

Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

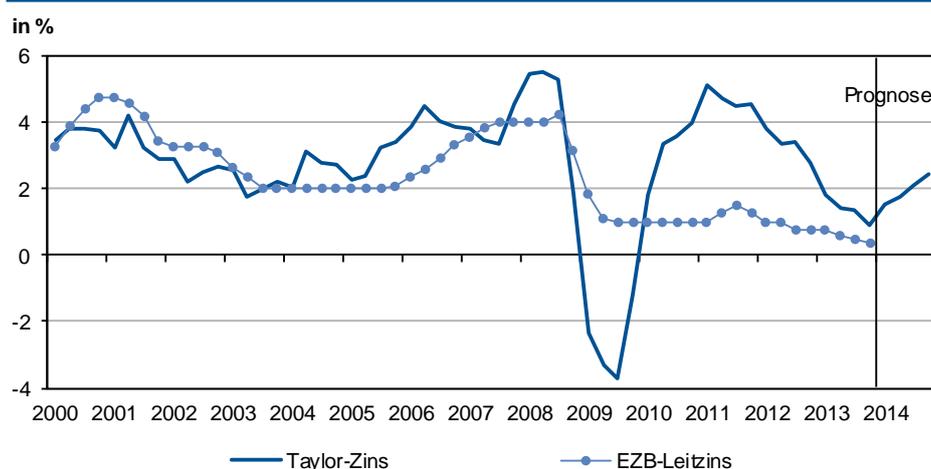
Vor der Finanzkrise war der Tenor aus den Notenbanken und insbesondere aus der EZB, dass ihre Rolle darin läge, einen mittel- bis langfristigen Anker der Stabilität darzustellen. Zinsveränderungen zur kurzfristigen Stimulierung der Konjunktur wären demzufolge eher zu vermeiden, da eine Notenbank ohnehin nur einen indirekten Einfluss ausüben kann und somit oftmals die Konjunkturschwankungen eher erhöht. Volkswirte wie unter anderem Milton Friedman haben betont, dass der Versuch, die Wirtschaft durch niedrige Zinsen zu stimulieren, auf lange Sicht eher zu höheren Zinsen und Inflation führt.

Diese Denkweise bietet genügend Spielraum für Notenbanken, ihr traditionelles Instrumentarium zum Beispiel durch Aufkaufprogramme auszuweiten, um ihrem Mandat der Preis- und Finanzstabilität nachzukommen, wenn die Geldmenge schrumpft; allerdings als Mittel der Krisenpolitik und nicht als Mittel der Konjunkturpolitik. Seit der Finanzkrise scheint trotzdem die Verantwortung für die konjunkturelle Erholung zunehmend bei den Notenbanken zu liegen. Dies mag zum einen damit zu tun haben, dass die Fiskalpolitik ausgereizt ist, zum anderen aber auch damit, dass sich die Wachstumserwartungen nicht erfüllt haben und somit Handlungsbedarf besteht.

Empirisch ist die neue Rolle der Notenbanken daran zu erkennen, dass der Gedanke von positiven realen Zinsen bzw. einem neutralen realen Zinssatz an Relevanz verliert. Dies lässt sich anhand der Taylor-Regel festhalten. Sie besagt, dass der Leitzins der Notenbank dem langfristigen bzw. neutralen Zinssatz gleichen muss, wenn die Inflation auf der Zielmarke liegt und die Wirtschaft nahe an ihrem Potenzial wächst. Oftmals wird das potenzielle BIP-Wachstum als Referenz für diesen neutralen Zinssatz verwendet. Die IKB-Schätzung des Taylor-Zinses geht von einem realen langfristigen/neutralen Zinssatz von ca. 1 % für die Euro-Zone aus, was sicherlich unterhalb des potenziellen Wachstums der Euro-Zone liegt. IKB-Schätzungen deuten zudem auf eine Gewichtung von 60 % auf Inflation und von 40 % auf Wachstum hin, was mit dem EZB-Mandat der Preisstabilität im Einklang steht.

Abbildung 1 veranschaulicht, dass die wirtschaftliche Krise in 2009 den Taylor-Zins deutlich reduziert hat, und die EZB aktuell eine der Taylor-Regel entsprechende Politik verfolgt. Diese Einschätzung mag auch für die Vorjahre zutreffen. Denn es ist davon auszugehen, dass sich die EZB über die konjunkturelle Erholung unsicher war, was die eskalierende Staatsschulden- und Wachstumskrise bestätigt hat. Dies gilt auch deshalb, weil die EZB – anders als die Fed in den USA – in der Krisenphase keine zusätzlichen Maßnahmen ergriffen hat, wie etwa direkte Geldmengenausweitung.

Abb. 1: Leitzinssatz für die Euro-Zone auf Basis der Taylor-Regel



Quellen: EZB; IKB

Krisenpolitik ist aktuell immer noch notwendig, wie die positive Lücke zum Taylor-Zinssatz für das Jahr 2014 zeigt. Denn die Kreditvergabe in der Euro-Zone ist weiterhin strukturell rückläufig, und das Geldmengenwachstum stagniert. Abbildung 1 zeigt auch, dass der geschätzte Zinssatz auf Basis der Taylor-Regel in 2014 unter den IKB-Annahmen für Wachstum und Inflation auf fast 2,5 % ansteigt. Die Inflationsrate liegt in dieser Berechnung zwar immer noch unterhalb von 2 %; allerdings wird erwartet, dass sich das Wachstum von -0,4 % in 2013 auf +0,9 % erholt. Solch eine konjunkturelle Wende benötigt auch eine Erholung der Kreditvergabe, welche dann die Relevanz der Krisenpolitik im Verlauf von 2015 in Frage stellen würde – vorausgesetzt, die Wachstumserwartungen für 2015 bestätigen sich. Gegenwärtig bleiben die Wachstumsrisiken aufgrund der negativen Entwicklung in der Kreditvergabe generell hoch. Vor diesem Hintergrund ist auch weiterhin eine Krisenpolitik erforderlich. Aller Voraussicht nach ist bis mindestens 2015 eine positive bzw. sich ausweitende Lücke zwischen Leitzins und Taylor-Zins gerechtfertigt. Erst in 2015/16 ist eine Aussage darüber möglich, ob die EZB ihr grundsätzliches Rollenverständnis geändert hat.

Was die EZB auf Sicht daran hindern könnte, an ihrer geldpolitischen Sichtweise festzuhalten, ist die US-Geldpolitik. Denn die EZB kann sich nur begrenzt von der Fed-Politik lösen und mittelfristig eine divergierende Geldpolitik zulassen, da resultierende Wechselkurskorrekturen Inflations- wie auch Wachstumsprognosen beeinflussen würden. Dies mag weniger mit veränderten Prinzipien und neuen Sichtweisen der EZB zu tun haben. Vielmehr würde ein aufwertender Euro – auch gemäß der Taylor-Regel – eine expansivere Geldpolitik notwendig machen und somit langfristig zu niedrigeren realen Zinsen führen. Deshalb ist eine zügige Beendigung des Aufkaufprogramms (USD-Aufwertung reduziert Deflationsrisiken in der Euro-Zone) im kurzfristigen wie auch langfristigen Interesse der EZB.

**Fazit:** Sehen die Notenbanken ihre Rolle immer noch als Anker der Stabilität, oder geht es seit der Finanzkrise eher darum, wie weit eine Notenbank die Zinsen senken kann, um die Wirtschaft zu stimulieren? Die Anwendung der Taylor-Regel kann hier aufschlussreich sein. Schätzungen für die Euro-Zone deuten an, dass das von der Bundesbank propagierte langfristige Stabilisierungsziel einer Notenbank unter der aktuellen Politik der EZB immer noch gilt. Wenn die Kreditvergabe strukturell nicht mehr rückläufig ist, sollte die EZB-Krisenpolitik enden. Das wird allgemein für Ende 2015 bzw. 2016 erwartet. Erst dann lässt sich beurteilen, ob das Festhalten der EZB an der 0 %-Zinspolitik mit der Bundesbankpolitik im Einklang steht. Zu argumentieren, die EZB halte die Renditen für Sparer zu niedrig, dafür ist es aktuell noch zu früh. Denn momentan stagniert die Geldmenge in der Euro-Zone, sodass ein Zinssatz von annähernd 0 % auch aus Sicht der deutschen Sparer als angemessen einzuschätzen ist. Die Güterpreis-inflation mag zwar höher liegen als die erwarteten Renditen, allerdings deutet eine stagnierende Geldmenge bei stabilem oder ansteigendem BIP nicht auf eine Geldentwertung hin ([siehe auch IKB Kapitalmarkt-News vom 24. Oktober 2013](#)).

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-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

21. Januar 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann