

Inflationserwartungen im Euroraum sind nicht mehr fest verankert – neue Maßnahmen der EZB-Geldpolitik

Von Kerstin Bernoth, Marcel Fratzscher, Philipp König und Klara Rabe

Obwohl die Europäische Zentralbank (EZB) seit Jahren einen expansiv ausgerichteten geldpolitischen Kurs verfolgt, ist die Preisentwicklung im Euroraum nach wie vor äußerst schwach. Mehr noch: Wie der vorliegende Wochenbericht deutlich zeigt, sind die Inflationserwartungen im Euroraum nicht mehr ausreichend verankert. Sie entkoppeln sich zunehmend vom Inflationsziel der EZB. Damit steigt auch das Risiko, in eine Deflation abzurutschen. Zwar hat die Zentralbank im Juni negative Einlagezinsen eingeführt sowie zur Verbesserung der Kreditsituation in den europäischen Krisenländern neue zielgerichtete Refinanzierungsgeschäfte mit Zinsfixierungen angekündigt. Auf ihrer Ratssitzung im September senkte die EZB zudem erneut ihre Leitzinsen und kündigte für den Oktober den Ankauf von Wertpapieren über zwei neue Programme an. Der Erfolg dieser Maßnahmen ist allerdings keineswegs sicher. Die expansive Geldpolitik braucht dringend Unterstützung von Seiten der Wirtschaftspolitik, um in Europa ein dynamisches wirtschaftliches Umfeld schaffen und Investitionsanreize setzen zu können.

Das geldpolitische Umfeld im Euroraum wird nach wie vor von einer sehr schwachen Preisentwicklung bestimmt. Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflationsrate lag im August bei 0,3 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat für den gesamten Euroraum und bei 0,8 Prozent für Deutschland (Abbildung 1). Auch die Kerninflation, bei der die besonders volatilen Komponenten Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel nicht berücksichtigt werden, ist derzeit äußerst niedrig. Im Juli lag sie bei 0,8 Prozent im Euroraum und bei 1,3 Prozent in Deutschland.¹ Damit befindet sich die Inflationsrate im Euroraum nun bereits seit März 2013 in einem Bereich, der mit dem Ziel der EZB, eine Inflation von knapp unter zwei Prozent in der mittleren Frist zu erreichen, nicht vereinbar ist.

Unsicherheit über zukünftige Inflationsentwicklung ist hoch

Eine lang anhaltende niedrige Inflationsrate birgt die Gefahr, in eine Deflation abzurutschen, bei der es zu wirtschaftlicher Stagnation und einer längeren Phase hoher Arbeitslosigkeit mit niedrigem Wachstum kommen kann.² Die Zentralbank kann einer solchen Situation mit konventionellen geldpolitischen Instrumenten kaum mehr begegnen.³

Die Entwicklung der Inflationserwartungen und deren Verankerung ist für Zentralbanken von besonderer Bedeutung, da die erwartete Teuerungsrate in Lohn- und Preissetzungen von Unternehmen sowie Konsum- und Investitionsentscheidungen von Haushalten einfließt. Sie ist daher eine wesentliche Bestimmungsgröße für die Entwicklung der tatsächlichen Inflation. Das Inflationsziel definiert die EZB in ihrer Kommunikation

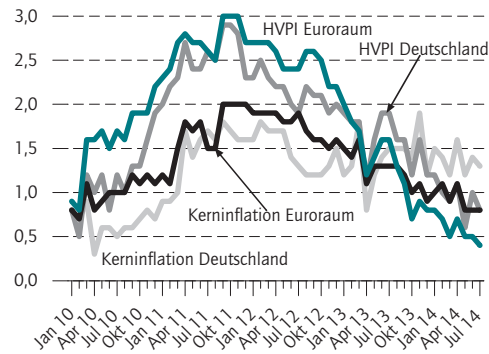
¹ Die aktuellen Kerninflationssraten für August lagen bei Redaktionsschluss noch nicht vor.

² Siehe dazu auch den Eintrag Deflation im DIW Glossar, www.diw.de/de/diw_01.c.462974.de/deflation.html.

³ Siehe auch Bernoth, K., Fratzscher, M., König, P. (2014): Schwache Preisentwicklung und Deflationsgefahr im Euroraum: Grenzen der konventionellen Geldpolitik. DIW Wochenbericht Nr. 12/2014.

Abbildung 1

Inflationsraten im Euroraum und in Deutschland
In Prozent



Quelle: EZB, Statistical Data Warehouse.

© DIW Berlin 2014

Die Inflationsrate im Euroraum liegt bereits seit März 2013 unter der Zielmarke der EZB und ist seitdem kontinuierlich gefallen.

auch in Bezug auf die Inflationserwartungen. Temporäre Abweichungen der tatsächlichen Inflationsrate sind also hinnehmbar, solange die erwartete Teuerungsrate in der mittleren Frist mit dem Preisstabilitätsziel vereinbar ist, also knapp unterhalb von zwei Prozent liegt beziehungsweise zwischen 1,7 und 1,9 Prozent.⁴

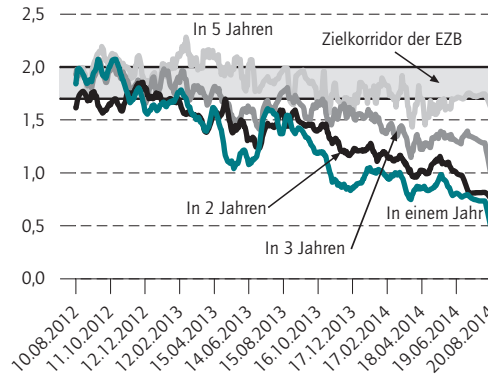
Inflationserwartungen werden im Wesentlichen durch eine glaubwürdige Zielverfolgung der Zentralbank verankert. Im Umkehrschluss signalisiert eine deutliche Abweichung der erwarteten von der angestrebten Teuerungsrate, dass das Vertrauen in die Fähigkeit der Notenbank, ihrem Mandat gerecht zu werden, sinkt – dies scheint gegenwärtig der Fall zu sein. Die aus Inflationsswaps abgeleiteten Inflationserwartungen im Euroraum liegen bei nur noch 0,44 Prozent für einen einjährigen Horizont, bei 0,74 Prozent für einen zweijährigen Horizont und bei 0,95 Prozent für einen dreijährigen Horizont und somit deutlich außerhalb des Zielkorridors der EZB (Abbildung 2).

Noch detaillierter lässt sich diese Entwicklung am *Survey of Professional Forecasters (SPF)* ablesen, in dessen Rahmen die EZB seit dem Jahr 1999 vierteljährlich rund 60 Teilnehmer zu ihrer Einschätzung über die Inflationsentwicklung für die nächsten ein bis fünf Jahre befragt. Die vorlie-

⁴ Siehe ECB (2003): Press seminar on the evaluation of the ECB's monetary policy strategy – Transcript of Questions and Answers. Dass das Inflationsziel der EZB in termini ihrer Inflationserwartungen definiert wird, macht die Aussage des ehemaligen Chefvolkswirts der EZB, Otmar Issing, deutlich: „(...) this 'close to 2%' is not a change, it is a clarification of what we have done so far, what we have achieved – namely inflation expectations remaining in a narrow range of between roughly 1.7% and 1.9% – and what we intend to do in our forward-looking monetary policy.“ www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2003/html/is030508_1.en.html.

Abbildung 2

Aus Inflationsswaps abgeleitete Inflationserwartungen
Gleitender 8-Tages-Durchschnitt in Prozent



Quellen: Thomson Reuters; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die aus Marktdaten abgeleiteten Inflationserwartungen für die mittlere Frist liegen nun schon seit geraumer Zeit unter dem Korridor, der mit der Definition von Preisstabilität der EZB vereinbar ist.

gende Untersuchung konzentriert sich auf die Inflationserwartungen mit einem Prognosehorizont von zwei Jahren, was der Definition einer mittleren Frist entsprechen dürfte. Die Experten werden jeweils nach ihrer Punktprognose gefragt, also ihrer Inflationserwartung ausgedrückt in einer einzelnen Zahl, sowie nach den Wahrscheinlichkeiten, mit der die Inflation innerhalb bestimmter vorgegebener Intervalle liegt. Dieser Surveyansatz nutzt aus, dass der Durchschnitt unabhängiger Expertenprognosen ein guter Schätzer für eine künftige Entwicklung ist.⁵ Darüber hinaus liefert die Streuung der Expertenschätzungen wertvolle Informationen über die Prognoseunsicherheit (Kasten 1).

Der SPF zeigt, dass der aus den Wahrscheinlichkeitsverteilungen berechnete Mittelwert nur unwesentlich von dem durchschnittlichen Punktschätzer abweicht (Abbildung 3). Die aus der Umfrage im zweiten Quartal 2014 ermittelte Inflationserwartung liegt mit 1,4 Prozent etwas höher als die aus den Inflationsswaps abgeleiteten Markterwartungen. Doch auch im Survey bestätigt sich, dass die erwartete Teuerung seit mehreren Quartalen rückläufig ist; seit Herbst 2013 liegen die Umfrageerwartungen unterhalb des Zielkorridors der EZB.

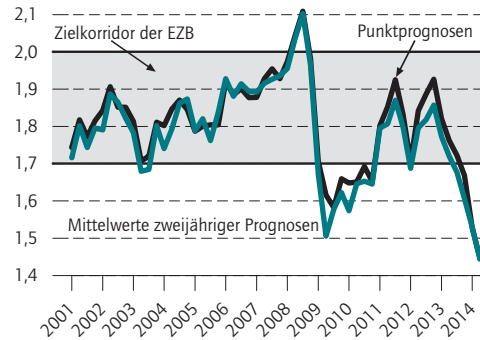
Zudem halten die befragten Experten eine Unterschreitung des Inflationsziels für immer wahrscheinlicher.

⁵ Vgl. zum Beispiel Surowiecki, J. (2007): Die Weisheit der Vielen: Warum Gruppen klüger sind als Einzelne und wie wir das kollektive Wissen für unser wirtschaftliches, soziales und politisches Handeln nutzen können. Gütersloh; Herzog, S. M., Hertwig, R. (2014): Harnessing the wisdom of the inner crowd. Trends in Cognitive Sciences (im Druck), doi:10.1016/j.tics.2014.06.009.

Abbildung 3

Punktschätzer und Mittelwert der SPF-Prognosen für die Inflation in zwei Jahren

Durchschnitt individueller Angaben in Prozent



Quellen: Survey of Professional Forecasters (EZB); Berechnungen des DIW Berlin.

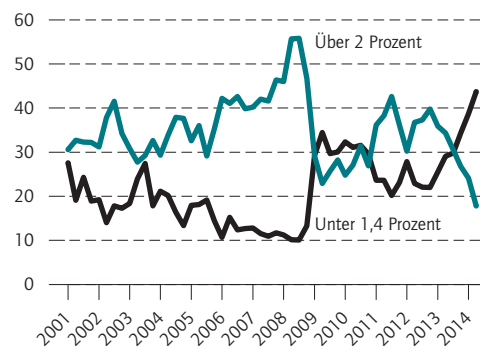
© DIW Berlin 2014

Auch die Surveyumfragen liegen bereits seit Ende letzten Jahres unter der Zielmarke der EZB.

Abbildung 4

Wahrscheinlichkeit hoher und niedriger Inflation

Durchschnitt individueller Wahrscheinlichkeitsangaben in Prozent



Quellen: Survey of Professional Forecasters (EZB); Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die Wahrscheinlichkeit für niedrige Inflationsraten von unter 1,4 Prozent nahm zuletzt deutlich zu.

Seit dem dritten Quartal 2013 gehen die Umfrageteilnehmer zum ersten Mal seit der Gründung der Währungsunion mit deutlich gesteigerter Wahrscheinlichkeit (40 Prozent) davon aus, dass die Teuerung in zwei Jahren unterhalb des Inflationsziels der EZB liegen könnte (Abbildung 4).

Kasten 1

Unsicherheitsindikatoren auf Basis der Inflationsprognosen des Survey of Professional Forecasters

Auf Basis der Ergebnisse der *Survey of Professional Forecasters (SPF)*, einer seit dem Jahr 1999 vierteljährlich bei etwa 60 Experten (Institutionen und Wissenschaftler) stattfindenden Panel-Erhebung der Europäischen Zentralbank mit immer wieder denselben Experten, können in der Literatur üblicherweise verwendete statistische Unsicherheitsfaktoren berechnet werden.¹ Dabei bezeichnet n die Anzahl der befragten Experten. Der Experte i gibt eine Wahrscheinlichkeit p_{kit} an, mit der sich seiner Meinung nach die Inflation zum Zeitpunkt t im Intervall k befinden wird.

Statische Unsicherheit

Die statische Unsicherheit θ_t entspricht der Quadratwurzel der durchschnittlichen Varianz σ_i^2 der individuellen Wahrscheinlichkeitsverteilungen zu einem bestimmten Zeitpunkt:

$$\theta_t = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \sigma_i^2}, \quad t = 1, \dots, T$$

Ist die individuelle Wahrscheinlichkeitsverteilung im Durchschnitt breit gestreut, so ist die allgemeine Unsicherheit über die erwartete Inflationshöhe hoch. Ist die Wahrscheinlichkeitsverteilung sehr eng, so ist die Unsicherheit im Allgemeinen niedrig (Abbildung).

¹ Für einen genaueren Überblick über die verschiedenen Umfrageindikatoren siehe Giordani, P., Soderlind, P. (2003): Inflation forecast uncertainty. *European Economic Review*, vol. 47(6); sowie Dovern, J., Fritsche, U., Slacalek, J. (2012): Disagreement among Forecasters in G7 Countries. *The Review of Economics and Statistics*, 94(4), 1081-1096.

Auch die Uneinigkeit der Befragten nahm mit der Verschärfung der weltweiten Finanzkrise zwischen Herbst 2008 und Ende 2009 deutlich zu (Abbildung 5). In diesem Zeitraum wichen die Einschätzungen zur Entwicklung der Teuerung für die kommenden zwei Jahre sehr stark voneinander ab. Eine hohe Uneinigkeit signalisiert, dass auch die Entscheidungen (Preis-, Lohn-, Konsumentscheidungen) der einzelnen Wirtschaftsakteure im Euroraum sehr unterschiedlich ausfallen können. Unterschiedliche Inflationsprognosen können auch regionale Unterschiede widerspiegeln, die es der EZB zu-

Dynamische Unsicherheit

Die dynamische Unsicherheit v_t misst die durchschnittliche Standardabweichung der Punktschätzer $\hat{\pi}_{it}$ der Experten über ein Zeitfenster von zwei Jahren:

$$v_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\sqrt{\frac{1}{8} \sum_{\tau=-4}^3 (\hat{\pi}_{it+\tau} - \bar{\pi}_i)^2} \right), \quad t = 1, \dots, T$$

wobei $\bar{\pi}_i$ den durchschnittlichen Punktschätzer eines Experten i im entsprechenden Zeitfenster bezeichnet. Dieser Indikator gibt an, wie stark die Punktschätzungen der Experten über einen Horizont von zwei Jahren schwanken. Ist der Indikator niedrig, so sind die Inflationserwartungen der Experten über die Zeit relativ stabil.

Uneinigkeit

Die Uneinigkeit p_t misst die durchschnittliche Standardabweichung der Punktschätzer $\hat{\pi}_i$ zu einem bestimmten Zeitpunkt:

$$p_t = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (\hat{\pi}_{it} - \hat{\pi}_{At})^2}, \quad t = 1, \dots, T$$

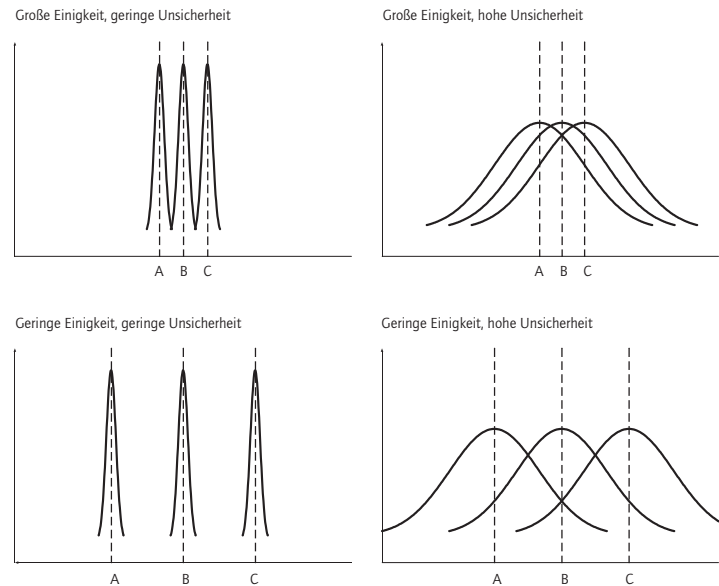
wobei $\hat{\pi}_{At}$ der Mittelpunkt der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung ist und somit die durchschnittliche Inflationsprognose aller Experten angibt. Je weiter die Inflationsprognosen der Experten auseinander liegen, desto höher ist die Uneinigkeit und desto größer der Indikator. In der verwandten Literatur wird dieser Indikator häufig als die Hälfte der Differenz zwischen dem 16-Prozent- und 84-Prozent-Perzentil der individuellen Inflationvorhersagen berechnet. Wenn die Vorhersagen der Experten normalverteilt sind, entspricht diese Berechnung der gewöhnlichen Standardabweichung. Der Vorteil ist jedoch, dass dieses Maß die Präsenz von Ausreißern in der Inflationsumfrage – also übertrieben positive oder negative Inflationprognosen – korrigiert.

nehmend erschweren, eine einheitliche und optimale Geldpolitik für den gesamten Euroraum festzulegen. Seit Ende 2009 nimmt die Uneinigkeit allerdings kontinuierlich ab und befindet sich seit dem dritten Quartal 2013 wieder auf einem durchaus mit der Zeit vor der Krise vergleichbaren Niveau.

Anders verhält es sich mit der Unsicherheit bei individuellen Inflationsprognosen: Seit Ausbruch der Krise ist die durchschnittliche Streuung der Erwartungen gestiegen und seitdem auf einem höheren Niveau ver-

Abbildung

Mögliche Kombinationen von Einigkeit und Unsicherheit



Quelle: Darstellung des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Um die Determinanten der Erwartungen zu untersuchen, wurden zwei Zeitreihenmodelle geschätzt, in denen jeweils die statischen Unsicherheitsfaktoren und die Uneinigkeit erklärende Variable verwendet wurden.² Die potentiellen Determinanten sind das gegenwärtige Inflationsniveau, der VSTOXX als Maß für die Unsicherheit auf den Finanzmärkten, das Kreditvolumen sowie die Produktionslücke als Maß für die Konjunkturlage.³

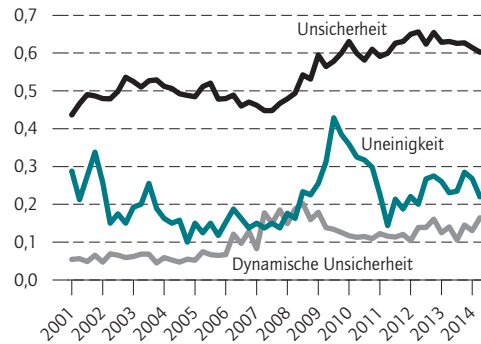
2 Wir verwenden in der Regressionsanalyse nicht den dynamischen Unsicherheitsindikator als zu erklärende Variable, da dieser aufgrund seiner Konstruktion ein überlappendes Datenproblem aufweist.

3 Siehe Tabelle 1 des Berichts.

blieben (statische Unsicherheit). Die befragten Experten halten somit im Vorkrisenvergleich eine deutlich größere Bandbreite zukünftiger Teuerungsraten für möglich. Auch im Zeitverlauf hat die Unsicherheit (dynamische Unsicherheit) der Befragten zugenommen: Seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise revidieren sie ihre Inflationserwartungen deutlich häufiger. Diese Entwicklungen rechtfertigen durchaus eine auf *Forward Guidance* ausgerichtete Kommunikationsstrategie, wie sie die EZB seit Juli 2013 einsetzt: Sie soll die Unsicherheit der Wirtschaftsakteure über zukünftige

Abbildung 5

Indikatoren für den Grad der Inflationsverankerung



Quellen: Survey of Professional Forecasters (EZB); Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die Uneinigkeit unter den SPF-Befragten hat während der Krise zugenommen, ist seitdem jedoch wieder gesunken.

geldpolitische Entscheidungen durch explizite, in die Zukunft gerichtete Hinweise reduzieren.⁶

Die derzeit unsicheren Inflationsprognosen und die deutlich unterhalb des angestrebten Ziels liegenden Inflationserwartungen lassen die wiederholte Aussage der EZB, dass die Inflationserwartungen im Euroraum fest verankert seien, fragwürdig erscheinen.⁷ Im Gegenteil: Die aktuellen Entwicklungen zeigen, dass sich die Inflationserwartungen immer weiter von der Zielvorgabe der EZB entfernen und dementsprechend nicht mehr fest verankert sind. Hinzu kommt, dass es einen Zusammenhang zwischen der Konjunkturlage und den beschriebenen Indikatoren gibt, wie eine Regressionsanalyse zeigt (Tabelle 1). In Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs sinkt die Uneinigkeit der Experten über die zu erwartende Teuerungsrate und auch die Unsicherheit, mit der die Befragten ihre Inflationsprognose treffen. Einerseits lässt dies zwar darauf schließen, dass mit einer erwarteten leichten Verbesserung der Konjunkturlage im Euroraum die Inflationsprognosen wieder

⁶ Für eine kurze Erläuterung des Konzepts der *Forward Guidance* siehe Fichtner, F. et al. (2013): Die EZB und Forward Guidance. In: Herbstgrundlinien 2013. DIW Wochenbericht Nr. 38/2013, 37.

⁷ So zum Beispiel EZB (2014): Monatsbericht August 2014. 6: „Die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen für das Eurogebiet sind indessen weiterhin fest auf einem Niveau verankert, dass mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerung unter, aber nahe 2% zu halten.“ Im Vergleich zu bisherigen offiziellen Stellungnahmen bewertete EZB-Präsident Draghi in seiner Rede vor der Notenbanker-Konferenz in Jackson Hole am 22. August die aktuelle Entwicklung der Inflationserwartungen im Euroraum allerdings deutlich kritischer. Siehe Draghi, M. (2014): Unemployment in the Euro Area. Annual Central Bank Symposium in Jackson Hole, www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html. Während der Pressekonferenz am 4. September bekräftigte der EZB-Präsident auf die Frage eines Journalisten hin allerdings, dass die Inflationserwartungen im Euroraum weiterhin verankert seien.

Tabelle 1

Determinanten der Inflationserwartungen

2-jährige Inflationsprognose

	Uneinigkeit	Statische Unsicherheit
Inflation ¹	-0,024*	0,025***
VSTOXX ²	0,002	0,000
Produktionslücke ³	-0,009**	-0,028***
Kreditvolumen ⁴	0,021	0,027***
Konstante	0,143**	0,364***
R ²	0,44	0,94

¹ Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene jährliche Inflation (in Prozent).

² Volatilitätsindex für den Euro Stoxx 50.

³ Abweichung zwischen Produktionsniveaus und Produktionspotential (in Prozent).

⁴ In Billionen Euro.

Signifikanzen: * 10%-Niveau, ** 5%-Niveau, *** 1 %-Niveau.

Quellen: Survey of Professional Forecasters (EZB); EZB; Europäische Kommission; Thomson Reuters; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Befindet sich die Wirtschaft im Aufschwung, sinkt die Uneinigkeit und die Unsicherheit über die Inflationserwartungen.

mit weniger Unsicherheit getroffen werden dürften, wodurch die Geldpolitik der EZB wieder an Effektivität gewinnen sollte. Andererseits ist ein solcher Zusammenhang durchaus problematisch: Die Inflationserwartungen sollten ja gerade möglichst unabhängig von der aktuellen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sein, damit die Zentralbank die Wirtschaft mit geldpolitischen Maßnahmen effektiv stabilisieren kann. Gleichzeitig signalisiert ein solcher Zusammenhang fehlende Glaubwürdigkeit. Erwarten die Wirtschaftsakteure, dass die Zentralbank entschieden gegen etwaige Schwankungen der Teuerungsrate vorgeht, dann kann zwar die tatsächliche Inflationsrate immer noch schwanken, jedoch sollten die mittelfristigen Inflationserwartungen nicht oder nur wenig davon beeinflusst werden.

Geld- und Kreditentwicklung

Genau wie die Preise entwickeln sich auch die Geld- und Kreditaggregate im Euroraum wenig dynamisch, obwohl sich die Lage am aktuellen Rand leicht zu verbessern scheint. So stieg die jährliche Wachstumsrate der breitgefassten Geldmenge M₃ im Juli verglichen mit dem Vormonat zwar um 0,2 Prozentpunkte, liegt mit 1,8 Prozent aber noch immer unterhalb ihres Vorkrisenniveaus und auch deutlich unterhalb des Referenzwertes von 4,5 Prozent Geldmengenwachstum.⁸

⁸ M₃ stellt für die geldpolitische Strategie der EZB die zentrale Referenzgröße der Geldmenge dar.

Dies geht unter anderem einher mit einem fortgesetzten Rückgang der Kreditvergabe im Euroraum, insbesondere an private Haushalte und Unternehmen. Dieser Rückgang scheint sich am aktuellen Rand zwar etwas zu verlangsamen: Die jährliche Änderungsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen fiel im Juni und Juli mit -2,2 Prozent etwas höher aus als im Mai (-2,6 Prozent) und im April (-2,8 Prozent), während die jährliche Änderungsrate der Buchkredite an private Haushalte von 0,4 Prozent im Mai auf 0,5 Prozent im Juni minimal stieg und seitdem unverändert ist. Laut aktueller Ergebnisse des *Bank Lending Survey (BLS)* der EZB erwarten zudem knapp mehr als die Hälfte der befragten Banken, dass die Vergaberichtlinien für Kredite an den privaten Sektor im kommenden Quartal weiter gelockert werden. Allerdings sind die Kreditrichtlinien im Euroraum im historischen Vergleich aktuell noch immer sehr streng.⁹ Dennoch rechnen die Banken damit, dass vor allem Unternehmen künftig wieder mehr Kredite nachfragen werden.¹⁰

Auch die Ergebnisse einer EZB-Umfrage unter europäischen Unternehmen, der *Survey on Access to Finance (SAFE)*, zeigte zuletzt eine Entspannung der Kreditvergabe im Euroraum. Die aggregierten Zahlen sollten aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Kreditsituation in einigen Ländern des Euroraums noch immer angespannt ist; dies gilt vor allem für kleine und mittlere Unternehmen in den Krisenländern (Abbildung 6).¹¹ Diese Heterogenität spiegelt sich auch in den Kreditkosten wider. So besteht beispielsweise bei den Zinsen für nicht-finanzielle Unternehmen nach wie vor eine deutliche Spreizung zwischen Krisen- und Nicht-Krisenländern (Abbildung 7).

Die Entwicklung der Preise, der Geldmenge und der Kreditvergabe deutet also – auch wenn sich am aktuellen Rand eine leichte Belebung abzeichnet – auf eine Fortsetzung der seit März 2013 sinkenden Inflationsraten hin; entsprechend bestehen auch für die Inflationserwartungen weiterhin deutliche Abwärtsrisiken und die Gefahr einer weiteren Entkoppelung von der Zielinflationsrate. Ein Abrutschen in eine Deflation stellt daher nach wie vor ein nicht zu vernachlässigendes Risiko dar.

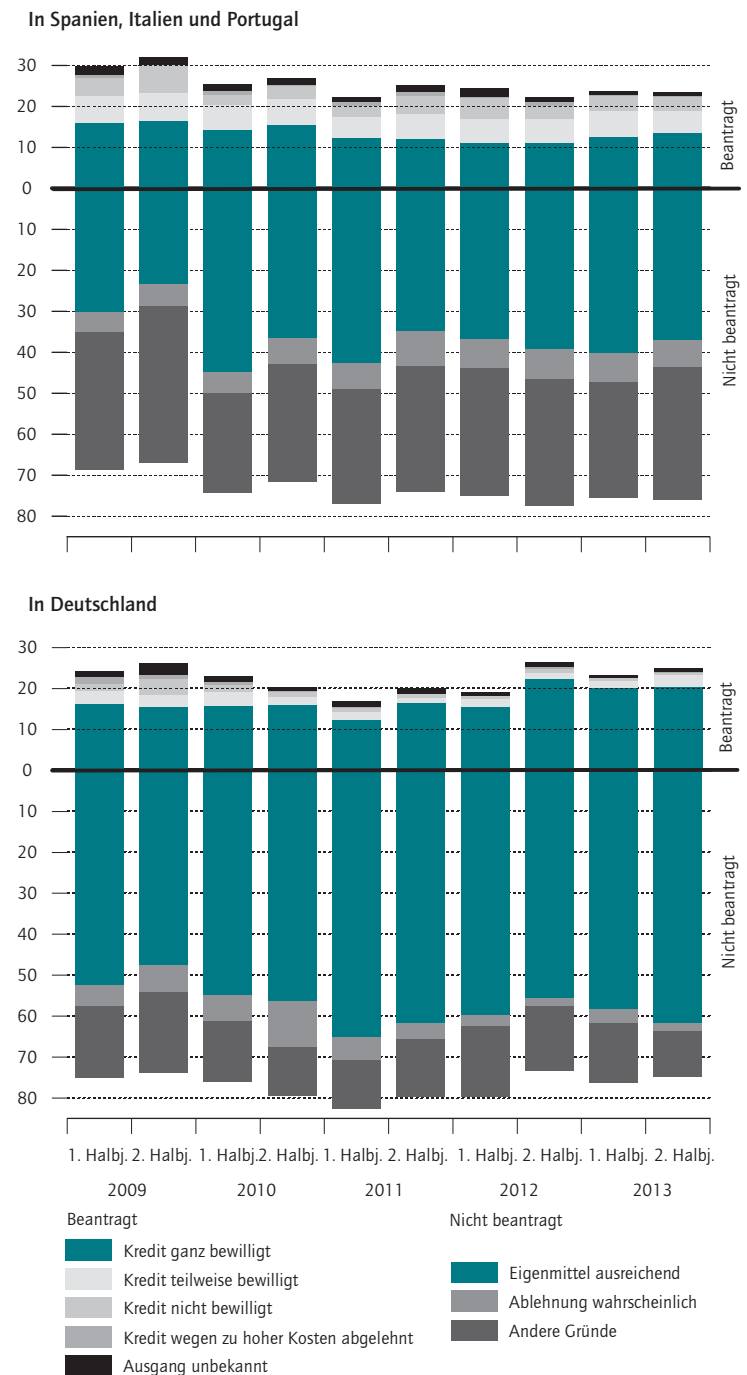
Maßnahmen der EZB

Um der Inflationsentwicklung und der weiterhin recht angespannten Kreditsituation im Euroraum entgegen-

Abbildung 6

Kreditsituation kleiner und mittlerer Unternehmen

Anteile in Prozent



Quelle: Survey of Access to Finance of Enterprises (SAFE).

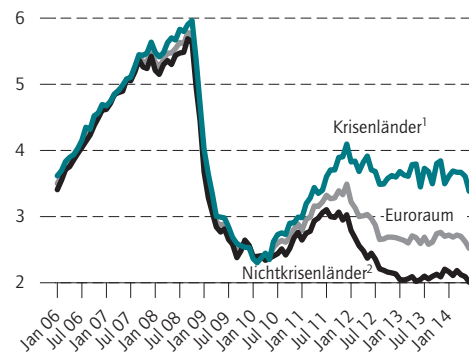
Die Eigenkapitalausstattung in den Krisenländern ist deutlich schlechter als in Deutschland.

9 Siehe dazu Bundesbank (2014): Zum Niveau der Kreditstandards im Bank Lending Survey. Monatsbericht August 2014, 46–49.
 10 ECB (2014): The Euro Area Bank Lending Survey – 2nd Quarter 2014.
 11 Bundesbank (2014): Finanzierungsumfeld von kleinen und mittleren Unternehmen im Euroraum. Monatsbericht Mai 2014, 41–43.

Abbildung 7

Kreditzinsen (Neugeschäft) für nichtfinanzielle Unternehmen

In Prozent, volumengewichteter Durchschnitt



1 Ohne Griechenland und Zypern.
 2 Ohne Luxemburg, Malta, Estland, Slowakei und Lettland.
 Quelle: EZB, Statistical Data Warehouse.

© DIW Berlin 2014

Die Kreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen in den Krisenländern liegen weiterhin deutlich oberhalb des Euroraumdurchschnitts und der Kreditzinsen in den Nichtkrisenländern.

zutreten, hat der EZB-Rat im Juni und September umfangreiche Maßnahmen beschlossen.

Zinssenkung und Stärkung der Forward Guidance

Mit der Entscheidung, die Leitzinsen weiter zu senken und den Zinskorridor zu verkleinern, hat die EZB ihre Geldpolitik nochmals gelockert. Der Spitzenrefinanzierungssatz wurde im Juni um 35 Basispunkte auf 0,4 Prozent gesenkt und der Hauptrefinanzierungssatz sowie der Einlagensatz um jeweils zehn Basispunkte auf 0,15 Prozent beziehungsweise -0,1 Prozent. Seitdem müssen Geschäftsbanken, die ihr Geld sicher bei der Zentralbank parken möchten, erstmals Zinsen auf die Haltung von Überschussreserven zahlen.¹² Im September wurden sämtliche Leitzinsen erneut um zehn Basispunkte gesenkt. Der Hauptrefinanzierungssatz liegt demnach nun bei 0,05 Prozent, der Spitzenrefinanzierungssatz bei 0,3 Prozent und der Einlagensatz bei -0,2 Prozent.

Die Auswirkungen des negativen Einlagensatzes auf Geldmarktaktivität und Überschussliquidität lassen sich noch nicht genau abschätzen. Theoretisch würde man

¹² Der negative Zins findet ebenfalls Anwendung auf Guthaben, die auf den Reservekonten gehalten werden und über die Mindestreserve hinausgehen. Als Überschussreserven wird hier die Summe dieser Guthaben sowie der in der Einlagefazilität gehaltenen Reserven bezeichnet.

Kasten 2

Negative Zinsen

Der EZB-Rat hat den Einlagezins auf seiner Sitzung am 5. Juni 2014 auf -0,1 Prozent gesenkt und damit die Nullzinsgrenze durchbrochen. Eine solche Maßnahme galt lange Zeit als nicht praktikabel: Negativzinsen könnten niemals eine Wirkung entfalten, da gewinnmaximierende Akteure es immer vorziehen würden, stattdessen liquide Mittel zu horten. Tatsächlich aber ist die Hortung großer Geldmengen mit Kosten, beispielsweise für Lagerung oder Diebstahlsicherung verbunden, sodass die Inkaufnahme von nur leicht negativen Zinsen unter Umständen durchaus gewinnmaximierend sein kann.

Die Idee negativer Zinsen ist keineswegs neu. Bereits um die Jahrhundertwende hatte der deutsche Sozialreformer und Kaufmann Silvio Gesell vorgeschlagen, Geld faktisch mit Negativzinsen zu belegen, um so dessen Umlaufgeschwindigkeit zu erhöhen und Konsumaufschübe zu verhindern. Trotz prominenter Unterstützer wie John Maynard Keynes und Irving Fisher blieb Gesells Vorschlag allerdings weitgehend unbeachtet.¹

Im Juli 2009 sorgte die schwedische Riksbank für Schlagzeilen, als sie den Zinssatz für siebentägige Einlagen auf -0,25 Prozent herabsetzte. Gleichzeitig wurde der Repozinssatz auf 0,25 Prozent gesenkt. Auf diese Weise wollte die

¹ Buiter, W., Panigirtzoglou, N. (1999): Liquidity Traps: How to Avoid Them and How to Escape Them. Bank of England, London, 18-22.

erwarten, dass die Überschussliquidität¹³ sinkt, wenn der Anreiz für Banken steigt, diese auf dem Interbankenmarkt anzubieten, sodass gleichzeitig auch die Inanspruchnahme der Zentralbankfazilitäten sinken kann. Weil die EZB jedoch im Juni und September den Einlagen- und Hauptrefinanzierungssatz im jeweils selben Maße gesenkt hat, ist die Spreizung zwischen diesen Zinsen, die die Opportunitätskosten – also die entgangenen Erlöse – bei der Hortung von Liquidität bei der Notenbank messen, konstant geblieben. So ist der Anreiz zur Kreditvergabe auf dem Interbankenmarkt nicht notwendigerweise gestiegen; die Verkleinerung des Zinskorridors durch die relativ stärkere Senkung des Spitzenrefinanzierungssatzes im Juni könnte längerfristig sogar das Gegenteil bewirken. Durch die Ver-

¹³ Die Überschussliquidität entspricht den Einlagen auf den Reservekonten der Geschäftsbanken bei der EZB zuzüglich der Nettoinanspruchnahme der ständigen Fazilitäten abzüglich der durchschnittlichen Mindestreserven.

Riksbank der Deflation entgegenwirken und den Interbankenmarkt wiederbeleben. Banken sollten durch die niedrigen beziehungsweise negativen Zinsen dazu bewegt werden, sich auf der Suche nach höheren Renditen wieder verstärkt am Kreditmarkt zu betätigen. Da der Zinssatz für täglich fällige Einlagen mit 0,15 Prozent aber weiterhin positiv blieb, war der Strafzins auf die ohnehin kaum gefragte siebentägige Einlagefazilität jedoch vor allem symbolischer Natur.²

Drei Jahre später senkte die dänische Nationalbank ebenfalls den Zinssatz für ihre siebentägige Einlagefazilität von 0,05 auf -0,2 Prozent (später -0,1 Prozent).³ Zur Entlastung des Bankensektors wurden die sogenannten zulässigen Reserveguthaben der Banken, die mit null Prozent verzinst werden, auf insgesamt 9,35 Milliarden Kronen verdreifacht. Da die Banken Einlagezertifikate und Reservekontenguthaben im Umfang von insgesamt etwa 25 Milliarden Kronen (umgerechnet rund 2,8 Milliarden Euro) bei der Nationalbank hielten, konnten sie nur einen Bruchteil ihrer Einlagefazilitäten auf ihre jeweiligen Reservekonten umschichten.⁴ In Dänemark hatten

² Gareis, J. (2014): Special Report, Economic Research – The ECB and Negative Deposit Rates: What Does Central Bank History Tell? Natixis und Sveriges Riksbank, Paris. Repo Rate Cut to 0.25 percent. www.riksbank.se/en/Press-and-published/Press-Releases/2009/Repo-rate-cut-to-025-per-cent.

³ Hüttl, P. (2014): Negative Deposit Rates: The Danish Experience. www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1339-negative-deposit-rates-the-danish-experience/.

⁴ Acher, J., Michelson, O. (2012): Update 3 – Denmark Sets Negative Interest Rate for First Time. uk.reuters.com/article/2012/07/05/denmark-rates-idUKL6E815A8520120705.

die Negativzinsen somit eine deutlich größere Tragweite als in Schweden.

Mit ihrer Zinssetzung verfolgte die dänische Nationalbank allerdings auch gänzlich andere Ziele als die Riksbank. Zum einen wollte sie die Anbindung der „Fluchtwährung“ Krone an den kriselnden Euro beibehalten.⁵ Allerdings führte der negative Einlagezins in Dänemark weder zu Änderungen der Zinssätze im Privatkundengeschäft, noch zu einem Zuwachs an Interbankenkrediten. Die Umlaufrendite für Staatsanleihen mit dreimonatiger Laufzeit sank zwar zunächst auf ein historisches Tief von rund -0,5 Prozent, pendelte sich danach aber in etwa auf Höhe des Einlagezinses ein.⁶

Die dänische Notenbank beendete die Phase negativer Zinsen im April 2014. Der Grund hierfür dürfte der mit abnehmender Überschussliquidität einhergehende graduelle Anstieg der kurzfristigen Zinsen im Eurogebiet sein, der unter anderem den Abwertungsdruck auf die Krone erhöhte.

⁵ In der Tat markierte die Einführung des negativen Einlagezinses Mitte 2012 auch das Ende der Kapitalzuflüsse aus dem Ausland. Die Krone wertete gegenüber dem Euro ab und erreichte schon bald wieder die gewünschte Parität. Allerdings ist diese Entwicklung womöglich eher als Aufwertung des Euros infolge der berühmten „whatever-it-takes-Rede“ des EZB-Präsidenten zum selben Zeitpunkt geschuldet, da der Euro nicht nur gegenüber der Krone, sondern auch gegenüber Dollar und Pfund aufwertete.

⁶ Hüttl, P. (2014), a. a. O.

kleinerung des Korridors wird zum einen die Volatilität der kurzfristigen Marktzinsen gesenkt, zum anderen aber auch tendenziell das Handelsvolumen am Interbankenmarkt reduziert: Je enger der Korridor, desto unattraktiver ist die Kreditaufnahme beziehungsweise -vergabe auf dem Interbankenmarkt.¹⁴ Die Erfahrung zeigt außerdem, dass bei den wenigen Fällen, in denen Zentralbanken in der Vergangenheit Negativzinsen eingeführt haben, die Wirkung auf den Interbankenhandel und die Marktzinsen nur sehr gering waren (Kasten 2). In Folge der Zinssenkung der EZB im Juni war allerdings zu beobachten, dass die Geldmarktzinsen in der Folge stärker als die Leitzinsen sanken: Während die Spreizung zwischen dem kurzfristigen Geldmarktsatz EONIA und dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB im

¹⁴ Siehe auch Eser, F., Amaro, M., Iacobelli, S., Rubens, M. (2012): The Use of the Eurosystem's Monetary Policy Instruments and Operational Framework since 2009. ECB Occasional Paper Series No. 135, 45.

April und Mai im Durchschnitt rund 0,2 Basispunkte betrug, fiel sie seit der Zinssenkung auf durchschnittlich rund minus neun Basispunkte.¹⁵ Worauf dieses Unterschießen der Marktzinsen zurückzuführen ist, kann angesichts der Fülle der Maßnahmen der EZB nicht mit hinreichender Genauigkeit bestimmt werden. Eine Möglichkeit ist die gestiegene Überschussliquidität,¹⁶ da der Zusammenhang zwischen Überschussliquidität und der Zinsspreizung üblicherweise nichtlinear

¹⁵ Bei einer effektiven Zinssteuerung sollten die Zinsen einander entsprechen. Hohe Überschussliquidität führt üblicherweise dazu, dass der EONIA unterhalb des Hauptrefinanzierungssatzes liegt und die Spreizung negativ wird.

¹⁶ Die EZB beendete im Juni ebenfalls die Sterilisierung der Liquidität die den Märkten durch die Ankäufe von Staatsanleihen unter dem SMP-Programm zugeführt wurde. Dadurch flossen dem Geldmarkt brutto rund 108 Milliarden Euro zusätzlicher Liquidität zu. Da gleichzeitig jedoch die Inanspruchnahme der wöchentlichen Refinanzierungsgeschäfte sank und die autonomen Liquiditätsfaktoren aufgrund höherer Einlagen von Zentralstaaten bei der Notenbank anstiegen, dürfte der Nettoeffekt deutlich geringer ausgefallen sein und bei rund 20 Milliarden Euro liegen.

ist, so dass selbst ein kleiner Anstieg der Liquidität zu einem deutlichen Zinseffekt führen kann.¹⁷

Zur Stärkung der Forward Guidance hat der EZB-Rat im Juni außerdem beschlossen, seine geldpolitischen Operationen weiterhin mit Vollzuteilung zu einem festen Zinssatz durchzuführen. Bis mindestens Ende 2016 stellt die europäische Notenbank den Geldinstituten unter gewissen Voraussetzungen also weiter Liquidität in unbegrenztem Umfang zur Verfügung.¹⁸ Mit diesem Beschluss verdeutlicht die EZB, dass einem Aufschwung im Euroraum auch in Zukunft keine etwaigen Liquiditätsengpässe im Bankensektor entgegenstehen sollen und dass sie ein Umfeld höherer Überschussliquidität und dementsprechend Marktzinsen unterhalb des Hauptrefinanzierungssatzes weiterhin akzeptieren wird. Allerdings konnten sowohl die bisherige Forward Guidance als auch das historisch niedrige Zinsniveau den Rückgang der Teuerungsrate und die Abkoppelung der Inflationserwartungen von der Zielinflation nicht verhindern. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen ist die Fortführung des bisherigen geldpolitischen Kurses einerseits zu begrüßen; andererseits ist es fraglich, ob diese Maßnahmen ausreichen werden, um Inflation und Inflationserwartungen wieder zum Ziel zurückzuführen.

Verbesserung der Kreditvergabe an Privatsektor

Die Kreditsituation der privaten Haushalte und Unternehmen versucht die EZB durch sogenannte gezielte längerfristige Operationen (TLTROs) zu verbessern. Dabei handelt es sich um langfristige Refinanzierungsgeschäfte, bei denen sowohl die Teilnahme als auch die Höhe der Kreditaufnahme (und eine etwaige vorzeitige Rückzahlung) direkt an die Kreditvergabe der Banken an den privaten Sektor gekoppelt sind. Anders als bei den zuvor von der EZB angebotenen mehrjährigen Refinanzierungsgeschäften ist der Zins für die Geschäftsbanken in diesem Fall über die Laufzeit der Operationen fixiert und entspricht dem zum Zeitpunkt der Zuteilung geltenden Hauptrefinanzierungssatz zuzüglich eines Aufschlags von zehn Basispunkten. Diese Zinsfixierung kann als weiteres Instrument der Forward Guidance angesehen werden, womit die EZB den teilnehmenden Geschäftsbanken Zinssicherheit für die Laufzeit der Operationen garantiert und damit auch die Zinserwartungen steuert.

Die ersten beiden TLTROs sind für September und Dezember 2014 geplant. Banken können sich zunächst

¹⁷ Eser, F. et al. (2009), a.a.O.

¹⁸ Banken können sich allerdings faktisch nicht unbegrenzt Zentralbankgeld leihen. Der maximale Betrag pro Bank wird durch die von der Bank gehaltenen zentralbankfähigen Sicherheiten bestimmt. Für eine Übersicht des Liquiditätsmanagements der EZB seit Ausbruch der Krise siehe Fratzscher, M., König, P., Lambert, C. (2014): Liquiditätsmanagement des Eurosystems während der Krise. DIW Wochenbericht Nr. 44/2013.

Zentralbankgeld bis zur Höhe von sieben Prozent ihrer im April 2014 ausstehenden Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen und Haushalte (wobei Immobilienkredite ausdrücklich ausgenommen sind) leihen. In weiteren vorläufig bis Juni 2016 vierteljährlich stattfindenden TLTROs können sich Banken darüber hinaus in begrenztem Umfang weiteres Zentralbankgeld leihen. Das Kreditlimit wird anhand der Veränderung der Kreditvergabe an den privaten Sektor zwischen Mai 2014 und dem Zeitpunkt der jeweiligen TLTROs bestimmt. Unterschreitet der Anstieg der Nettokreditvergabe einer Bank bis April 2016 einen (individuell bestimmten) Schwellenwert, so muss das Kreditinstitut sämtliche TLTRO-Kredite bereits im September 2016 zurückzahlen.¹⁹ In allen anderen Fällen endet die Laufzeit im Dezember 2018.

Bis jetzt spricht einiges dafür, dass die TLTROs keinen sehr großen Effekt auf die Kreditvergabe im Euroraum haben werden. Zum einen besteht das Risiko, dass die Liquidität aus den TLTROs nicht dorthin gelangt, wo der Bedarf besonders hoch ist. Die EZB spricht in Bezug auf die ersten beiden Operationen von potentiell rund 400 Milliarden Euro an zusätzlicher Liquidität für den gesamten Euroraum. Das entspräche gut zwei Dritteln des Kreditrückgangs seit Januar 2009.²⁰ Am stärksten reduzierten spanische Banken ihren Kreditbestand, um insgesamt knapp 400 Milliarden Euro (Abbildung 8). Nach den Maßgaben der TLTRO-Regeln dürften diese während der ersten beiden Operationen jedoch nur Anspruch auf rund 54 Milliarden Euro haben.²¹ Zum Vergleich: Die Kreditvergabe in Deutschland ging seit dem Jahr 2009 nur um rund 40 Milliarden Euro zurück. Auf Basis ihres Kreditbestandes im April 2014 haben deutsche Banken jedoch Anspruch auf rund 95 Milliarden Euro (Abbildung 9).

Hinzu kommt, dass die Verfügbarkeit zusätzlicher Liquidität keine hinreichende, sondern allenfalls eine notwendige Bedingung für eine Ausweitung des Kreditangebots ist. Eine Reihe weiterer Faktoren, zum Beispiel die Kreditwürdigkeit der jeweiligen Kreditnehmer, die Risikobereitschaft und die Risikoposition der Bank oder das makroökonomische Umfeld spielen ebenfalls eine gewichtige Rolle bei der Entscheidung über Kreditverga-

¹⁹ Die Einzelheiten dieser Operationen sind beschrieben im entsprechenden Dokument der EZB: Modalities of the Targeted-Longer-Term-Refinancing-Operations. zu finden unter www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_2_Annex.pdf?802e8ef23d5fb5f60bd03a52d9c3c106.

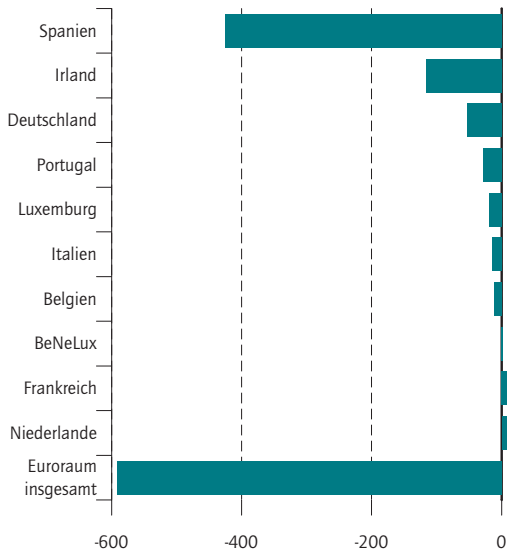
²⁰ Für eine Übersicht der Entwicklung der Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen im Euroraum und in einzelnen Ländern des Euroraums, siehe Fratzscher, M. et al. (2014), a. a. O.

²¹ Hier wird davon abstrahiert, dass spanische Banken sich auch in Bietergemeinschaften mit Banken aus anderen Ländern zusammenschließen könnten beziehungsweise durch Kreditaufnahme auf dem Interbankenmarkt indirekten Zugang zu TLTRO-Liquidität erhalten können, die in anderen Ländern aufgenommen wird.

Abbildung 8

Änderung des TLTRO-relevanten Kreditbestandes zwischen 2009 und April 2014

In Milliarden Euro



Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2014

Insgesamt ist das TLTRO-relevante Kreditvolumen zwischen 2009 und April 2014 im Euroraum um rund 600 Milliarden Euro gesunken.

ben. So ist beispielsweise in den Krisenländern der Anteil notleidender Kredite in den Bankbilanzen seit 2008 deutlich gestiegen, was nicht unerheblichen Einfluss auf das Kreditangebot der dortigen Banken haben dürfte.²²

In der derzeitigen Ausgestaltung der Geschäftskonditionen besteht bei den angekündigten TLTROs außerdem das Risiko, dass diese nicht immun gegen etwaige *Carry Trades* sind.²³ So haben Banken bereits die günstigen Gelder, die sie aus den vorherigen langfristigen Refinanzierungsgeschäften mit dreijährigen Laufzeiten erhalten haben, zum Erwerb höher verzinsten Staats-

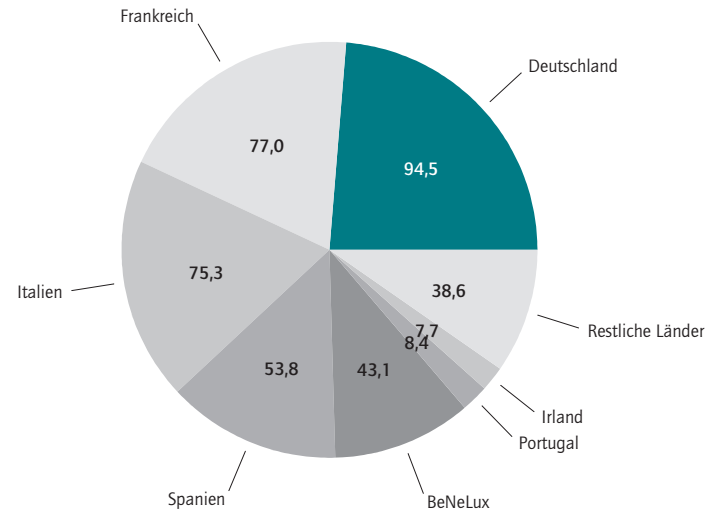
²² Siehe dazu auch Jimenez, G. et al. (2012): Credit Demand versus Supply: Bank and Firm Balance-Sheet Channels in Good and Crisis Times. Tilburg University, Center for Economic Research, Discussion Paper Nr. 2012-005. Ein Überblick des Bankensektors im Euroraum findet sich in Bremus, F., Lambert, C. (2014): Bankenunion und Bankenregulierung: Stabilität des Bankensektors in Europa. DIW Wochenbericht Nr. 26/2014; Fichtner, F. et al. (2014): Den Euroraum zukunftsfähig machen. DIW Wochenbericht Nr. 24/2014 bietet eine Übersicht über die Veränderung der notleidenden Kredite in Prozent der Bilanzsumme der Banken in den jeweiligen Ländern des Euroraums.

²³ Als *Carry Trades* werden spekulative Anlagestrategien bezeichnet, bei denen Investoren sich zu einem niedrigen Zins verschulden, um es gewinnbringend in eine Anlage mit höherem Zins anzulegen. Üblicherweise spricht man bei Fremdwährungsspekulationen von *Carry Trades*, wenn Investoren Geld in einer Währung mit einem niedrigen Zinssatz aufnehmen, um es in einer Währung mit einem höheren Zins anzulegen.

Abbildung 9

TLTRO-Kreditlimit nach Ländern

In Milliarden Euro



Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2014

Ein großer Teil der TLTRO-Kredite im September und Dezember 2014 dürfte deutschen, italienischen und französischen Banken zufallen.

anleihen der Krisenländer genutzt.²⁴ Die TLTROs, obwohl sie vermeintlich auf eine Verbesserung der Kreditsituation des privaten Sektors abzielen, könnten von den Geldinstituten genauso für den Erwerb von Staatsanleihen verwendet werden. Die Kriterien der EZB sind großzügig genug, sodass Banken aufgrund solcher *Carry Trades* mit Geldern aus den ersten beiden TLTROs unter Umständen nicht einmal die Chance verspielen, an weiteren TLTROs teilzunehmen. Und selbst wenn diese Banken die Kriterien hinsichtlich der Nettokreditvergabe an den Privatsektor nicht erfüllen, so verbleibt ihnen als einziges „Risiko“, dass sie ihre Notenbankkredite vorzeitig (im September 2016) wieder zurückgeben müssten.

Es bestehen daher durchaus Zweifel, ob die TLTROs dem Ziel der EZB dienen, die Kreditvergabe zu erhöhen und gleichzeitig (über den Kreditkanal des geldpolitischen Transmissionsmechanismus) zu einem Anstieg der Inflation beizutragen. Nicht nur die ungenaue Zielsteuerung, sondern auch die Möglichkeiten, etwaige Vorgaben der Zentralbank straflos zu umgehen, scheinen einem Erfolg der TLTROs im Wege zu stehen. Hinzu kommt die Tatsache, dass die Kreditvergabe durch eine Reihe von Faktoren beeinflusst wird, die die EZB durch zusätzliche Liquidität nicht steuern kann.

²⁴ Acharya, V., Steffen, S. (2013): The Greatest Carry Trade Ever: Understanding Eurozone Banks Risk. NBER Working Paper No. 19039.

Tabelle 2

Ausstehende Verbriefungen im 1. Quartal 2014
In Milliarden Euro

	ABS	CDO	CMBS	RMBS	SME	WBS/PFI
Österreich	0,27		0,2	1,82		
Belgien	0,03		0,19	62,37	17,67	
Finnland	0,51					0,5
Frankreich	19,55		1,97	9,74	1,67	0,55
Deutschland	36,31	1,75	9,54	14,8	2,96	0,06
Griechenland	13,4	1,75		4,36	6,74	
Irland	0,33	0,13	0,00	36,87		
Italien	47,74	1,66	10,1	81,45	27,72	0,5
Niederlande	2,57	0,72	2,54	248,36	7,55	
Portugal	3,32			25,84	7,59	
Spanien	24,14	0,48	0,3	115,25	28,98	0,02
Paneuropäisch ¹	1,85	33,43	11,65	0,2	1,02	0,17
Insgesamt	150,02	39,93	36,5	601,07	101,91	1,79

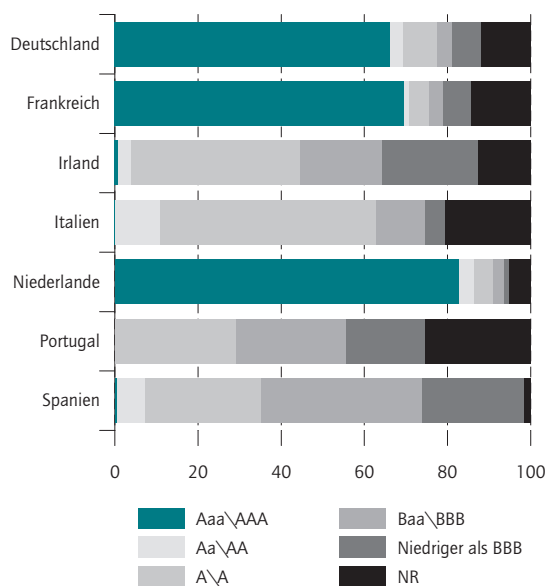
¹ Paneuropäische Verbriefungen sind durch Assets aus mehreren verschiedenen europäischen Ländern gedeckt (einschließlich Nichtmitglieder der EU).
Quelle: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).

© DIW Berlin 2014

Rund 65 Prozent der ausstehenden Verbriefungen sind Hypothekendarlehen.

Abbildung 10

Europäische Verbriefungen
Anteil am Gesamtvolumen in Prozent



Quelle: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).

© DIW Berlin 2014

In den europäischen Krisenländern sind die Ratings für Verbriefungen deutlich schlechter.

Zwar haben die geplanten Operationen durchaus das Potential, die Liquiditätsversorgung des Bankensektors in den kommenden Jahren zu unterstützen. Aber die Tatsache, dass die Geldinstitute zuletzt bereits vor Ende der Laufzeiten einen Großteil der Zentralbankliquidität aus früheren langfristigen Refinanzierungsgeschäften zurückgezahlt haben, signalisiert, dass Liquiditätsknappheit derzeit kein großes Problem sein dürfte. Einzig die Zinsfestsetzung in den TLTROs dürfte einen Anreiz darstellen, die gezielten Refinanzierungsgeschäfte in Anspruch zu nehmen. Inwiefern sich diese implizite Zinswette dämpfend auf die mittelfristigen Marktzinsen auswirkt, was im Rahmen der Forward Guidance wohl ein von der EZB gewünschter Effekt ist, bleibt allerdings ebenfalls abzuwarten.

Neue unkonventionelle Maßnahmen

Auf ihrer Ratssitzung im September 2014 hat die EZB zwei neue Ankaufprogramme für Wertpapiere des privaten, nicht-finanziellen Sektors beschlossen. Die Details dieser Programme werden allerdings erst im Oktober, kurz vor Beginn der tatsächlichen Ankäufe, bekannt gegeben. Zum einen soll ein neues, drittes Kaufprogramm für Pfandbriefe eingeführt werden.²⁵ Zum anderen wird die EZB vermögensbesicherte Wertpapiere beziehungsweise Kreditverbriefungen ankaufen.²⁶ Die vor allem in der Öffentlichkeit häufig diskutierte Möglichkeit eines Kaufprogramms öffentlicher Anleihen, vergleichbar mit der quantitativen Lockerung durch die Bank of England oder die amerikanische Federal Reserve, hat die EZB bisher nicht geplant, wenn auch nicht endgültig ausgeschlossen.

Wie groß die Wirkung dieser neuen Kaufprogramme bei der Bekämpfung der niedrigen Inflation und zur Stimulation der Kreditvergabe sein wird, ist aktuell nicht abzusehen. Die EZB scheint gegenwärtig sowohl sogenannte ABS, als auch mit Wohnimmobilien besicherte Papiere, sogenannte RMBS, für ihr Ankaufprogramm in Betracht zu ziehen. Im ersten Quartal 2014 betrug das Volumen ausstehender ABS im Euroraum schätzungsweise rund 150 Milliarden Euro; wesentlich größer – rund 600 Milliarden Euro – war das Volumen der RMBS (Tabelle 2). Allerdings dürfte nur ein Teil dieser Papiere den Risikokontrollanforderungen der EZB genügen, da sie in der Vergangenheit üblicherweise Wert darauf gelegt hat, die Risiken in ihrer Bilanz verhältnis-

²⁵ Das erste Pfandbriefkaufprogramm (CBPP1) begann im Juni 2009 und endete ein Jahr später bei einem Umfang von 60 Milliarden Euro. Das zweite Kaufprogramm (CBPP2) begann im November 2011 und sollte einen Umfang von 40 Milliarden erreichen. Die EZB beendete dieses Programm vorzeitig im Oktober 2012 bei einem Volumen von nur rund 16 Milliarden Euro.

²⁶ Für eine kurze Diskussion negativer Einlagezinsen und etwaiger ABS-Käufe siehe auch Fichtner, F. et al. (2013): Sommergrundlinien 2013. DIW Wochenbericht Nr. 25/2013, 40 ff.

mäßig niedrig zu halten. Hinsichtlich des Risikoprofils der ausstehenden Papiere besteht auch hier eine deutliche Heterogenität innerhalb des Euroraums. Während zum Beispiel in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden ein großer Anteil ausstehender Verbriefungen sehr gut bewertet wird, sind die Ratings solcher Papiere in den Krisenländern deutlich schlechter (Abbildung 10). So ist fraglich, ob das Kaufprogramm den Banken in den Ländern mit einer besonders angespannten Kreditsituation helfen wird. Das Volumen und damit verbunden die Schlagkraft eines solchen Ankaufprogramms sind aktuell also nicht abzusehen.

Da die EZB nicht nur ausstehende sondern auch neu emittierte Papiere erwerben will, besteht eine weitere Herausforderung darin, durch eine geschickte Gestaltung des Programms etwaige Fehlanreize zu verhindern. Solche können beispielsweise auftreten, wenn Banken versuchen, Kredite minderer Qualität zu verbrieften und dann an die EZB abzustoßen. Die Notenbank scheint im Rahmen ihrer Vorbereitungen allerdings ein besonderes Augenmerk auf eine Verbesserung der Transparenz der entsprechenden Papiere zu richten.

Gleichwohl lässt sich auch argumentieren, dass selbst ein im Umfang begrenztes Ankaufprogramm zur Flankierung der TLTROs durchaus nützlich sein kann. Durch solche Käufe könnten unter Umständen regulatorische Beschränkungen der Banken gelockert und

Eigenkapital freigesetzt werden. Dies wiederum würde es den Banken erlauben, tatsächlich das Kreditangebot zu erhöhen.

Fazit

Die Europäische Zentralbank befindet sich derzeit in einer sehr schwierigen Situation. Trotz eines seit Jahren expansiv ausgerichteten geldpolitischen Kurses ist die Preisentwicklung im Euroraum nach wie vor äußerst schwach; zudem haben sich die Inflationserwartungen vom Inflationsziel der EZB entkoppelt, was die Effektivität geldpolitischer Maßnahmen verringert und das Risiko eines Abrutschens in eine Deflation vergrößert. Die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen ist vor allem in den Krisenländern noch immer rückläufig und das Wirtschaftswachstum im Euroraum nach wie vor sehr schwach. Gleichzeitig bestehen durchaus Zweifel, ob die neuen Maßnahmen der EZB den gewünschten Effekt haben und in größerem Umfang zu einer Erholung beitragen können. Es ist nun vor allem die Wirtschaftspolitik der betroffenen Länder gefragt, durch entsprechende Reformen und Investitionsanreize ein dynamisches wirtschaftliches Umfeld zu schaffen.²⁷

²⁷ Siehe auch Fichtner, F., Fratzscher, M., Gornig, M. (2014): Eine Investitionsagenda für Europa. DIW Wochenbericht Nr. 27/2014.

Kerstin Bernoth ist stellvertretende Leiterin der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | kbernoth@diw.de

Marcel Fratzscher ist Präsident des DIW Berlin | mfratzscher@diw.de

Philipp König ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | pkoenig@diw.de

Klara Rabe ist Praktikantin in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin

INFLATION EXPECTATIONS IN THE EURO AREA NO LONGER FIRMLY ANCHORED— MONETARY POLICY RESPONSES OF THE ECB

Abstract: Although the European Central Bank (ECB) has been pursuing an expansionary monetary policy course for many years, inflation in the euro area remains extremely weak. Furthermore, as the present Wochenbericht clearly demonstrates, the inflation expectations in the euro area are no longer firmly anchored. Expectations are becoming increasingly decoupled from the ECB's inflation target which, in turn, augments the risk of the euro area sliding into deflation. In June, the Central Bank introduced negative interest rates on the deposit facility and also announced

new targeted refinancing operations (TLTROs) with fixed interest to improve the credit situation in the European crisis countries. In September, the Governing Council of the ECB reduced its key interest rates again and announced two new programs for bond purchases due to start in October. However, the success of these measures is by no means guaranteed. The ECB's expansionary monetary policy urgently needs to be supported by economic policy in order to create a dynamic economic environment in Europe and to stimulate investment.

JEL: E5, E58, E6

Keywords: Monetary policy, central banking, inflation expectations



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
www.diw.de
81. Jahrgang

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tomaso Duso
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.
Dr. Kati Schindler
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner

Chefredaktion

Sabine Fiedler
Dr. Kurt Geppert

Redaktion

Renate Bogdanovic
Andreas Harasser
Sebastian Kollmann
Dr. Claudia Lambert
Dr. WolfPeter Schill

Lektorat

Karl Brenke
Dr. Ferdinand Fichtner

Textdokumentation

Manfred Schmidt

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74, 77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. 01806 - 14 00 50 25,
20 Cent pro Anruf
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Serviceabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.