an ihrer Politik immer mehr an. Die EZB verletze ihr Mandat, enteigne die deutschen Sparer, subventioniere marode Staaten und Schrottbanken in Südeuropa auf Kosten Deutschlands und blähe gefährliche Blasen an den Vermögenmärkten auf, deren Platzen uns dereinst teuer zu stehen kommen werde. So lauten die üblichen Vorwürfe gerade in der deutschen Debatte.
- Dieser Beitrag beleuchtet die Politik der EZB aus klassisch-monetaristischer Sicht und misst die Vorwürfe an den Fakten. Das Ergebnis ist eindeutig: die Vorwürfe der EZB-Kritiker sind nicht stichhaltig. Alles in allem betreiben die Frankfurter Währungshüter eine sachgerechte Geldpolitik, die durch ihr Mandat voll gedeckt ist.
- Seit der großen Finanzkrise regiert die Vorsicht: Haushalte wollen mehr sparen als vorher und ihr Geld möglichst sicher anlegen, Unternehmen und Häuslebauer fragen weniger Kredite nach. Das ist der eigentliche Grund für die lange Phase der Niedrigzinsen. Sicherheit hat ihren Preis. Die EZB passt sich dem mit ihrer Geldpolitik lediglich an.
- Die EZB hat ein klares Mandat: sie muss die Preisstabilität wahren. Es ist nicht ihre Aufgabe, Arbeitsplätze französischer Arbeiter oder risikoarme Zinseinkommen deutscher Sparer zu alimentieren. Stattdessen hilft sie gerade den sozial Schwachen vor allem dadurch, dass sie mit einer sachgerechten Geldpolitik die Kaufkraft der Einkommen und Ersparnisse wahrt. Das ist der EZB bisher besser gelungen als der Bundesbank zuvor. So schützt die EZB gerade auch deutsche Rentner.
- Der verhaltene Zuwachs der Geldmenge M3, die schwache Kreditnachfrage, die störanfällige Wackelkonjunktur und der mangelnde Inflationsdruck sind klare Anzeichen dafür, dass die Geldpolitik der EZB bis vor kurzem eher zu restriktiv denn zu locker war. Derzeit stimmt die Politik.
- An den Aktien- oder Immobilienmärkten der Eurozone gibt es keinerlei Anzeichen für eine Blase. Real gerechnet sind die Preise für diese wirtschaftlich relevanten Vermögenswerte alles andere als hoch. Zudem fehlen die Euphorie und die kreditgetriebenen Käufe, die typischerweise Blasen kennzeichnen.
- Würde die EZB in wirtschaftlich wackligen Zeiten eine härtere Geldpolitik fahren und so die Konjunktur und Kreditnachfrage schwächen, wären die Renditen für Anleihen bei uns noch niedriger, als sie es heute sind. Das wäre auch der Fall, wenn Deutschland heute eine eigene Währung hätte, die Fluchtkapital anziehen würde. Eine schlechtere Konjunktur und noch mickrigere Renditen wären nicht im Interesse deutscher Sparer.

**Grafik 1: Preise sind stabiler denn je**



Anstieg der deutschen Verbraucherpreise gegenüber Vorjahr in %; bis 1990 Westdeutschland. Quelle: Destatis.

---

### Autor:

Dr. Holger Schmieding  
Chefvolkswirt  
Telefon +49 40 350 60-8021  
holger.schmieding@berenberg.com



# INHALT

<b>Das Mandat der EZB</b>	<b>3</b>
<b>Was kann Geldpolitik?</b>	<b>4</b>
<b>Warum sind die Zinsen so niedrig?</b>	<b>6</b>
<b>Wirkungskanäle der Geldpolitik</b>	<b>7</b>
<b>Ist die Geldpolitik der EZB übermäßig expansiv?</b>	<b>9</b>
- Schwund des Geldwertes? Nein	9
- Übermäßiger Zuwachs der Geldmenge? Nein	9
- Kreditboom? Ganz und gar nicht	10
- Wechselkurs: Kein Problem	10
- Inflationserwartungen: stabil niedrig	11
<b>Zum Vergleich: Die Geldpolitik der US Fed</b>	<b>11</b>
<b>Geldpolitik ohne Schlagkraft?</b>	<b>12</b>
<b>Blase an Vermögenmärkten?</b>	<b>14</b>
<b>Eine deutsche Blase?</b>	<b>16</b>
<b>Wäre ein niedrigeres Inflationsziel besser?</b>	<b>17</b>
<b>Mindert die EZB den Reformdruck in Südeuropa?</b>	<b>18</b>
<b>Enteignet die EZB deutsche Sparer und Rentner?</b>	<b>20</b>

## Das Mandat der EZB

Die europäischen Gesetzgeber haben der Europäischen Zentralbank ein klares Mandat gegeben. Das vorrangige Ziel der EZB ist es laut Artikel 127 Absatz 1 des EU-Vertrages, „die Preisstabilität zu gewährleisten“. Angeleitet durch ihren damaligen Chefvolkswirt Otmar Issing, der vorab die Strategie der Bundesbank geprägt hatte, hat die EZB diese Vorgabe so konkretisiert, dass sie mittelfristig eine jährliche Inflationsrate von „unter aber nahe bei 2 %“ anstrebt. Da die Statistiker eine bessere Qualität der Güter und Leistungen beim Vergleich der Preise über die Zeit nicht immer voll erfassen können, gilt ein Anstieg des Preisniveaus um bis zu 2 % pro Jahr als vereinbar mit dem Ziel der Preisstabilität. Auch die Bundesbank hat dies immer wieder so bestätigt.

*Ein klares Mandat: Preisstabilität sichern*

Dabei ist die EZB zuständig für die Eurozone insgesamt. Sie muss sich nach dem Durchschnitt des Währungsraumes richten, nicht nach den besonderen Gegebenheiten einzelner Regionen. Wir müssen die Politik der EZB also daran messen, ob sie für die Eurozone sachgerecht ist. Auf einige deutsche Besonderheiten gehen wir im hinteren Teil dieser Analyse getrennt ein.

*Zuständig für die Eurozone insgesamt*

Seit dem Start des Euro Anfang 1999 haben die Verbraucherpreise in der Eurozone pro Jahr um durchschnittlich 1,7 % zugelegt, in Deutschland sogar nur um 1,4 %. Dieser Geldwertschwund liegt damit weit unter den 2,9 %, die uns die Deutsche Bundesbank in den über vier Jahrzehnten ihrer geldpolitischen Regentschaft vorab beschert hatte. In der deutschen Wirtschaftsgeschichte hat es noch nie eine derart lange Phase stabil niedriger Inflationsraten gegeben wie seit dem Start des Euro.

*Besser als die Bundesbank*

Seit Anfang 2009 steigt das Preisniveau in der Eurozone sowie in Deutschland sogar im Schnitt nur noch um 1,2 % pro Jahr. Rechnen wir die besonders schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise heraus, ergibt sich mit einer Kernrate der Inflation von 1,1 % für die Eurozone ein ähnliches Bild. Aktuell hat das billige Öl die Inflationsrate sogar auf nur noch -0,1 % in der Eurozone und +0,1 % in Deutschland gedrückt.

*Niedrige Ölpreise drücken Inflationsrate auf Null*

Zusätzlich heißt es in Artikel 127 Absatz 3 des EU-Vertrages: „Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt (die EZB) die allgemeine Wirtschaftspolitik in der (Europäischen) Union“. Zu den Zielen dieser Wirtschaftspolitik gehören laut EU-Vertrag ein ausgewogenes Wachstum sowie eine wettbewerbsfähige soziale Marktwirtschaft, die auf Vollbeschäftigung und sozialen Fortschritt abzielt. Da die EZB ihr vorrangiges Ziel der Preisstabilität erreicht hat, ist sie also angehalten, im Rahmen ihrer Möglichkeiten und der ihr gesetzten Grenzen zu einem ausgewogenen Wachstum mit hohem Beschäftigungsgrad beizutragen. Auch das gehört zum Mandat der EZB.

*Ziele der Wirtschaftspolitik*

In ihrer Geldpolitik ist die EZB unabhängig. Bei der Wahl der Instrumente

*In ihrer Geldpolitik ist die EZB unabhängig*

für ihre Geldpolitik lassen die europäischen Gesetzgeber der EZB volle Freiheit. Diese wird nur dadurch eingeschränkt, dass die EZB nicht die Haushalte der Mitgliedsstaaten finanzieren darf, beispielsweise durch direkte Kredite oder den direkten Ankauf von Staatsanleihen bei der Herausgabe dieser Papiere. Ein Ankauf von Staatsanleihen, die bereits auf dem Markt gehandelt werden, ist der EZB und den nationalen Zentralbanken der Eurozone im Rahmen der Geldpolitik dagegen erlaubt. So gesehen geht bereits ein Teil der an der EZB geübten Kritik ins Leere.

Theoretisch kann es natürlich sein, dass die EZB auch mit einer Geldpolitik, die ihrem Mandat entspricht, derart schädliche Nebenwirkungen auslösen könnte, dass dies den möglichen Nutzen ihrer Politik übersteigt. Manche Kritiker werfen dies der EZB offenbar vor. Um dies zu klären, müssen wir näher auf Wesen und Wirkungsweise der Geldpolitik eingehen.

## Was kann Geldpolitik?

Geld ist ein Schmierstoff der Wirtschaft. Es ermöglicht eine wohlstandsfördernde Arbeitsteilung, die es ohne dieses Tauschmittel so nicht geben könnte. Ein effizientes und gut reguliertes Geld- und Finanzwesen gehört zu den Grundlagen unseres Wohlstandes.

Aber eine Notenbank kann mit ihrer Geldpolitik keinen zusätzlichen Wohlstand schaffen. Der langfristige Trend unseres Wachstum hängt davon ab, wie viel und gut wir arbeiten und welche Rahmenbedingungen uns dafür gesetzt werden. Überregulierte und verkrustete Märkte bremsen das Wachstum, echte Reformen auf den Märkten für Güter und Dienstleistungen, für Arbeit und Kapital erhöhen den Trend. Eine gut gesteuerte Einwanderung qualifizierter Kräfte sowie ein Steuer- und Abgabensystem, das Leistung fördert statt bestraft, kann langfristig das Wachstum stärken. Die Notenbank kann das nicht.

Beispielsweise hat Japans Wachstumsschwäche der letzten 25 Jahre nahezu nichts mit der Geldpolitik während dieser Zeit zu tun. Japan leidet unter grundlegenden Strukturproblemen, zu denen vor allem ein oftmals noch zünftisch verkrusteter Markt für Dienstleistungen, hohe Hürden für die Erwerbstätigkeit von Frauen sowie ein Rückgang der einheimischen Erwerbsbevölkerung gehören. Es überrascht nicht, dass die gelegentlichen Konjunkturspritzen der Bank of Japan diese Misere nicht ändern konnten.

Obwohl sich der langfristige Wachstumstrend aus dem Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Angebots und nicht aus der Geldpolitik ergibt, ist die Notenbank alles andere als machtlos. Sie steuert mit ihrer Geldpolitik in erheblichem Umfang die kurzfristigen Schwankungen der Nachfrage um diesen Trend sowie den Inflationsdruck. Unterschreitet die gesamtwirtschaftliche Nachfrage das Angebot, schwächelt die Konjunktur. In Folge dessen lässt der Preisdruck nach. Treibt die Zentralbank den Zu-

*Gibt es schädliche Nebenwirkungen?*

*Schmierstoff der Wirtschaft*

*Zentralbanken können keinen Wohlstand schaffen*

*Japan braucht Reformen; Geldpolitik kann keine dauerhafte Wachstumsschwäche kurieren*

*Geldpolitik kann über das Auf und Ab der Konjunktur den Preisdruck steuern*



wachs der Nachfrage über das verfügbare Angebot hinaus, boomt die Konjunktur. Die Inflationsrate zieht an.

Abgesehen von einigen Sonderfällen kann die Geldpolitik nur das kurzzeitige Auf und Ab der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage steuern, aber nicht den Trend des gesamtwirtschaftlichen Angebots.<sup>1</sup> Genau deshalb führt eine Geldpolitik, die dauerhaft zu locker ist, nur zu mehr Inflation statt zu mehr realem Wachstum.

*Eine zu lockere Geldpolitik führt nur zu Inflation*

Ähnliches gilt für den Zins. Seit den Arbeiten des großen österreichischen Nationalökonomen Eugen von Böhm-Bawerk (1851–1914) verstehen wir den Zins als den Preis der Zeit. Verbraucher verzichten heute auf möglichen Konsum und stellen ihre Ersparnisse denen zur Verfügung, die entweder mehr investieren oder aktuell mehr konsumieren wollen, als sie es aus eigenen Mitteln gerade können. Der Zins stellt das Gleichgewicht zwischen dem Angebot und der Nachfrage nach Ersparnissen her. Ist die Nachfrage nach investierbarem Kapital hoch, belohnt ein höherer Zins die Sparer. Ist die Nachfrage nach Kapital gering, fällt die Prämie für den zeitweiligen Konsumverzicht der Sparer entsprechend gering aus.

*Der Zins als Preis für die Zeit*

Auf Dauer bestimmen also Sparer und Investoren die Höhe des Zinses mit ihrem Angebot an und ihrer Nachfrage nach Kapital. Genau genommen handelt es sich hier um den Realzins, also den Zins bereinigt um die (erwartete) Inflationsrate. Bei hoher Inflation brauchen Sparer einen entsprechend größeren nominalen Anreiz, ihr Geld erst später statt heute auszugeben. Gleichzeitig fällt es Investoren leichter, aus ihren künftig inflationsbedingt höheren Einnahmen den höheren Nominalzins zu zahlen.

*Angebot und Nachfrage nach Sparkapital bestimmen den Zins*

So wie die Zentralbank die kurzfristige Konjunktur um den langfristigen Wachstumstrend schwanken lassen kann, kann sie mit ihrer Geldpolitik auch den tatsächlichen Marktzins jeweils nur für einige Zeit um den langfristigen Gleichgewichtswert schwanken lassen, der sich aus Angebot an und Nachfrage nach Ersparnissen ergibt. Sie kann den realen Zins am Kapitalmarkt aber nicht auf Dauer setzen. Dieser Preis der Zeit ergibt sich letztlich aus dem Spiel der Kräfte am Kapitalmarkt, ohne der Kontrolle der Notenbank zu unterliegen.

*Die Zentralbank kann den Zins nur kurzzeitig um sein Gleichgewicht schwanken lassen*

---

<sup>1</sup> Während eine Zentralbank das Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Angebots nicht künstlich fördern kann, so kann sie es durch grobe Fehler jedoch durchaus für längere Zeit beeinträchtigen. Tritt sie beispielsweise so stark auf die Konjunkturbremse, dass die Arbeitslosigkeit stärker ansteigt, als es zum Dämpfen eines übermäßigen Lohn- und Preisauftriebs nötig wäre, besteht die Gefahr, dass viele Arbeitslose im Laufe der Zeit einige ihrer Fähigkeiten oder auch ihre Motivation zur Arbeit verlieren. Das schränkt dann die Möglichkeiten für künftiges Wachstum ein. Auch wenn die Notenbank derart übertriebene Blasen aufbläht, dass deren Platzen erhebliche Schäden anrichtet, kann dies den Spielraum für das Wachstum nach der Bereinigungskrise einengen. Zudem kann ein Zusammenbruch des Geldwesens beispielsweise in einer Hyperinflation dramatische Kosten verursachen. Völlig neutral in dem Sinne, dass sie nur die kurzfristige Konjunktur aber nicht den längerfristigen Trend des Angebots beeinflusst, ist die Geldpolitik also nicht.



## Warum sind die Zinsen so niedrig?

Die Antwort ist einfach: das liegt vor allem an den großen Krisen, die unsere Wirtschaft und Finanzmärkte seit 2008 erschüttert haben.

Mit ihrer Entscheidung, Lehman Brothers in eine ungeordnete Pleite zu schicken, statt das marode Institut ordnungsgemäß auf Kosten der Eigentümer, Anleger und Mitarbeiter abzuwickeln, hatten die USA im September 2008 einen Finanzinfarkt ausgelöst, der die westliche Welt in die schärfste Krise seit der großen Depression der Jahre 1929–1932 geschickt hatte. Selbst im weit entfernten Deutschland, das 2008 keinerlei heimischen Grund für eine Rezession aufwies, brach die Wirtschaftsleistung nach Lehman innerhalb eines halben Jahres um 6,5 % ein.

Dieser Schock sitzt den Menschen in der westlichen Welt noch heute in den Knochen. Sie sind weit vorsichtiger geworden, als sie es vorher waren. Um sich gegen künftige Gefahren zu wappnen, möchten sie mehr sparen als zuvor. Gleichzeitig trauen sie sich kaum noch, einen Kredit aufzunehmen. Die Erinnerung an die Kreditexzesse, zu denen es vor 2008 gerade in den USA, Großbritannien, Spanien und Irland gekommen war, trägt dazu bei, ebenso wie der langfristige Wunsch zu verstärkter Vorsorge in alternden Gesellschaften. Deshalb wollen Sparer jetzt mehr Kapital anbieten, während Unternehmer und Häuslebauer weit weniger Kapital nachfragen, als es in früheren Konjunkturaufschwüngen der Fall war. Es regiert die Vorsicht. Das hat durchaus seine Vorzüge. Aber es bedeutet eben auch, dass der Realzins, der Angebot und Nachfrage nach Kapital in Deutschland, Europa und der gesamten westlichen Welt zum Ausgleich bringt, heute weit niedriger liegt als zuvor.

Vier weitere Effekte kommen dazu.

1. Im Realzins, also dem Zins nach Abzug der Inflationsrate, steckt immer auch eine Prämie für das Risiko, dass die Inflation künftig stark schwanken oder anziehen könnte. Da die Inflationsgefahren im Nachgang der großen Finanzkrise entgegen der Unkentöne manch deutscher Professoren für absehbare Zeit außerordentlich gering sind, fällt diese Risikoprämie derzeit geringer aus als früher.
2. Die verbreitete Vorsicht der Lehman-geschockten Anleger drückt sich auch darin aus, dass sie festverzinsliche Wertpapiere gegenüber den als schwankungsanfälliger eingestuften Aktien bevorzugen. Da dies den Kurs der Rententitel nach oben treibt und dafür die Kurse der Aktien belastet, liegt damit die Rendite festverzinslicher Wertpapiere niedriger und die Dividendenrendite vieler Aktien höher als früher.
3. Seit drei Jahren erwirtschaftet der deutsche Staatssektor einen kleinen Überschuss in seinem Gesamthaushalt. Dies beschränkt das Angebot neuer Bundesanleihen. Auch in der Eurozone insgesamt sind die Haushaltsdefizite wesentlich kleiner als in den USA und Großbritannien. 2014 beliefen sich die Fehlbeträge in der Eurozone 2,4% der Wirtschaftsleistung gegenüber etwa 5,5% in Großbritannien und den

*Große Krisen wirken nach*

*Ein Finanzinfarkt schockt Sparer und Investoren*

*Seit dem Schock regiert die Vorsicht – deshalb sind die Zinsen so niedrig*

*Mangels Inflation keine Prämie für ein Inflationsrisiko*

USA. Der Teilerfolg der Euro-Sparpolitik zeigt sich eben auch in verhältnismäßig mickrigen Renditen für Staatsanleihen.

4. Die sachlich oft übertriebene Diskussion der vergangenen Jahre über einen möglichen Zerfall der Eurozone hat dazu geführt, dass risikoscheue Anleger sich noch mehr als früher auf deutsche Anleihen stürzen und dafür italienische und spanische Titel meiden. Entsprechend sind die Renditen für deutsche Bundesanleihen, die deutsche Anleger oftmals als ein Maß für das allgemeine Zinsniveau heranziehen, besonders niedrig.

Der wesentliche Grund für die Niedrigzinsen in der gesamten westlichen Welt und gerade in Europa und Deutschland liegt also in der Vorsicht der Menschen, die sich in einer hohen Sparneigung und einer geringen Nachfrage nach Kapital ausdrückt. Natürlich kann es theoretisch durchaus sein, dass die Europäische Zentralbank diesen Niedrigzins durch eine übermäßig expansive Geldpolitik für einige Zeit noch einmal künstlich nach unten drückt. Um dies zu klären, müssen wir zunächst einmal über Geldpolitik nachdenken und dann untersuchen, ob die Geldpolitik der EZB tatsächlich unangemessen expansiv ist.

*Hohe Sparneigung bei geringer Nachfrage nach Kapital*

## Wirkungskanäle der Geldpolitik

Eine Zentralbank setzt mit ihrer Geldpolitik nicht direkt die Preise. Sie kann den Preisauftrieb immer nur mittelfristig und indirekt beeinflussen, indem sie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ankurbelt oder dämpft. Dazu setzt sie vor allem zwei Instrumente ein.

*Eine Zentralbank kann den Preisauftrieb immer nur mittelfristig und indirekt beeinflussen*

- 1) Bei einer klassischen **Offenmarktpolitik** kauft sie Wertpapiere auf dem offenen Markt mit neuem Buchgeld, das sie auf diese Art in den Umlauf bringt.
- 2) Durch das entsprechende Setzen ihrer **Leitzinsen** verändert sie die Bedingungen, zu denen Banken sich bei ihr refinanzieren können.

Die klassische Offenmarktpolitik, die in den Lehrbüchern der 1970er Jahre noch eine Rolle spielte, war zwischenzeitlich aus der Mode gekommen. Seit der Lehman-Krise erlebt sie jedoch unter dem neuen angelsächsischen Namen „Quantitative Easing“ eine Renaissance, da sie auch dann wirksam eingesetzt werden kann, wenn das allgemeine Zinsniveau bereits recht niedrig ist.

*„Quantitative easing“: Renaissance der klassischen Offenmarktpolitik unter neuem Namen*

Die Geldpolitik wird durch fünf verschiedene aber teils miteinander verbundene Kanäle auf Konjunktur und Preisauftrieb übertragen.

**Liquidität:** Pumpt die Notenbank zusätzliche Liquidität in den Kreislauf, geben Haushalte und Unternehmen einen Teil dieser Zusatzliquidität kurz danach erfahrungsgemäß wieder aus. So steigt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Bei unverändertem Angebot resultiert daraus nach einiger Zeit ein Druck auf die Preise nach oben.

*Mehr Liquidität, mehr Nachfrage*



**Kredite:** Durch niedrige Zinsen und ein großzügiges Liquiditätsangebot erleichtert es die Zentralbank den Geschäftsbanken, mehr Kredite zu günstigeren Bedingungen an Haushalte und Unternehmen zu vergeben. Diese können daraufhin mehr Geld für Konsum, den Bau oder Kauf von Häusern sowie andere Investitionen ausgeben.

*Niedrige Zinsen. höhere Kreditnachfrage*

**Wechselkurs:** Niedrige Zinsen oder ein zusätzliches Angebot an Liquidität können Geld aus dem In- ins Ausland treiben. Entsprechend wertet sich die Währung ab. Dies räumt einheimischen Anbietern einen Preisvorteil gegenüber der Auslandskonkurrenz ein, den sie nutzen können, um ihren Absatz zu steigern.

*Kostenvorteil für einheimische Anbieter*

**Erwartungen:** Durch den Einsatz ihrer Instrumente oder auch durch bloße Worte kann eine Notenbank die Erwartungen der Menschen beeinflussen. Erwarten beispielsweise die Verbraucher, dass die Preise künftig schneller steigen, werden sie geplante Käufe vorziehen, um von den derzeit noch niedrigeren Preisen zu profitieren. Diese Zusatznachfrage kann dann die Preise bereits jetzt nach oben treiben. Erwarten Arbeitnehmer mehr Inflation, werden sie zum Ausgleich bereits jetzt höhere Löhne fordern. Wenn Unternehmen ebenfalls damit rechnen, dass ihre Absatzpreise steigen, werden sie bereit sein, zumindest teilweise solchen Forderungen nachzukommen. So können Erwartungen relativ direkt auf Lohnkosten und Preise einwirken.

*Erwartungen können das Verhalten prägen*

**Vermögenseffekt:** Eine lockere Geldpolitik kann Vermögenspreise so in die Höhe treiben, dass die sich reicher fühlenden Vermögensbesitzer einen Teil dieser echten oder vermeintlichen Gewinne für Güter und Dienstleistungen ausgeben. Das kann noch dadurch verstärkt werden, dass sie die höheren Vermögenswerte als Sicherheit einsetzen, um sich zusätzliche Kredite zu besorgen.

*Wer sich reich fühlt, gibt mehr Geld aus  
Der Sinn eines Leitzinses von Null*

Dass die Zentralbank durch den Einsatz ihrer Instrumente den Banken einen Anreiz geben möchte, mehr Kredite zu vergeben und weniger Überschussliquidität bei der Notenbank zu parken, ist ein normaler Teil der Geldpolitik. Genau das versucht die EZB mit ihrem Nullzins für ihre normalen Refinanzierungsgeschäfte und dem Strafzins von  $-0,4\%$  für Banken, die zuviel Liquidität bei der EZB halten. Dass Banken diese Anreize dann an ihre Kunden weitergeben und ihre Konditionen für Kredite und Einlagen entsprechend anpassen, ist ein wichtiger und unabdingbarer Bestandteil der Transmission eines geldpolitischen Impulses auf die Realwirtschaft. Schliesslich soll in einer konjunkturellen Wackelphase die Geldpolitik ja gerade dazu einen Anreiz geben, weniger Geld zu horten und mehr auszugeben. Ansonsten würde auf Dauer ein Abgleiten in eine Deflation drohen, die die EZB gemäss ihrem klaren Mandat ebenso verhindern muss wie eine Inflation.

*Der Sinn eines Leitzinses von Null*



## Ist die Geldpolitik der EZB übermäßig expansiv?

Nach diesen grundsätzlichen Überlegungen fällt es uns leicht, den Vorwurf zu überprüfen, die EZB betreibe eine übermäßig expansive Geldpolitik. Entscheidend ist nicht, ob die Zinsen niedriger sind als früher oder ob die Zentralbank ihre Bilanzsumme deutlich ausgeweitet hat. Vielmehr kommt es darauf an, ob es klare Anzeichen gibt, dass diese Geldpolitik der gegebenen Situation nicht gerecht wird. Die Lage wird seit dem Schock der Lehman-Krise dadurch geprägt, dass vorsichtig gewordene Haushalte und Unternehmen mehr sparen und weniger Kredit aufnehmen wollen als vorher. Solange diese Vorsicht das Verhalten der Menschen leitet, muss eine Notenbank also einen größeren Anreiz setzen, Geld auszugeben oder einen Kredit aufzunehmen, als dies vorher der Fall war, damit sie mit ihrer Geldpolitik eine vergleichbar sachgerechte Wirkung erzielt. Wir müssen die Politik der EZB letztlich an ihren Ergebnissen messen, nicht am Umfang, zu dem sie ihre Instrumente einsetzt. Schauen wir also auf mögliche Anzeichen, die auf eine allzu lockere Geldpolitik hindeuten würden.

*Auf das Ergebnis kommt es an*

### Schwund des Geldwertes? Nein

Der wichtigste Anhaltspunkt für eine übertrieben expansive Geldpolitik wäre auf Dauer ein anhaltender Schwund des Geldwertes. Davon kann keine Rede sein. Stattdessen liegt die Inflationsrate in der Eurozone sowie in Deutschland seit Anfang 2009 im Schnitt bei nur noch 1,2 % pro Jahr. Aktuell hat das billige Öl die Inflationsrate sogar auf -0,1 % in der Eurozone und +0,1 % in Deutschland gedrückt.

*Der Geldwert ist stabil*

### Übermäßiger Zuwachs der Geldmenge? Nein

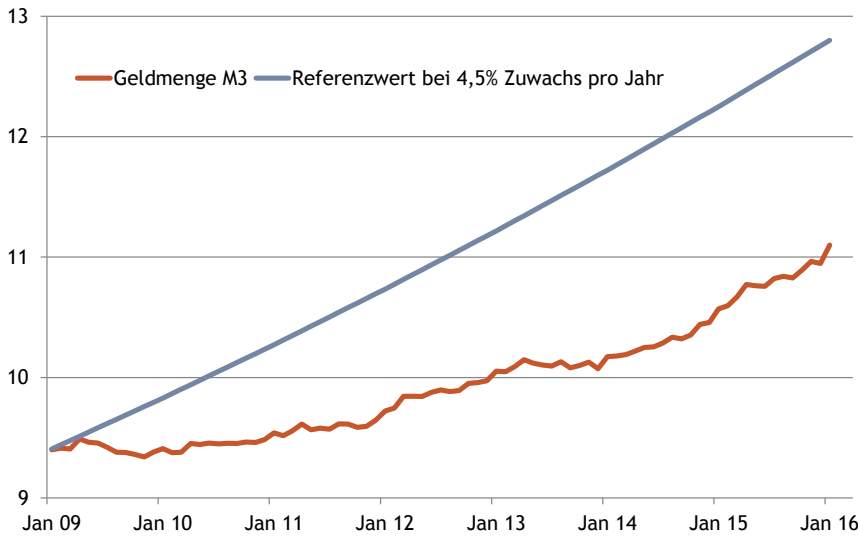
Auch ein kräftiger Zuwachs der Geldmenge könnte auf eine allzu expansive Geldpolitik hindeuten. Seit den späten 1970er Jahren hatte die Bundesbank jährlich einen Zielwert für den Zuwachs der Geldmenge M3 vorgegeben. Die Europäische Zentralbank hat ab 1999 jahrelang ebenfalls einen „Referenzwert“ für den angestrebten Anstieg von M3 veröffentlicht. Für die Bundesbank und die EZB lagen diese Richtwerte zumeist bei 4,5 % bis 5 % pro Jahr.

*Wer erinnert sich noch an M3?*

Gemessen an der Geldmenge M3 hat die EZB von 1999 bis 2008 tatsächlich eine zu expansive Geldpolitik betrieben. In dieser Zeit hat M3 pro Jahr im Schnitt um 7,7 % zugelegt. Damit stand die EZB voll in der Tradition der Bundesbank, die ihre Geldmengenziele ebenfalls mindestens jedes zweite Jahr verfehlt hatte. Auch der Preisauftrieb übertraf während dieser Zeit mit durchschnittlich 2,2 % etwas die Rate knapp unter 2 %, die die EZB mittelfristig anstrebt. Interessanterweise hat damals kaum ein deutscher Beobachter dies kritisiert. Schließlich kam die etwas zu lockere Geldpolitik der EZB zu der Zeit gerade auch Deutschland zugute. Denn bis 2006 die ersten Erfolge der Agenda 2010 sichtbar wurden, galt Deutschland zu Recht als „kranker Mann Europas“ mit mickrigen Wachstumsraten aufgrund seiner großen Strukturprobleme.

*Anfangs hat die EZB eine eher lockere Politik betrieben*

**Grafik 2: Geldmenge M3 weit unter Referenzwert**



Tatsächliche Geldmenge M3 im Vergleich zu einem Referenzwert bei 4,5% Zuwachs pro Jahr, in € Billionen. Quelle: EZB.

Seitdem hat sich das Bild jedoch erheblich gewandelt. Von Anfang 2009 bis Ende 2014 hat die Geldmenge M3 nur um durchschnittlich 2 % pro Jahr zugelegt (Grafik 2). Der zu eng geschneiderte Geldmantel hat dazu beigetragen, dass die Wirtschaft sich in der Eurozone weit schleppender von der Lehman-Rezession erholt hat als in den USA und Großbritannien. Erst seit die EZB Anfang 2015 dem Beispiel anderer Notenbanken gefolgt ist und ihre Zinspolitik durch eine Offenmarktpolitik ergänzt hat, also durch den Ankauf von Staatsanleihen auf dem offenen Markt, hat sich der Zuwachs von M3 auf eine Jahresrate von 5 % erholt. Gemessen an der Geldmenge M3 hat die EZB also sechs Jahre lang eine zu restriktive Politik betrieben, bis sie schließlich auf eine angemessene Politik eingeschwenkt ist. Einen Hinweis, die Geldpolitik der EZB wäre in letzter Zeit übermäßig expansiv, lässt sich aus den Fakten zu M3 nicht ablesen.

*Die Geldmenge M3 hat jahrelang kaum zugelegt*

### **Kreditboom? Ganz und gar nicht**

Mit ihrer Geldpolitik seit der großen Finanzkrise hat die EZB sicherlich keine gefährlich Kreditblase aufgebläht. Stattdessen ist das Volumen der ausstehenden Bankkredite und Haushalte und Unternehmen in der Eurozone in den Jahren 2009 bis 2015 pro Jahr im Durchschnitt um 0,1 % geschrumpft. Als Reaktion auf den energischeren Kurs, den die EZB seit Juni Schritt für Schritt eingeschlagen hat und der sich vor allem im Ankauf von Staatsanleihen zeigt, hat das Kreditwachstum zuletzt etwas angezogen. Aber mit einer Zuwachsrate von nur 0,9 % im Februar 2016 gegenüber dem Vorjahresmonat ist die Kreditdynamik weiterhin so verhalten, dass sie höchstens als Indiz für eine zu harte, aber nicht für eine zu lasche Geldpolitik dienen kann.

*Schrumpfendes Kreditvolumen nach dem Lehman-Schock*

### **Wechselkurs: Kein Problem**

Mit dem Übergang zu einer lockeren Geldpolitik hat der Außenwert des Euro im Jahr 2015 vor allem gegenüber dem US-Dollar nachgegeben. Aber der Blick auf den US Dollar verzerrt etwas das Bild. Schließlich hat zur

*Der Wechselkurs gibt keinen Hinweis auf eine übermäßig lockere Geldpolitik*

gewissen Dollarstärke auch beigetragen, dass die US Notenbank gleichzeitig ein vorsichtiges Anheben ihrer Leitzinsen angekündigt und schließlich im Dezember 2015 eingeleitet hat. Verglichen mit den Währungen der 19 wichtigsten Handelspartner der Eurozone notiert der Euro aktuell (6. April 2016) um 4,7 % unter dem Durchschnitt der Jahre seit 1999. Das bewegt sich im Rahmen der üblichen Schwankungsbreite der Währung. Der Außenwert des Euro zeigt tatsächlich an, dass die Geldpolitik der EZB heute etwas expansiver ist als die Politik der US Fed und der Bank of England. Aber angesichts der robusteren Konjunktur in den beiden angelsächsischen Ländern ist dies durchaus sachgerecht. Der Wechselkurs gibt keinen Hinweis auf eine übermäßig lockere Geldpolitik der EZB.

### **Inflationserwartungen: stabil niedrig**

Auch aus den Inflationserwartungen ergibt sich keinerlei Anhaltspunkt für den Vorwurf, die EZB betreibe eine unangemessen aggressive Geldpolitik. Inflationserwartungen lassen sich auf verschiedene Wegen näherungsweise messen, beispielsweise durch Umfragen oder durch den Vergleich der Renditen inflationsgeschützter Anleihen mit denen, die keinen solchen Schutz vor Geldwertschwund bieten. Das Ergebnis ist nahezu identisch: die Inflationserwartungen in der Eurozone sind ausgesprochen niedrig. So liegt die Konsensprognose für die Euro-Inflationsrate im Jahr 2017 laut dem Nachrichtendienst Bloomberg bei nur 1,4%.

*Die Inflationserwartungen sind ausgesprochen niedrig*

Insgesamt zeigt sich keinerlei Anhaltspunkt dafür, dass die Geldpolitik der EZB heute expansiver ist, als es der Sachlage im Nachgang der großen Finanzkrise von 2008/2009 und der Euro-Krise von 2011/2012 entspricht. Stattdessen legt der Datenkranz den Schluss nahe, dass die EZB zumindest von Anfang 2009 bis Mitte 2014 eher einen zu restriktiven Kurs eingeschlagen hatte.

*Keinerlei Anhaltspunkt für eine übermäßig expansive Geldpolitik der EZB*

### **Zum Vergleich: Die Geldpolitik der US Fed**

In den Jahren nach der Lehman-Pleite hat die US Federal Reserve insgesamt die Konjunktur durch eine wesentlich energischere Geldpolitik gestützt als die Europäische Zentralbank. Nach einigen Anfängen im Spätherbst 2008 hat sie ab März 2009 auch Staatsanleihen im großen Stil gekauft, also sechs Jahre vor der EZB. Die Fed hat damit Erfolg gehabt. Nachdem die US-Konjunktur hinreichend Fahrt aufgenommen hat, konnte die Fed ihr drittes Programm zum Ankauf von Anleihen im Oktober 2014 erfolgreich abschließen. Da die US-Konjunktur sich seit Jahren bei Zuwachsraten um gut 2 % als relativ stabil erwiesen hat, konnte die Fed im Dezember 2015 erstmals wieder ihre Leitzinsen anheben. Für dieses Jahr rechnen wir mit zwei weiteren Zinsschritten in den USA um jeweils 0,25 Prozentpunkte im Juni und Dezember 2016. Die relativ feste US-Konjunktur sowie die Zinswende drücken sich auch in einer höheren Kreditnachfrage sowie in Renditen für Staatsanleihen aus, die weit über denen

*Energischer als die EZB*



in der Eurozone liegen, für zehnjährige Staatsanleihen beispielsweise bei 1,7 % in den USA gegenüber 0,1 % in Deutschland und 1,4 % in Italien.

Für die Eurozone gilt dagegen der Satz des ehemaligen sowjetischen Staats- und Parteichefs Michail Gorbatschow: «wer zu spät kommt, den bestraft das Leben». Da die EZB vor allem auf die Turbulenzen der Euro-Krise anfangs nur zögerlich reagiert und damit einen erneuten Rückfall der Eurozone in eine Rezession (Herbst 2011 bis Anfang 2013) zugelassen hatte, ist der Aufschwung diesseits des Atlantiks bis heute wackliger und schwächer als in den USA. Während die US-Notenbank bereits ihre Geldpolitik wieder vorsichtig straffen kann, zwingt die relative Schwäche der Euro-Konjunktur die EZB jetzt zu einer expansiveren Geldpolitik. Hätte die EZB das Medikament der Offenmarktpolitik nach amerikanischem Vorbild frühzeitig statt spät eingesetzt, hätte sie es wahrscheinlich wie in den USA längst absetzen können. Dann würde sie heute vermutlich ebenfalls ihre Leitzinsen bereits wieder langsam anheben können.

*Traurig aber wahr: wer zu spät kommt, den bestraft das Leben*

### **Geldpolitik ohne Schlagkraft?**

In der Debatte wird immer wieder behauptet, die Geldpolitik habe ihre Wirkung verloren. Schließlich liegt die Inflationsrate ja trotz all der Maßnahmen der letzten Jahre derzeit bei Null. Deshalb könne die EZB auch ruhig ihre Leitzinsen heraufsetzen.

*Hat die Geldpolitik ihre Wirkung verloren?*

Dieser Einwurf ist nicht stichhaltig. Zunächst einmal ist festzuhalten, dass die Geldpolitik ja vor allem über den Umweg über Konjunktur und Kredit auf das Preisniveau wirkt und nicht direkt. Wir können also nicht die aktuelle Inflationsrate heranziehen, um dann daraus zu folgern, die geldpolitischen Beschlüsse der letzten Jahre seien ins Leere gelaufen. Zum anderen zeigt bereits das Beispiel der USA, dass die Geldpolitik auch im Nachgang der großen Lehman-Finanzkrise weiterhin die Konjunktur prägen kann. Mit ihrem Übergang zu einem umfangreichen Ankauf von Staatsanleihen im März 2009 hatte die US Fed die Mega-Rezession beendet. Durch den alles in allem sachgerechten Einsatz ihrer Instrumente einschließlich eines Leitzinses von 0,0-0,25 % und fortgesetzter Anleihenkäufe bis zum Oktober 2014 ist es der Fed gelungen, die Konjunktur auf Kurs zu halten. Entsprechend liegt die Inflationsrate in den USA ohne die schwankungsanfälligen Preise für Energie und Nahrungsmittel heute auch bei knapp 2 % gegenüber 1% in der Eurozone.

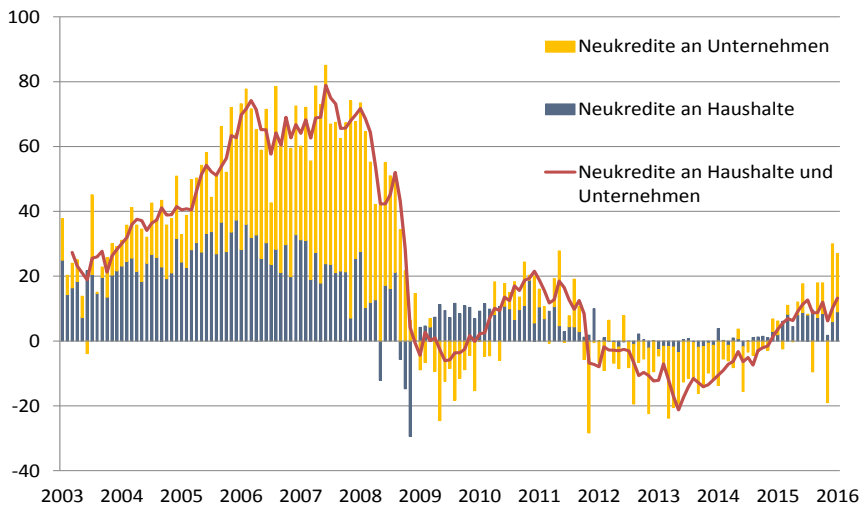
*Der Einwand ist nicht stichhaltig*

Auch in der Eurozone zeigt sich, dass die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank durchaus wirkt. Die Nachfrage nach Krediten ist zwar weiter sehr verhalten. Aber dank der EZB hat sich der Trend in den letzten drei Jahren zumindest gedreht. Mit ihrer Ankündigung im Sommer 2012, notfalls all ihre Machtmittel einzusetzen, um die ausufernde Spekulation gegen den Euro zu brechen, hat die EZB die systemische Euro-Krise beendet. Sie hat die irrationale Marktpanik gestoppt und somit die Gefahr eingegrenzt, dass die großen Probleme des kleinen Griechenlands die ganze Eurozone

*Geldpolitik wirkt: die EZB hat den Kreditzyklus gedreht*

einschließlich Deutschlands in eine immer tiefere Rezession schicken könnten. Kurz nach diesem geldpolitischen Signal endete der Einbruch der Kreditnachfrage in der Eurozone. Mit dem schrittweisen Lockern der Geldpolitik vom Juni 2014 an, dass Anfang 2015 in einer klassischen Offenmarktpolitik mit dem Ankauf von Staatsanleihen mündete, hat die Kreditnachfrage in der Eurozone wieder etwas angezogen. Statt eines rückläufigen Kreditvolumens haben wir jetzt immerhin wieder einen gewissen Anstieg. Auch die Reaktion des Wechselkurses zeigt, dass die Geldpolitik wirksam geblieben ist. War der Euro bis vor einem Jahr leicht überbewertet, so ist er jetzt leicht unterbewertet, wie es sich für eine Region gehört, deren Geldpolitik als Reaktion auf eine schwächelnde Konjunktur expansiver geworden ist.

**Grafik 3: Kreditzuwachs in der Eurozone**



Nettozufluss neuer Kredite an Haushalte und Unternehmen pro Monat, die rote Linie gibt den Dreimonatsdurchschnitt an, in Mrd. Euro. Quelle: EZB.

Hinter der Behauptung, die Geldpolitik sei unwirksam geworden, steckt ein Missverständnis. Richtig ist, dass in Zeiten großer Vorsicht, wie wir sie seit der Mega-Rezession von 2008/2009 erleben, die Sparneigung der Haushalte und Unternehmen höher und die Kreditnachfrage geringer ist als vorher. Deshalb bedarf es eines kräftigeren geldpolitischen Impulses, damit durch die enger gewordenen Transmissionskanäle der Geldpolitik noch ein genügend großer Impuls auf die Realwirtschaft übertragen wird. Aber dass die Notenbanken zum Ausgleich dieser grassierenden Vorsicht mehr tun müssen als früher, um die Konjunktur halbwegs auf Kurs zu halten, heißt nicht, dass sie mit ihrem Handeln ihren Zweck nicht erreichen können.

Aus der Diagnose, dass die Geldpolitik weiterhin wirkt, ergibt sich eine klare Konsequenz: die gelegentlichen Hinweise, es würde der Eurozone oder Deutschland besser gehen, wenn die EZB höhere Leitzinsen setzen würde, sind gefährlicher Unsinn. Die Folgen einer härteren Geldpolitik wären eine ausgeprägte Konjunkturkrise und ein im Zeitablauf zunehmender Deflationsdruck. Bei schwächerer Konjunktur wäre die Nachfrage nach Krediten noch geringer, während verängstigte Haushalte und Unternehmen gleichzeitig weniger ausgeben und stattdessen mehr sparen würden. Ent-

*Ein Missverständnis*

*Höhere Leitzinsen wären derzeit ein gefährlicher Unsinn*

sprechend wären die Renditen für Anleihen noch wesentlich niedriger als heute. Es ergäbe sich eine inverse Zinskurve, bei der die Notenbank die Zinsen am Geldmarkt künstlich hoch hält, während die hohe Nachfrage sicherheitsbedürftiger Anleger nach Anleihen die Kurse für längerlaufende Anleihen nach oben und deren Renditen nach unten treiben würde. Das ist wohl das Gegenteil dessen, was deutsche Sparer sich wünschen würden.

### Blase an Vermögenmärkten?

Eng verbunden mit der Sorge, die Geldpolitik könne Konjunktur und Preisdruck kaum noch beeinflussen, ist oft der Vorwurf, die expansive Geldpolitik würde stattdessen vor allem die Vermögenspreise aufblähen. Auch dieser Vorwurf wird nicht durch die Fakten gedeckt.

Seit ihrem Tiefpunkt im Februar 2009 haben sich die Aktienmärkte in Europa und den USA tatsächlich spektakulär erholt. Aber der Tiefpunkt der schlimmsten Finanzkrise seit 80 Jahren war eine absolute Ausnahmesituation. Der Vergleich mit einer Massenpanik ist kein geeigneter Maßstab für ein Urteil darüber, ob die Geldpolitik die Aktienkurse tatsächlich in schwindelerregende Höhen getrieben hat. Dafür eignen sich stattdessen langfristige Vergleiche. Zudem müssen wir auf die realen Vermögenswerte abstellen, also auf die Entwicklung der Aktienkurse und Immobilienpreise nach Abzug der allgemeinen Inflationsrate.

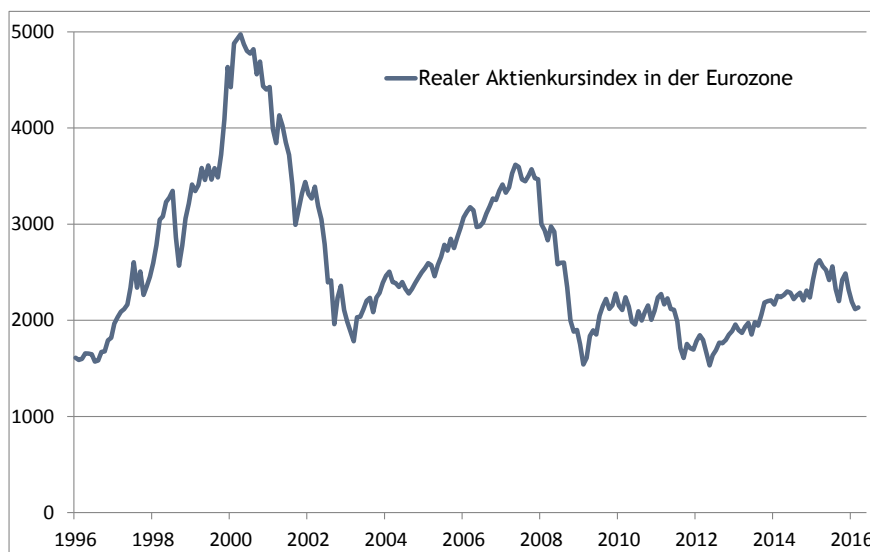
Grafik 4 zeigt einen Index für die realen Aktienkurse in der Eurozone. Eine Blase ist nicht zu erkennen, um es ganz vorsichtig auszudrücken. Stattdessen bleiben die Aktienkurse nach Abzug der allgemeinen Inflationsrate weit von ihren früheren Höchstständen entfernt. Sie verharren sogar deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt.

*Wie erkenne ich eine Blase?*

*Die richtige Wahl des Vergleichsmaßstabes hilft*

*Aktien: keine Spur von einer Blase*

**Grafik 4: Keine Blase - reale Aktienkurse in der Eurozone**

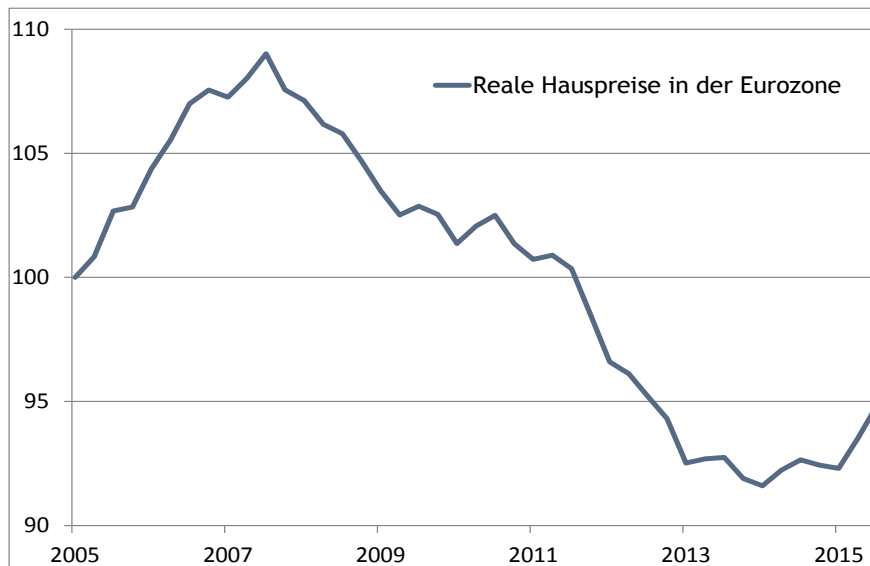


Eurostoxx Index bereinigt um den Anstieg der Verbraucherpreise in der Eurozone seit Januar 1996. Quelle: Eurostat, Haver Analytics.

Ähnlich sieht es bei Hauspreisen in der Eurozone aus. Seit zwei Jahren streben sie zwar insgesamt wieder etwas nach oben, wie Grafik 5 zeigt. Die große Krise der Jahre ab 2008 ist zum Glück vorbei. Aber von einer neuen Blase sind wir noch meilenweit entfernt.

*Hauspreise meilenweit von einer Blase entfernt*

**Grafik 5: Auch keine Blase - reale Hauspreise in der Eurozone**



Index der Hauspreise in der Eurozone bereinigt um den Anstieg der Verbraucherpreise, Q1 2005 = 100. Quelle: Eurostat, EZB.

Eine echte Blase an Vermögenmärkten geht im Allgemeinen mit einer ausgeprägten Euphorie einher. Im Vertrauen auf weiter steigende Kurse nehmen Käufer immer mehr Schulden auf, um in entsprechende Vermögenswerte zu investieren. Platzt dann die Blase, geraten erst diese Käufer und dann ihre Banken in Schwierigkeiten. Das weiterhin verhaltene Wachstum auch der Immobilienkredite in der Eurozone passt zu dem Befund, dass von einer Blase an den Vermögenmärkten der Eurozone nicht die Rede sein kann. Gemessen am früher üblichen Auf und Ab der Kurse gäbe es eher noch einigen Spielraum nach oben, bevor wir uns um Übertreibungen Sorgen machen müssten.

*Es fehlt die Euphorie*

Selbst die hohen Kurse und niedrigen Renditen für festverzinsliche Wertpapiere sind nicht Ausdruck einer echten Blase. Wie bereits auf Seiten 6 bis 7 erläutert, spiegeln die niedrigen Zinsen vor allem das neue Gleichgewicht zwischen einem reichlichem Angebot und einer verhaltenen Nachfrage nach Sparkapital wieder. Bei einer härteren Geldpolitik würde eine entsprechend schwächere Investitionsneigung mit noch geringerer Kreditnachfrage zu einem noch niedrigeren Gleichgewichtszins führen. Zudem fehlen am Rentenmarkt weitgehend die kreditgetriebenen Käufe, die für gefährliche Blasen typisch sind. Märkte übertreiben. Das gilt gerade auch für Rentenmärkte. Aber als eine von der EZB aufgeblähte Blase können wir die Lage am Markt für festverzinsliche Anleihen nicht bezeichnen. Niedrige Renditen sind Teil des Transmissionsmechanismus, mit dem die alles in

*Gefährliche Blase am Rentenmarkt?*

allem sachgerechte Geldpolitik der EZB auf die Realwirtschaft übertragen wird.

## Eine deutsche Blase?

Die deutschen Kritiker der EZB-Politik warnen oftmals mehr vor Vermögensblasen in Deutschland als in der Eurozone insgesamt. Was ist von dieser Kritik zu halten? Wiederum nicht sehr viel.

Zunächst einmal müssen wir betonen, dass die EZB verantwortlich ist für die Preisstabilität in der Eurozone insgesamt. So wie die Bundesbank früher keine Geldpolitik speziell für das strukturstarke Bayern oder das eher strukturschwache Nordrhein-Westfalen betreiben konnte und durfte, kommt es auch für ein Urteil über die EZB auf die Situation in ihrem Währungsgebiet insgesamt an und nicht speziell in Frankreich oder Deutschland.

Wie in jedem Währungsraum kann eine sachgerechte gemeinsame Geldpolitik nicht immer gleichzeitig für jede Teilregion optimal sein. So wird in Deutschland gelegentlich behauptet, die EZB blähe in unseren Metropolen Immobilienblasen auf. Deshalb möge die EZB im deutschen Interesse besser ihre Leitzinsen erhöhen.

Werfen wir einen Blick auf die Fakten. Nachdem einer langen Schwächeperiode von 1994 bis 2008 haben die Preise für Wohnimmobilien in deutschen Städten seitdem kräftig angezogen. Vieles davon ist jedoch ein Nachholeffekt. Wirtschaftlich erfolgreiche Regionen, die auch Einwanderer und Auslandskapital anziehen, haben hohe Immobilienpreise. Dank der Agenda 2010 gehören deutsche Städte heute zu den wirtschaftlich erfolgreichsten und attraktivsten Regionen der Welt. Dies drückt sich in den Immobilienpreisen aus. Relativ zu den noch weit höheren Preisen in London, Paris und New York ist es zumindest nicht offensichtlich, dass die Preise dabei tatsächlich bereits über fundamental gerechtfertigte Bewertungen hinausgeschossen sind. Real gerechnet, also nach Abzug der allgemeinen Inflationsrate, haben deutsche Häuserpreise trotz des Anstiegs der letzten Jahre noch nicht einmal das Niveau des Jahres 2000 erreicht (siehe Grafik 6).

Ein wesentliches Merkmal einer gefährlichen Blase ist nahezu immer, dass die Preise der Vermögenswerte durch Kredit getrieben werden. Das ist bisher in Deutschland nicht der Fall. Der Zuwachs der Hypothekenkredite hat zwar angezogen und liegt mit derzeit etwa 4 % gegenüber Vorjahr weit über dem mickrigen Durchschnitt der Eurozone von 2 %. Aber 4 % ist eine Rate, die noch als durchaus normal gelten kann.

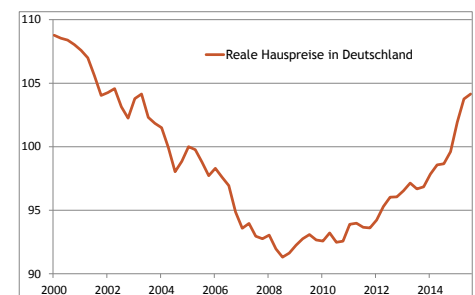
Nicht stichhaltig ist auch der Hinweis, die EZB solle mit höheren Leitzinsen gegen vermeintliche Überhitzungsgefahren am deutschen Immobilienmarkt vorgehen. Bei einer strafferen Zinspolitik würde die Konjunktur in der Eurozone weiter schwächeln. Das Ergebnis wäre insgesamt eine geringere Nachfrage nach Krediten vor allem in den konjunkturell besonders wackligen Regionen. Angesichts größerer Unsicherheiten würde erneut viel

*Ein deutscher Sonderfall?*

*Die EZB ist verantwortlich ist für die Eurozone, nicht nur für Deutschland*

*Eine Politik für alle kann nicht immer für jeden optimal sein*

**Grafik 6: Deutsche Hauspreise**



Bereinigt um den Anstieg der Verbraucherpreise; 2005 = 100.  
Quelle: Bundesbank.

*Noch ist die Kreditdynamik normal*

*Bei höheren Leitzinsen könnten deutsche Kreditzinsen am langen Ende der Kurve sogar sinken*



Sparkapital aus dem Ausland in den vermeintlich sicheren deutschen Hafen fließen. Die Folge wäre vermutlich, dass in Deutschland die Anleiherenditen und Hypothekenzinse weiter sinken würden. Dann würden uns Schweizer Verhältnisse drohen.

Bisher zeichnet sich an den deutschen Immobilienmärkten keine kreditgetriebene und gefährliche Blase ab. Allerdings lässt sich nicht ausschließen, dass es einst dazu kommen könnte. Die gemeinsame Geldpolitik könnte solch regionalen Fehlentwicklungen nicht wirksam begegnen. Denn dafür müssten Instrumente eingesetzt werden, die auf die einzelnen Regionen zugeschnitten sind. Beispielsweise können die Aufsichtsbehörden in einem speziellen Mitgliedsland der Währungsunion anordnen, dass die Banken dort höhere Kapitalpuffer vorhalten müssen oder Hypothekenkredite nur bis zu bestimmten Beleihungsgrenzen vergeben dürfen. Mit solch „makroprudenziellen“ Instrumenten kann dann die Kreditvergabe in den betroffenen Staaten im Zaum gehalten werden. In Irland, dessen Immobilienmarkt sich rasch von der großen Krise der Jahre 2008 bis 2013 erholt, sowie in der Schweiz setzen die örtlichen Aufseher bereits heute solche Instrumente ein<sup>2</sup>. Auch in Großbritannien hat die Bank of England den Banken bereits Grenzen für Hypothekenkredite aufgezeigt.

*Notfalls müssten „makroprudenzielle“  
Werkzeuge eine nationale nationale Blase  
verhindern*

### **Wäre ein niedrigeres Inflationsziel besser?**

Manche Beobachter schlagen angesichts der anhaltend niedrigen Inflationsrate vor, die EZB möge doch ihre Definition von Preisstabilität ändern und statt einer Rate von knapp 2 % künftig einen ausgewiesenen Geldwertchwund nahe Null anstreben. Es lässt sich sicherlich trefflich darüber streiten, ob „knapp 2 %“ wirklich der Weisheit letzter Schluss ist. Richtig ist auch, dass die EZB beim Versuch, die Inflationsrate mittelfristig wieder auf den angestrebten Wert zu hieven, nicht zu weit gehen sollte. Beispielsweise sollte sie dafür keinen kreditgetriebenen Boom anstoßen, dem dann dereinst eine neue Bereinigungskrise folgen müßte. Aber angesichts des zwar langsam anziehenden, aber doch weiterhin verhaltenen Kreditwachstums kann davon ja auch keine Rede sein.

*Was ist schon der Weisheit letzter Schluss?*

Würde die EZB ihre Vorgabe für die angestrebte Inflationsrate jetzt ändern, würde sie damit einen gefährlichen Präzedenzfall schaffen. Dann könnten andere Beobachter bei höheren Ölpreisen oder besserer Konjunktur deereinst ja auch argumentieren, dass beispielsweise 3 % Inflation eine angemessene Vorgabe seien, so wie das der frühere Chefvolkswirt des Internationalen Währungsfonds, Olivier Blanchard, bereits prominent vorgeschlagen hat. Das liefe deutschen Stabilitätsinteressen sehr zuwider. Um die EZB dauerhaft darauf zu verpflichten, ein hohes Maß an Preisstabilität anzustreben, wäre es gerade aus deutscher Sicht besser, die Stabilitätsvorgabe der EZB gar nicht erst zur Disposition zu stellen. Dass es auch mit der mittler-

*Ein gefährlicher Präzedenzfall*

---

<sup>2</sup> In Irland dürfen Banken seit Januar 2015 nur noch Hypothekenkredite vergeben, die 80% des Immobilienwertes nicht übersteigen.

weile situationsgerechten Geldpolitik der EZB noch einige Jahre dauern kann, bis wir uns der Marke von knapp 2 % wieder von unten angenähert haben, muss dabei ja kein großer Schaden sein.

Ähnliches gilt für deutsche Klagen über die Unabhängigkeit der EZB, die sich mit der großen Mehrheit ihrer Ratsmitglieder immer wieder über deutsche Einwände hinwegsetze. Gerade Deutschland hatte ja darauf bestanden, der Europäischen Zentralbank ein Höchstmaß an Unabhängigkeit für ihre Geldpolitik einzuräumen, damit sie nicht politischem Druck zu einer Inflationspolitik nachgeben müsste. Die unabhängige EZB ist halt unabhängig. Die geldpolitische Entscheidungsfreiheit der EZB einzuschränken, könnte sich dereinst als stabilitätspolitischer Bumerang erweisen. Dass die Inflationsgefahren gering sind, gilt zwar für die kommenden Jahre. Aber um die Preisstabilität dauerhaft zu sichern, gibt es kein besseres Mittel als eine unabhängige Zentralbank, die ihrem Mandat verpflichtet ist.

*Eine unabhängige Zentralbank ist eben unabhängig – und sollte es in deutschem Interesse auch bleiben*

### **Mindert die EZB den Reformdruck in Südeuropa?**

Gerade in der deutschen Debatte wird der EZB häufig vorgeworfen, sie mindere durch ihre Geldpolitik den Reformdruck in Südeuropa. Zum einen steckt dahinter eine nicht ganz zutreffende Behauptung. Unter dem Druck der Euro-Krise hat es in den vergangenen Jahren eine Welle von Wirtschaftsreformen in Südeuropa gegeben, die in der entwickelten Welt nahezu beispiellos ist. Die jährlichen Reformberichte der OECD<sup>3</sup> belegen dies eindrücklich. Italien hat exakt im Januar 2015, als die EZB ihr Programm zum Ankauf von Staatsanleihen aufgelegt hat, eine umfassende Arbeitsmarktreform beschlossen, die in weiten Teilen selbst die deutsche Agenda 2010 in den Schatten stellt. Das ist das Gegenteil der Fehlanreize, also des „moral hazard“, den Kritiker gerne bemängeln, ohne ihre These durch Fakten zu untermauern.

*Es hat viele Reformen gegeben*

Die jährliche Analyse der Anpassungsfortschritte, die Berenberg als „Euro Plus Monitor“ gemeinsam mit der Brüsseler Denkfabrik „Lisbon Council“ herausgibt, zeigt ebenfalls den Wandel in den vormaligen Euro-Krisenstaaten auf. So ist es ihnen beispielsweise gelungen, ihre Ausfuhren so zu steigern, dass sie statt eines überbordenden Defizits nur einen erklecklichen Überschuss in ihrer Handelsbilanz ausweisen (siehe Grafik 7 auf Seite 19).

*Anpassungsfortschritte in Randeuropa*

In der Eurozone ist der Bedarf an Reformen weiterhin hoch, gerade in Frankreich, das aber auch vor den Anleiheankäufen der EZB sehr niedrige Renditen für seine Staatsanleihen aufwies. Andere Länder müssen sich vor dem Risiko hüten, Reformen zurückzudrehen, so wie es Deutschland mit engeren Regeln für Zeitarbeit, der Rente ab 63 und dem Mindestlohn leider

*Berlin setzt derzeit ein schlechtes Vorbild, nicht die EZB*

---

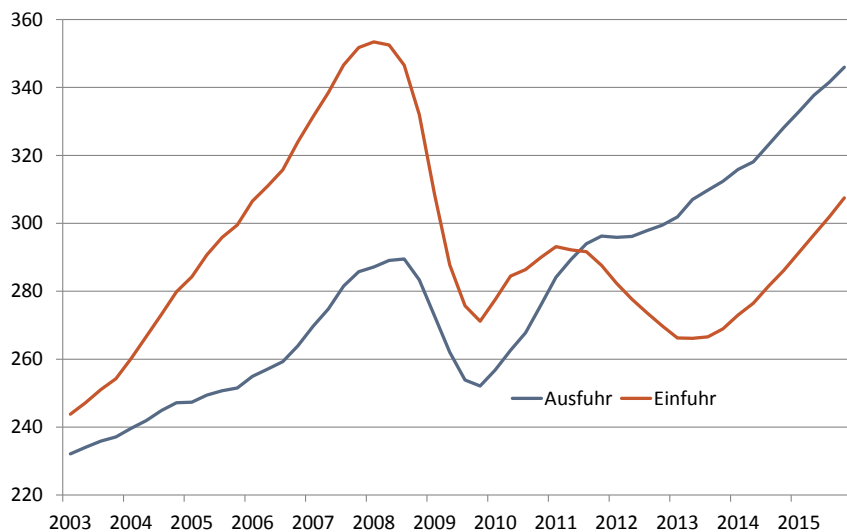
<sup>3</sup> Siehe beispielsweise die Berichte „Going for Growth“ der Jahre 2012, 2013, 2014 und 2015, jeweils herausgegeben von der OECD in Paris.

selbst vorgemacht hat. Aber der Vorwurf, die EZB mindere den Reformdruck, wird in dieser allgemeinen Form nicht durch die Fakten gedeckt.

Noch wichtiger ist jedoch ein grundsätzlicher Punkt. Die EZB genießt einen außerordentlich hohen Grad an Unabhängigkeit für eine Geldpolitik, die sich strikt an ihr vom den europäischen Gesetzgebern vorgegebenes Mandat hält. Zum Mandat der EZB gehört es nicht, die gewählten Parlamente der Mitgliedsstaaten unter Reformdruck zu setzen. Das muss sich aus dem politischen Prozess dieser Länder selbst ergeben oder im Notfall auch dadurch, dass strauchelnde Länder harte Reformbedingungen der europäischen Institutionen erfüllen müssen, um im Krisenfall Kredite erhalten zu können.

*Die EZB muss sich an ihr Mandat halten*

**Grafik 7: Anpassungsfortschritte in Randeuropa: Überschuss im Außenhandel**



Ausfuhr und Einfuhr der fünf einstigen Euro-Krisenländer Italien, Spanien, Griechenland, Portugal und Irland, gleitende Durchschnitte der letzten vier Quartale, in € Mrd. Quelle: Eurostat, EZB.

Anders gesagt: Frankreich braucht dringend wachstumsfördernde Reformen, so wie Deutschland solche Reformen bitter nötig hatte, bis es sich mit der Agenda 2010 schließlich weitgehend kurieren konnte. Aber es ist nicht Aufgabe der EZB, Frankreich so lange künstlich in einer Rezession zu halten, bis dort die wirtschaftspolitische – oder vielleicht auch eine ganz andere – Revolution ausbricht. Die Technokraten der EZB müssen die Welt so nehmen, wie sie ist. Sie müssen eine Geldpolitik betreiben, die in der Eurozone die Stabilität des Geldwertes nachhaltig sichert. Wachstumsfördernde Wirtschaftsreformen würden der EZB diese Aufgabe erleichtern. Deshalb ist es sinnvoll, dass die EZB in gewissen Grenzen immer wieder solche Reformen anmahnt. Aber sie muss ihren Auftrag erfüllen, und zwar auch dann, wenn die französische oder deutsche Wirtschaftspolitik mal wieder nicht auf ihre guten Ratschläge hört.

*Es ist nicht Aufgabe der EZB, Frankreich so lange in einer Rezession zu halten, bis dort die Revolution ausbricht*

Ansonsten bestünde auch die Gefahr, dass andere Länder den Spieß mal gerne umdrehen würden. Sollte in Deutschland wirklich argumentiert werden, die EZB solle ihre Geldpolitik trotz wackliger Konjunktur und Nullin-

*Bitte öffnet nicht die Büchse der Pandora*

flation straffen, um so Reformdruck auf Frankreich auszuüben, könnten andere später einmal argumentieren, die EZB möge selbst in einem kräftigen Aufschwung mit anziehender Inflation die Geldpolitik so lange locker lassen, bis Deutschland seine im Ausland nicht gerade beliebten Überschüsse in der Außenbilanz abgebaut habe. Nein, auf derartige Argumente sollte sich die Geldpolitik gar nichts erst einlassen. Aus gutem Grund sollte die Zentralbank sich auf ihr Mandat beschränken.

## Enteignet die EZB deutsche Sparer und Rentner?

Draghis Geldpolitik enteigne deutsche Sparer und untergrabe die Vorsorge fürs Alter. Kaum ein Vorwurf schallt der EZB und ihrem Präsidenten in Deutschland so laut entgegen wie dieser. Aber bei genauerem Hinsehen löst sich auch diese Kritik weitgehend in Luft auf.

- 1) Es ist nicht das Mandat der EZB, französische Arbeitsplätze zu sichern oder deutschen Sparern auskömmliche Erträge für risikoarme Vermögenswerte zu beschern. Ihr klarer Auftrag lautet, vorrangig die Preisstabilität zu sichern. Das gelingt ihr besser, als es die Bundesbank in den vier Jahrzehnten ihrer monetären Regentschaft vorher vermocht hat. Dies kommt gerade den Rentnern zu Gute, die darauf angewiesen sind, dass die Kaufkraft ihrer Einkommen oder Ersparnisse nicht durch Inflation aufgezehrt wird.
- 2) Die anhaltenden Niedrigzinsen am Rentenmarkt sind vor allem Folge der großen Vorsicht von Sparern, Haushalten und Unternehmen. Die EZB stellt sich mit ihrer Geldpolitik lediglich auf dieses Umfeld ein. Die meisten Kritiker verwechseln schlicht Ursache und Wirkung. Es ist nicht die aktuelle Geldpolitik der EZB, die die Kreditnachfrage der Haushalte und Unternehmen dämpft und damit die Zinsen und Renditen an den Kapitalmärkten niedrig hält. Im Gegenteil. Mit einer mittlerweile situationsgerechten Geldpolitik legt die EZB nach US-Vorbild die Basis dafür, dass bei robusterer Konjunktur und Kreditnachfrage auch die Zinsen und Renditen in einiger Zeit wieder steigen können.
- 3) Würde die EZB in konjunkturell wackligen Zeiten eine härtere Geldpolitik fahren oder hätte Deutschland in wirtschaftlich unsicheren Zeiten eine eigene Währung, die Fluchtkapital aus anderen Ländern anziehen würde, wären die Renditen für Anleihen bei uns noch niedriger, als sie es heute sind. Die Schweiz läßt grüßen. Wie die USA gezeigt haben, müssen höhere Renditen durch eine entsprechend stabilere Konjunktur abgesichert werden. Erst dann kann die Notenbank die Leitzinsen wie in den USA wieder anheben, ohne dabei Schaden anzurichten.

Mit einer angemessenen Geldpolitik trägt die EZB zu einem hohen Beschäftigungsstand bei. Gerade für die deutsche Altersvorsorge, die vor allem auf dem umlagefinanzierten Rentensystem beruht, ist dies von besonderer Bedeutung. Mit einer härteren Geldpolitik und einem entsprechend geringeren Beschäftigungsgrad bei schwächerer Konjunktur würde die EZB stattdessen die wichtigste Säule auch unseres Sozialstaates untergraben.

*Der Vorwurf löst sich in Luft auf*

*Eine sachgerechte Geldpolitik sichert die Kaufkraft der Renten und Ersparnisse*



In unsicheren Zeiten hat Sicherheit ihren Preis. Dass Lebensversicherungen und andere Kapitalsammelstellen, die vor allem vermeintlich sichere Anlagen bevorzugen oder bevorzugen müssen, in solchen Zeiten eine geringe Rendite erwirtschaften können, gehört zu den unausweichlichen Folgen der Unsicherheit. Je mehr eine Zentralbank mit einer angemessenen Geldpolitik dazu beiträgt, die Lage zu stabilisieren und das Risiko neuer konjunktureller Rückschläge oder Finanzkrisen zu mindern, desto eher kann sich die Situation wie in den USA wieder langsam normalisieren.

*In unsicheren Zeiten hat Sicherheit ihren Preis*

Beim Blick auf die geringen Überschussbeteiligungen, die Lebensversicherungen jetzt für ihre Kunden erwirtschaften können, sollte jedoch eines nicht vergessen werden. Der künftige Auszahlungsbetrag mag erheblich niedriger sein, als bei Vertragsabschluss erhofft. Allerdings wird die Kaufkraft des ausgezahlten Betrages dadurch gestärkt, dass er zwischenzeitlich weit weniger durch Geldwertschwund aufgezehrt wird, als dies früher der Fall war. Real gerechnet gleicht dies zumindest einen Teil der fehlenden Überschussbeteiligung aus.

*Ein kleiner Trost für Sparer: weniger Geldwertschwund als früher*

Eine Geldpolitik, die Preisstabilität gewährleistet und somit Inflation und Deflation gleichermaßen vermeidet, ist gerade für ein stabilitätsbewusstes Deutschland die richtige Politik. Die Fakten geben der EZB recht. Ihre Geldpolitik passt zu ihrem Mandat. Sie trägt mit ihrer Politik dazu bei, dass auch in Deutschland seit dem Beginn des Euro die Preise stabiler sind als je zuvor.

*Die richtige Politik auch für Deutschland*

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## Autor

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt

+49 40 350 60-8021 | [holger.schmieding@berenberg.com](mailto:holger.schmieding@berenberg.com)

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

- Konjunktur
- **Geldpolitik**
- Währungen
- Rohstoffe
- Emerging Markets
- Osteuropa
- Trends

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung. Die gemachten Angaben wurden nicht durch eine außenstehende Partei, insbesondere eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, geprüft. Alle Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit sämtlicher Angaben übernehmen wir dennoch keine Gewähr. Wir weisen ausdrücklich auf den angegebenen Bearbeitungsstand hin. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Präsentation zu erstellen. Für den Eintritt der in der Präsentation enthaltenen Prognosen oder sonstigen Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse übernehmen wir keine Haftung. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung. Die gewerbliche Nutzung in Form eines Nachdrucks wie auch eine veränderte oder verkürzte Weitergabe der Studie ist ohne unsere ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht gestattet. Stand: April 2016.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)