

Ist es Zeit, die Wende einzuleiten?

Die Effektivität der aktuellen EZB-Geldpolitik, die zu negativen Zinsen und einer aufgeblähten Notenbankbilanz geführt hat, wird immer wieder kritisch hinterfragt. Dabei lässt der bisherige Erfolg der EZB kaum Zweifel zu. Die europäische Notenbank hat mit ihrer Liquiditätspolitik das Bankensystem stabilisiert und somit die Kreditvergabe in der Euro-Zone funktionsfähig gehalten, dabei wird der Interbankenmarkt selbst Jahre nach der Euro-Krise immer noch durch ihre freizügige Liquiditätspolitik maßgeblich beeinflusst. Und auch auf die Realwirtschaft ist die Wirkung eindeutig: Denn die EZB-Politik fördert die Euro-Schwäche und stützt die sich festigende Schuldenragfähigkeit vieler Euro-Staaten mit niedrigen Zinsen. Angesichts der kurzfristig negativen Konsequenzen einer fiskalischen Konsolidierungspolitik für Konjunktur und Euro-Erhalt scheint die Politik der EZB in einem Umfeld hoher Schuldenquoten kurzfristig alternativlos.

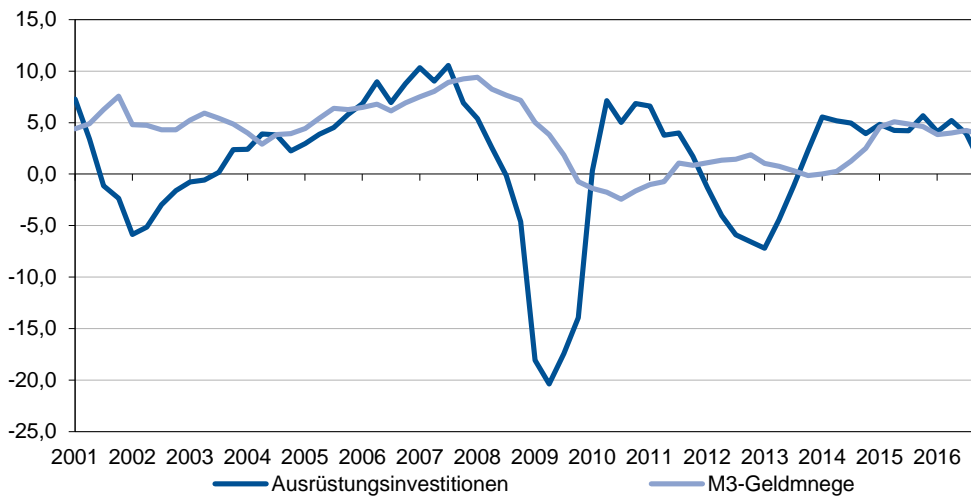
Die eigentlichen Herausforderungen der EZB zeichnen sich eher mittelfristig ab. Auf Grundlage der aktuellen und erwarteten positiven Konjunktorentwicklung steigt das Risiko, dass die europäische Notenbank den richtigen Zeitpunkt ihres Austritts aus der Krisenpolitik verpassen könnte. Betreibt sie zu lange eine zu expansive Geldpolitik, könnte das langfristig negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft haben und zu Fehlanreizen, Fehlallokationen von Investitionen, künstlich aufgeblähten Finanzmärkten sowie Inflation führen. Argumente für die Notwendigkeit einer baldigen geldpolitischen Wende gibt es einige:

- 2015 haben sich Deflationsrisiken nicht betätigt. Auch wenn die aktuelle Inflationsdynamik die Einschätzung einer langfristigen Inflation von knapp unter 2 % aktuell nicht unterstützt, so sind Deflations Sorgen gegenwärtig unbegründet.
- Die Konjunktur in der Euro-Zone zeigt sich weiterhin relativ robust. 2017 wird voraussichtlich das vierte Jahr in Folge sein, in dem die Wirtschaft der Euro-Zone über 1 % wachsen wird. Auch befindet sich die Arbeitslosenquote auf einem klaren Abwärtstrend.
- Das Aufkaufprogramm der EZB verursache eine Geldschwemme. Diese führe zu Blasen und Verzerrungen auf den Finanzmärkten. In Deutschland wird zunehmend befürchtet, dass eine Immobilienblase entsteht.
- Die EZB reduziere durch ihre Niedrigzinspolitik den Reformdruck in vielen Euro-Ländern, was eine Aufarbeitung grundlegender Probleme vieler Staaten und Wirtschaften des Währungsraums verhindere. Hiermit verbunden ist das Argument, dass die EZB durch ihre niedrigen Zinsen auch unprofitable Unternehmen am Leben hält und Fehlallokationen fördert. Dies wird vor allem von der Österreichischen Schule betont.

Geldmengenwachstum in der Euro-Zone: Keine exzessive Geldpolitik ersichtlich

All diese Argumente sind bekannt und werden häufig als offensichtlich angesehen. So sei es nur eine Frage der Zeit, bis die „unangebrachte“ Geldpolitik ihre negativen Folgen offenbaren werde. Die Realität zeigt etwas anderes: Die EZB-Geldpolitik kann nicht als überzogen expansiv angesehen werden, denn dies würde sich in der Dynamik der Geldmengenausweitung niederschlagen. Wenn die reale Geldmenge unabhängig vom Zinsniveau und aktueller kurzfristiger Inflation kaum steigt, kann die Geldpolitik einer Notenbank nicht als expansiv bezeichnet werden. In der Euro-Zone wächst die breite Geldmenge (M3) aktuell lediglich um 5,3 %. Weder im historischen Vergleich, noch hinsichtlich der aktuellen Wachstums- und Inflationsdynamik in der Euro-Zone kann von einer exzessiven Entwicklung und somit einer Geldschwemme die Rede sein, da preisbereinigt fast kein Wachstum der Geldmenge vorliegt. So ist die reale Zuführung von Liquidität in die Realwirtschaft weiterhin eher überschaubar und kein Zeichen einer zu ambitionierten Geldpolitik.

Abb. 1: Ausrüstungsinvestitionen und M3-Geldmenge, Wachstum in % zum Vorjahr



Quellen: Eurostat; EZB; IKB

Die EZB hat seit März 2015 Anleihen im Gesamtvolumen von 1,5 Billionen € aufgekauft. Dadurch wurde die Geldmenge um rund 1 Billion € ausgeweitet, was einem Wachstum von ungefähr 10 % über zwei Jahre entspricht. So ist trotz EZB-Aufkaufprogramms und des Versuchs einer direkten Ausweitung der Geldmenge von keiner eskalierenden Geldschwemme auszugehen. Dies liegt zum einen darin, dass nicht alle Aufkäufe der EZB auch automatisch zu einer direkten Ausweitung der Geldmenge führen. Zum anderen aber vor allem auch daran, dass die Nachfrage nach Krediten trotz negativer Zinsen überschaubar geblieben ist.

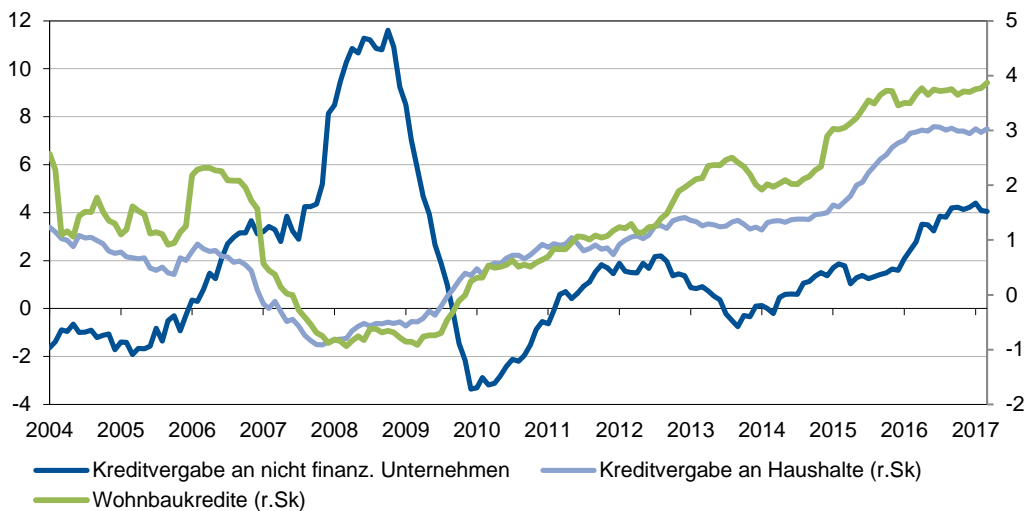
Kauft die Notenbank Anleihen von einer Geschäftsbank, so schreibt sie dieser den Betrag gut, was einem Anstieg der Reserven bzw. der Geldbasis oder Notenbankgeldmenge gleichkommt. Die Einlagen/Kredite der Geschäftsbank haben sich allerdings dadurch nicht verändert, sodass sich durch die Transaktion kein Einfluss auf die breite Geldmenge M3 ergibt. Nur wenn die Geschäftsbank die geschaffenen Reserven nutzt, um Kredite zu vergeben, steigt die Geldmenge. So bereitet die Notenbank durch den Aufbau überschüssiger Reserven zwar das Potenzial für eine bedeutende Ausweitung der Kreditvergabe, doch wenn kein Bedarf nach Krediten besteht, bleibt der direkte realwirtschaftliche Einfluss der Geldmengenausweitung aus. Kommt die Kreditnachfrage dagegen in Gang, und die Notenbank reagiert nur träge mit dem Abbau ihrer Bilanz, könnte sich die Geldmenge bedeutend ausweiten und ein überzogenes Geldwachstum bzw. eine Geldschwemme verursachen. Doch dies ist selbst bei einer weiterhin großen Bilanzsumme der EZB unwahrscheinlich, da die Notenbank die Kreditnachfrage primär durch ihre Zinspolitik steuert. Eskaliert die Nachfrage nach Krediten, wäre zunächst mit steigenden Zinsen zu rechnen.

Kauft die Notenbank die Anleihen direkt vom nicht-finanziellen Privatsektor, so steigt die Geldmenge, da dem Verkäufer der Betrag bei einer Geschäftsbank gutgeschrieben wird und die Einlagen steigen. Die Bank des Verkäufers verfügt dann über mehr Einlagen und gleichzeitig auch über mehr Vermögen in Form von Reserven bei der Notenbank. Ein Anleiheankauf der Notenbank vom Privat- oder Staatssektor bedeutet somit immer eine direkte Ausweitung der Geldmenge.

Kreditvergabe in Deutschland: Noch kein Grund zur Besorgnis

Liegt der Fokus auf Deutschland und nicht auf der gesamten Euro-Zone, kann ebenfalls nicht pauschal von einer überzogenen und destabilisierenden Geldpolitik die Rede sein – zumindest was die Kreditvergabe an Unternehmen betrifft. Das Argument, eine Geldschwemme führe zu Fehlallokationen von Investitionen ist angesichts der aktuellen Zunahme der Unternehmenskredite um rund 4 % im Jahresvergleich gänzlich unangebracht – auch weil die deutsche Wirtschaft im ersten Quartal im Jahresvergleich ein reales BIP Wachstum von fast 2 % gezeigt hat. Bei den privaten Haushalten sieht dies jedoch anders aus. Zwar hat die Kreditvergabe in den letzten Jahren deutlich angezogen, allerdings verläuft sie bei einem aktuellen Wachstum von rund 3 % immer noch schleppend – vor allem angesichts der soliden realen Steigerungen des verfügbaren Einkommens.

Abb 2.: Kreditvergabe in Deutschland, Wachstum in % zum Vorjahr



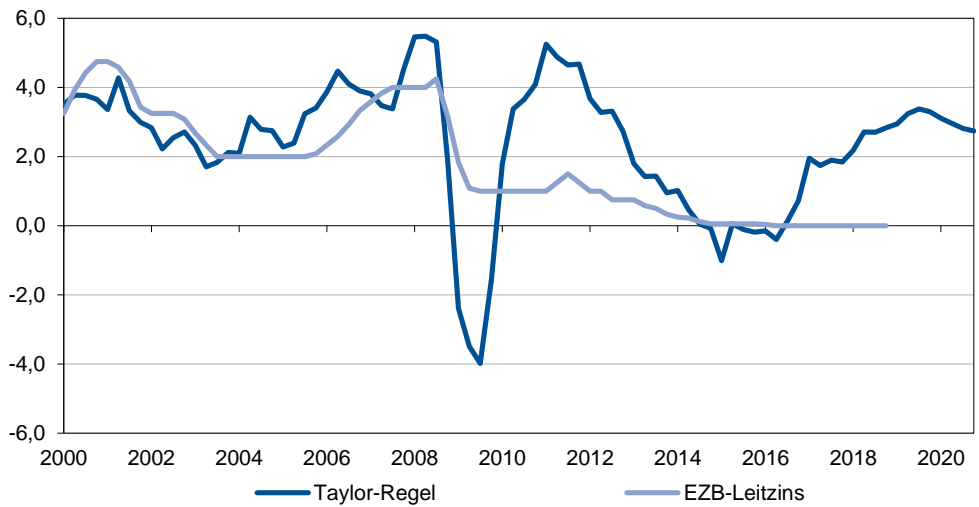
Quelle: EZB

Ein bedeutender Treiber der Haushaltskredite ist die Immobilienfinanzierung. Hier hat die Sorge zugenommen, dass eine EZB-Geldschwemme zu einer Immobilienblase in Deutschland führt. Preisverzerrungen in Folge des EZB-Aufkaufprogramms verursachen tatsächlich Portfolioumschichtungen, die eine höhere Nachfrage nach Immobilien mit sich bringen. So kann durchaus argumentiert werden, dass die EZB-Politik den aktuellen Immobilienpreisanstieg in Deutschland maßgeblich beeinflusst. Allerdings ist es vor allem die Immobilienkreditvergabe, die eine Blase fördert und ein systematisches Risiko für die Real- und Finanzwirtschaft darstellt. Die Immobilienfinanzierung in Deutschland zeigt allerdings, dass es derzeit keine überhitzte Immobilienkreditvergabe gibt. Laut Bundesbank liegt das Immobilienkreditwachstum unter dem langfristigen Durchschnitt (1982 – 2016) von rund 5 % pro Jahr. Preisbereinigt zeigt die Immobilienkreditvergabe in jüngster Zeit allerdings eine steigende Tendenz.

In einem Umfeld erhöhter Unsicherheit bestimmen nicht Prognosen die Geldpolitik, sondern Fakten

Die EZB befindet sich immer noch im Krisenmodus, obwohl sich die konjunkturellen Bedingungen schon seit längerem verbessert haben. Der bisherige Erfolg der EZB-Geldpolitik lässt eine neutralere Geldpolitik angebracht erscheinen. Hier wird oftmals auf die Taylor-Regel verwiesen, die auf Basis von Inflation und Wachstum das „notwendige“ Zinsniveau bestimmt (s. Abb. 3). Auf Grundlage der Taylor-Regel ist vor allem für die Jahre 2018 und 2019 eine ansteigende Diskrepanz zwischen dem eigentlichen Leitzins und dem auf Basis von Inflation und Wachstum notwendigen Zinssatz zu erwarten. Doch die Inflations- und Wachstumsprognosen, die dieser Berechnung zu Grunde liegen, müssen sich zunächst einmal als richtig erweisen. Die erhöhte Prognoseunsicherheit der letzten Jahre vor allem aufgrund politischer Unsicherheit in der Euro-Zone dürfte angesichts aktueller Entwicklungen um den Brexit und der Italien-Wahl im Frühjahr 2018 bestehen bleiben. Strafft die EZB die Geldpolitik zu früh, könnten sich die Folgen angesichts der fragilen Wirtschaft und Finanzlage vieler Euro-Länder als deutlich größer erweisen, als wenn sie zu spät reagiert. Dies ergibt sich aus der Tatsache, dass die EZB aktuell eher relativ wenig Handlungsspielraum besitzt, die Konjunktur im Fall einer Abkühlung erneut zu stimulieren. Gleichzeitig würde nach Jahren relativ niedriger Inflationsraten eine temporäre Überreaktion keinen bedeutenden Schaden anrichten. Im Gegenteil – dies könnte die Inflationserwartungen nachhaltig anheben. Die EZB tut deshalb gut daran, eher reaktiv zu handeln und sich weiterhin auf belastbare Fakten zu verlassen, als auf Prognosen und Vermutungen. Kommt es jedoch 2017 und 2018 zu den erwarteten Entwicklungen, ist perspektivisch von einer geldpolitischen Wende auszugehen, auch wenn diese eher moderat ausfallen sollte.

Abb. 3: Taylor-Regel und EZB-Leitzins; in %



Quellen: EZB; IKB-Berechnung

Fazit:

Die EZB steht unter Druck, angesichts der volkswirtschaftlichen Erholung in der Euro-Zone eine geldpolitische Wende einzuleiten. Vor allem die Sorge, ihre Politik führe zu einer Geldschwemme und somit zu Fehlallokationen und Blasen, nährt Zweifel an der Sinnhaftigkeit ihrer momentanen Geldpolitik. Doch das aktuelle Geldmengenwachstum in der Euro-Zone deutet weder auf erhöhte Inflationsrisiken hin, noch auf eine Geldschwemme oder die Gefahr von Fehlallokationen bei Investitionen. Und selbst für Deutschland, wo sich viele Experten vor einer Immobilienpreisblase fürchten, zeigt die Kreditvergabe für Immobilienfinanzierung immer noch eine ausgeglichene Entwicklung. Weder Geldmengendynamik noch die Konjunkturrisiken in der Euro-Zone deuten auf eine überzogen expansive Geldpolitik hin.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Böttkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

17. Mai 2017
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz