

352. Die Diskussion um eine mögliche säkulare Stagnation und damit einhergehende Realzinsen von nahe oder unter Null im langfristigen Gleichgewicht ist inhärent spekulativ. Zwar lassen sich aus theoretischen Modellen solch niedrige Gleichgewichtszinsen ableiten. Die empirische Evidenz lässt jedoch nicht den Schluss zu, dass die mittel- und längerfristigen Gleichgewichtszinsen in demselben Maß wie die tatsächlichen Realzinsen gefallen sind. Die Heterogenität der Entwicklung im Euro-Raum spricht **gegen eine säkulare Stagnation**, welche die Regierungen nur mit großen neuen Ausgabenprogrammen und höheren Staatsschulden bekämpfen können. Ganz im Gegenteil: Denjenigen Mitgliedstaaten, die den Konsolidierungs- und Reformpfad entschiedener beschritten haben, gelang die konjunkturelle Wende zu mehr Wachstum und Beschäftigung früher.
353. Eine Rücknahme der Konsolidierungsschritte in einzelnen Krisenländern würde die **Glaubwürdigkeit** und angebotssteigernde Wirkung der Konsolidierung gefährden. Vorschläge, neue schuldenfinanzierte Ausgabenprogramme in Deutschland zu tätigen und wettbewerbsfördernde Reformen in den Krisenländern aufgrund befürchteter deflationärer Effekte aufzuschieben, halten einer genaueren Prüfung nicht stand. Die Regierungen sollten ihnen nicht folgen.
354. Die empirische Evidenz zu Gleichgewichtszinsen gibt **keine Entwarnung** hinsichtlich der Risiken, die aus der Niedrigzinspolitik und massiven Staatsanleihekäufen resultieren. Die EZB sollte jedenfalls nicht versuchen, Marktkorrekturen, die zu höheren mittel- und längerfristigen Zinsen führen, mit zusätzlichen Anleihekäufen zu verhindern. Sie sollte vielmehr die **Ausweitung ihrer Bilanz verlangsamen** oder die quantitative Lockerung sogar früher beenden als angekündigt.

---

## Eine andere Meinung

355. Ein Mitglied des Rates, Peter Bofinger, vertritt zu der in diesem Kapitel getroffenen Analyse der Geld- und Fiskalpolitik in der Europäischen Währungsunion eine abweichende Meinung.
356. Die Mehrheit kommt in ihrer Analyse der Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) zu dem Schluss, ihre Geldpolitik sei „zu expansiv“. Die EZB solle die Ausweitung ihrer Bilanz verlangsamen oder sie sogar früher beenden als angekündigt. Damit plädiert die Mehrheit für einen **geldpolitischen Kurswechsel**. Sie begründet dies vor allem mit Risiken für die Finanzstabilität und der Gefahr, dass Regierungen aufgrund des niedrigen Zinsniveaus veranlasst werden könnten, Konsolidierung und Strukturreformen aufzuschieben.
357. Dreh- und Angelpunkt für die Geldpolitik der EZB ist ihr Mandat, das vorrangig darin besteht, die **Preisstabilität** zu gewährleisten. Dementsprechend ist in erster Linie zu prüfen, inwieweit die aktuelle Geldpolitik mit diesem Ziel vereinbar ist. Die Mehrheit stellt dazu fest, die Kerninflation, der Deflator des Bruttoinlandsprodukts und umfragebasierte Langfristprognosen für die Inflation lie-

ßen keine Anzeichen einer „gefährlichen selbstverstärkenden deflationären Entwicklung“ erkennen. Dabei ist jedoch zum einen zu berücksichtigen, dass dies bereits der Tatsache geschuldet sein kann, dass die EZB seit über einem Jahr eine sehr expansive Geldpolitik betreibt. Zum anderen geht es für die EZB nicht nur darum, gefährliche deflationäre Entwicklungen zu vermeiden, sie hat vielmehr bereits die Aufgabe, einem Preisauftrieb entgegenzuwirken, welcher deutlich unter dem Zielwert von „unter, aber nahe 2 %“ liegt.

358. Die Angemessenheit der Geldpolitik ist daher in erster Linie anhand von **Inflationsprognosen** zu beurteilen. In seiner Projektion vom September 2015 kommt der Stab der EZB unter der Annahme, dass die kurzfristigen Zinsen (EURIBOR) im Jahr 2016 bei 0,0 % und im Jahr 2017 bei 0,1 % liegen werden, zu folgendem Ergebnis: Die Inflationsrate, gemessen am HVPI, dürfte im Jahr 2016 bei 1,1 % liegen, für das Jahr 2017 ergibt die Prognose 1,7 %. Prognosen anderer Institutionen kommen zu noch etwas geringeren Raten. Die prognostizierten Inflationsraten für das Jahr 2017 liegen somit selbst beim gegenwärtigen Kurs der Geldpolitik noch leicht unter dem Zielwert der EZB. ↘ TABELLE 16 Auch für den Zeithorizont bis zum Jahr 2020 werden keine Inflationsgefahren erwartet, was für die Glaubwürdigkeit und Angemessenheit der derzeitigen EZB-Geldpolitik spricht.

Vor dem Hintergrund des Mandats der EZB gibt es somit ausweislich der Inflationsprognosen keinen Anlass für einen geldpolitischen Kurswechsel.

↘ TABELLE 16

#### Inflationsprognose für den Euro-Raum

	2015	2016	2017	2020
Stab der EZB	0,1	1,1	1,7	.
Europäische Kommission	0,1	1,0	1,6	.
Euro Zone Barometer	0,2	1,1	1,6	1,8
Consensus Economics	0,2	1,2	1,5	1,9
Survey of Professional Forecasters	0,1	1,0	1,5	1,9
IWF	0,1	1,0	1,3	1,7
Quellen: EU-Kommission, EZB, IWF				SVR-15-446

359. Die Mehrheit stützt ihre Analyse vor allem auf die **Zinsänderungsregel** von Orphanides und Wieland (2013). Diese Regel erfordere noch im laufenden Jahr eine Zinserhöhung. Sie signalisiere erst dann eine quantitative Lockerung, wenn die daraus resultierenden Zinsen in den negativen Bereich fielen. Ausweislich dieser Regel weiche die EZB deutlich von ihrer früheren Politik ab.

Dies ist jedoch kein Argument dafür, dass die aktuelle Politik der EZB unangemessen ist. Da sich eine Deflation geldpolitisch nur sehr schwer therapieren lässt, ist eine Notenbank gut beraten, wenn sie ihre Zinspolitik und ihre liquiditätspolitischen Maßnahmen in einer Situation mit sehr niedrigem Preisauftrieb stärker dosiert als in sonstigen Phasen.

360. Eine wichtige Heuristik für die Beurteilung der Zinspolitik ist die **Taylor-Regel**, wie sie in  $\triangleright$  **ABBILDUNG 46** dargestellt wird. Allerdings besteht dabei das Problem, den neutralen kurzfristigen Geldmarktzins angemessen zu bestimmen (Bernanke, 2015). Für die Vereinigten Staaten ermitteln Hamilton et al. (2015) eine Bandbreite von etwas mehr als 0 % bis zu 2 %, wobei sie darauf hinweisen, dass die Unsicherheit äußerst hoch sei. Erhebliche Schätzprobleme bestehen auch bei der Output-Lücke. Zu klären ist zudem, welcher Preisindex verwendet werden soll. Bernanke spricht sich gegen den Deflator des Bruttoinlandsprodukts aus, da dieser auch die unterstellten Preise öffentlicher Leistungen und die Preise von Kapitalgütern enthalte, nicht jedoch die Preise importierter Konsumgüter. Bernanke schlägt daher den Deflator für den privaten Verbrauch vor.

In Anbetracht dieser Unsicherheiten ist die Taylor-Regel mit großer Vorsicht zu verwenden. Wie problematisch sich diese Regel im Kontext der Entwicklungen seit dem Ausbruch der Finanzkrise erweist, lässt sich daran erkennen, dass sie für die Zeit seit dem Jahr 2010 Zinssätze vorgibt, die teilweise um mehrere Prozentpunkte über dem tatsächlichen Leitzins der EZB liegen. In Anbetracht der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung des Euro-Raums und von Inflationsraten deutlich unterhalb des Zielwerts hätte eine eng an der Taylor-Regel ausgerichtete Zinspolitik in den vergangenen Jahren vermutlich die Krise im Euro-Raum verschärft. Es wäre daher nicht anzuraten, sie als richtungsweisend in der derzeitigen Situation zu verwenden.

361. Zinsregeln sind zweifellos **interessante Heuristiken** für die Analyse der Geldpolitik. Sie sollten jedoch nicht überbewertet werden, da sie aus dem tatsächlichen Verhalten von Notenbanken in der Vergangenheit abgeleitet wurden. Sie sind daher nur bedingt geeignet, eine **optimale Geldpolitik** zu beschreiben. Dies gilt umso mehr, wenn man sich in einer Situation befindet, die sich aufgrund des sehr niedrigen Preisauftriebs und von Leitzinsen an der Nullzinsgrenze fundamental von den Entwicklungen der vergangenen Jahrzehnte unterscheidet.

So gesehen ist der aus Inflationsprognosen abzuleitende Befund wesentlich höher zu gewichten als ein von Zinsregeln angezeigter Handlungsbedarf.

362. Bei dem Primat des Ziels der Geldwertstabilität ist es gleichwohl wichtig, die mit der Geldpolitik der EZB einhergehenden **Risiken für die Finanzstabilität** zu berücksichtigen. Diese Risiken spielen für die Mehrheit eine entscheidende Rolle. Dabei stellt sich zunächst die Frage, ob sich aus den sehr niedrigen Zinsen tatsächlich eindeutige Risiken für die Finanzstabilität ableiten lassen.
363. Die EZB (2015) weist darauf hin, dass sie mit ihrer Politik einen **positiven Beitrag zu Stabilität des Finanzsystems** leiste. Die damit angestoßene Belebung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage habe zu mehr nominalem Wachstum geführt. Dies trage dazu bei, die reale Schuldenlast von öffentlichen und privaten Haushalten sowie von Unternehmen abzubauen. Somit sei eine ungünstige Verschuldungsdynamik mit negativen Auswirkungen für die Finanzstabilität vermieden worden. Steigende Vermögenspreise verbesserten zudem die Vermögenssituation von Unternehmen und privaten Haushalten, was sich positiv auf deren Kreditwürdigkeit auswirke.

364. Diese positiven Effekte der Niedrigzinspolitik für die Solvenz der Kreditnehmer werden von der Mehrheit nicht angemessen berücksichtigt. Sie konzentriert sich bei den „Gefahren für die Finanzstabilität“ auf die **Kreditgeberseite**. Das niedrige Zinsniveau höhle das Geschäftsmodell von Banken und Versicherungen aus und begünstige Übertreibungen bei Vermögenspreisen.

Im September 2015 belief sich die Zuwachsrate bei Bankkrediten im Euro-Raum an Unternehmen im Vorjahresvergleich auf 0,1 % und bei Krediten an private Haushalte auf 1,6 %. Der Aufbau eines neuen Kreditzyklus ist somit bisher nicht einmal im Ansatz zu erkennen. Die Gefahr einer „**Aushöhlung des Geschäftsmodells von Banken**“ ergibt sich daher vor allem aus einer in Anbetracht extrem niedriger Zinsen ungewöhnlich geringen Nachfrage nach ihrem wichtigsten Produkt, Kredite an private Haushalte und Unternehmen. Einer **Auszehrung des Eigenkapitals von Banken** wird dadurch entgegengewirkt, dass die Aufsicht die entsprechenden Eigenkapitalregeln überwacht und gegebenenfalls Anpassungen, wie beispielsweise Kapiterhöhungen, einfordert. Nennenswerte Übertreibungen bei den Vermögenspreisen sind für den Euro-Raum insgesamt ebenfalls nicht zu erkennen. Das größte Risiko besteht derzeit in einer überhöhten **Fristentransformation der Banken**. Diesen Risiken kann jedoch dadurch Rechnung getragen werden, dass sie konsequenter in der Regulierung, insbesondere durch eine Berücksichtigung in der Säule I, einbezogen werden. ↘ ZIFFER 415

365. Per Saldo stehen den mit der Niedrigzinspolitik zweifellos einhergehenden Nachteilen im Zinsgeschäft der Banken die Vorteile gegenüber, die sich durch die gleichzeitige **Verbesserung der Kreditqualität** von Staaten, Unternehmen und privaten Haushalten ergeben. Bei der nach wie vor hohen Verschuldung von Unternehmen, privaten Haushalten und öffentlichen Haushalten bestünde das ungünstigste Szenario für die Finanzstabilität des Euro-Raums auf jeden Fall in einem Abgleiten in die Deflation. Irving Fisher (1933) hat hierfür den Begriff der „**debt deflation**“ geprägt.
366. Die Mehrheit wiederholt zudem das Argument, dass die EZB bei ihren Staatsanleihekäufen die damit möglicherweise einhergehenden **Fehlanreize** für die Regierungen der Mitgliedstaaten berücksichtigen solle. Günstige Finanzierungsbedingungen könnten Regierungen dazu verleiten, die Konsolidierung und Strukturereformen aufzuschieben oder ganz aufzugeben.

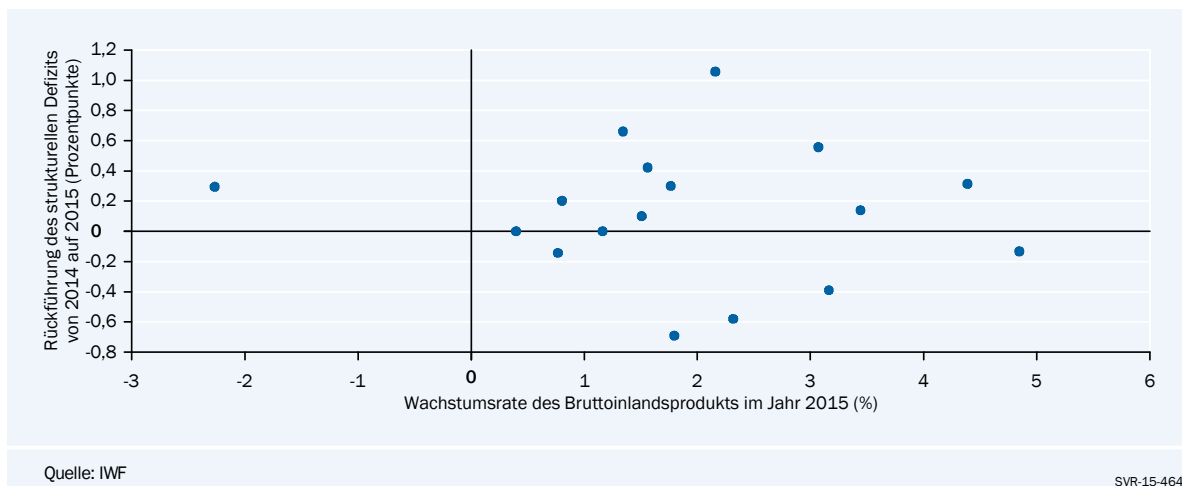
Wenn die EZB ihre Geldpolitik in dieser Weise begründete und dabei sogar ein Verfehlen ihres Inflationsziels in Kauf nähme, würde sie eindeutig **ihr Mandat überschreiten**. Wie der Bundesgerichtshof festgestellt hat, enthalten die Verträge ein auf die Währungspolitik beschränktes Mandat der EZB (Art. 119 und 127 ff. AEUV und Art. 17 ff. ESZB-Satzung). Sie sei nicht zu einer eigenständigen Wirtschaftspolitik ermächtigt, sondern darauf beschränkt, die Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union zu unterstützen.

Zudem verdeutlicht die Entwicklung in **Italien** ja gerade, dass Regierungen auch bei günstigen Finanzierungsbedingungen durchaus bereit sein können, weitreichende Strukturereformen in Angriff zu nehmen.

367. Die Mehrheit stellt fest, dass diejenigen Mitgliedstaaten, die den Konsolidierungs- und Reformpfad entschiedener beschritten haben, schneller wachsen. Für die Mitgliedstaaten des Euro-Raums zeigt sich jedoch kein systematischer Zusammenhang zwischen der Rückführung des strukturellen Defizits in den Jahren 2014 bis 2015 und der Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2015. ↘ ABBILDUNG 54

↘ ABBILDUNG 54

#### Konsolidierung und Wirtschaftswachstum im Euro-Raum



Im Euro-Raum insgesamt ist jedenfalls das Wachstum erst wieder angesprungen, nachdem die **Konsolidierung faktisch** eingestellt wurde. Dieser positive Effekt wird auch von der Mehrheit anerkannt. ↘ ZIFFER 167 Das strukturelle Defizit ist vom Jahr 2013 auf das Jahr 2015 nur noch um 0,15 Prozentpunkte jährlich reduziert worden. Die Schuldenstandsquote ist seit dem Jahr 2013 sogar leicht angestiegen. Wenn im Euro-Raum dabei trotz der extrem niedrigen Zinsen und des nahezu neutralen Fiskalimpuls aufgrund des Endes der Konsolidierungsanstrengungen nur eine Wachstumsrate erreicht wird, die von der Mehrheit als „enttäuschend“ apostrophiert wird, könnte dies für den Befund einer „**säkularen Stagnation**“ sprechen, den man durchaus mit einer chronischen Nachfrageschwäche gleichsetzen kann.

368. Mit einer Zuwachsrate von etwa 3 % ist **Spanien** derzeit einer der Mitgliedstaaten mit einem besonders hohen Wirtschaftswachstum. Es wird deshalb von der Mehrheit geradezu als Modell für eine erfolgreiche Reformpolitik präsentiert. Dabei sollte man nicht übersehen, dass es in Spanien in wichtigen Bereichen nach wie vor überdurchschnittliche hohe Regulierungen gibt, insbesondere im Dienstleistungssektor und für Unternehmensgründungen (IWF 2015).

Ein Teil des Wachstums in Spanien dürfte sich schon dadurch relativieren, dass Spanien im Vorjahr die nach Griechenland größte **negative Output-Lücke** (5,0 %) aufwies, sodass man aus den laufenden Wachstumsraten nicht auf ein dauerhaft höheres Wachstum schließen sollte. Der Internationale Währungsfonds (IWF, 2015) sieht für Spanien eine identische Wachstumsrate des Produktionspotenzials in Höhe von 1,2 % im Zeitraum der Jahre 2015 bis 2020 wie für Frankreich. Spanien weist zudem mit 4,6 % weiterhin das **höchste Haus-**

**haltsdefizit** des gesamten Euro-Raums auf; in der Gruppe der 37 hochentwickelten Volkswirtschaften in der Abgrenzung des IWF („advanced economies“) hat derzeit nur Japan ein noch höheres Defizit. Das vom IWF ermittelte strukturelle Defizit Spaniens ist dabei seit dem Jahr 2013 nur um durchschnittlich 0,35 Prozentpunkte pro Jahr reduziert worden. Zur momentan guten Wachstumsperformance des Landes gehört also, dass man ihm angesichts eines sehr hohen Defizits einen äußerst moderaten Konsolidierungspfad zugestanden hat. Als Gegenbeispiel für den Befund der „säkularen Stagnation“, welche die Regierungen „nur mit höheren Staatsschulden bekämpfen können“, ↘ ZIFFERN 328 FF. sollte man Spanien somit besser nicht heranziehen.

369. Alles in allem hat die EZB seit dem Jahr 2012 eine **äußerst erfolgreiche Politik** betrieben. Sie hat rechtzeitig auf die sich abzeichnende Abschwächung des Preisauftriebs reagiert und mit der Quantitativen Lockerung die Voraussetzungen für eine Belebung der wirtschaftlichen Aktivität des Euro-Raums geschaffen. Dies hat sich nicht zuletzt positiv auf die Vermögenssituation verschuldeter Unternehmen und Privatpersonen ausgewirkt. Die unzureichenden geldpolitischen Möglichkeiten, eine einmal eingetretene Deflation wirksam zu bekämpfen, rechtfertigen dabei zeitweise auch eine gewisse Überdosierung beim Einsatz einzelner Instrumente. Das größte Risiko für die Finanzstabilität des Euro-Raums wäre eine Phase mit Preissteigerungsraten deutlich unter dem Zielwert der EZB oder gar mit einer Deflation, welche den Abbau der hohen Verschuldung des privaten Sektors und des Staates massiv beeinträchtigen würde.

## Literatur zum Minderheitsvotum

Bernanke, B.S. (2015), *Why are interest rates so low, part 2: Secular stagnation*, brookings.edu, 31. März 2015.

EZB (2015) *Financial stability review*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.

Hamilton, J.D., E.S. Harris, J. Hatzius und K.D. West (2015), *The equilibrium real funds rate: Past, present and future*, NBER Working Paper 21476, Cambridge.