



EUROPA
Briefing

Niedrigzinsen: Ist die Politik der EZB richtig?

Seit 2013 ist die Inflation in der Eurozone zu gering. Um die Wirtschaft wieder anzukurbeln und die Inflation zu stabilisieren, betreibt die Europäische Zentralbank deshalb eine Politik der niedrigen Zinsen, zu der auch das Programm zum Aufkauf von Anleihen gehört. Die Maßnahmen der EZB haben politische Sprengkraft, denn die Niedrigzinspolitik birgt auch Risiken. So befürchten manche Beobachter eine Blasenbildung im Immobilien- und Aktienmarkt oder beklagen einseitige Vermögenszuwächse für wohlhabende Haushalte.

Wann werden niedrige Zinsen zum Problem?

In Krisenzeiten senken Zentralbanken die Zinsen, um die Wirtschaftsaktivität anzukurbeln.

Durch niedrigere Zinsen werden Kredite günstiger und es kann zusätzlich investiert werden. Durch die damit geschaffenen Arbeitsplätze sollten eigentlich die Löhne und mittelfristig auch die Preise steigen. Im Zuge der Eurokrise funktionierte dieser Mechanismus nicht; die Wirtschaft im Euroraum erholte sich nur schleppend und die Inflation verharrte lange bei null Prozent und damit weit unterhalb des Ziels der ➔ **Preisstabilität** von knapp zwei Prozent.

Null Prozent Inflation ist für die Wirtschaft gefährlich. Für Konsumenten sinkt der Anreiz, heute Geld auszugeben. Kaufentscheidungen werden aufgeschoben, denn das Geld wird morgen noch gleich viel wert sein. In dieser Situation kann die ganze Volkswirtschaft ins Stocken und in eine ➔ **Deflation** geraten.

Mit niedrigen Zinsen will die EZB die Inflation wieder zurück auf knapp zwei Prozent bringen. Dieser Kurs birgt Risiken: Günstigere Kredite könnten zur Überschuldung von Haushalten und Unternehmen führen. Ohne Zinsen auf das Ersparte fällt die private Vorsorge schwer. Banken verdienen kaum noch Geld an ihrem traditionellen Kreditgeschäft und gehen deswegen größere Risiken ein.

Die wirtschaftliche Situation der Euroländer unterscheidet sich stark.

Daher gehen auch die Präferenzen für eine angemessene Geldpolitik auseinander. In Deutschland wächst die Wirtschaft und die Inflation hat die Zielmarke bereits erreicht. Dementsprechend stehen die Nachteile der aktuellen Geldpolitik besonders im Fokus. In Italien kämpft man dagegen mit hohen Schulden und sinkenden Preisen. Dort werden die Risiken einer Zinsanhebung besonders stark wahrgenommen. Die EZB kann aber nur Politik für die Eurozone als Ganzes machen, also für ein fiktives Durchschnittsland.



Preisstabilität

Preisstabilität ist als Mandat der EZB in den Europäischen Verträgen festgeschrieben. Die EZB definiert Preisstabilität als eine jährliche Teuerungsrate von knapp unter 2 Prozent. Das Niveau gilt als wünschenswert, da es einen Sicherheitsabstand zur Deflation wahrt, ohne Ersparnisse zu schnell aufzuzehren.

Deflation

Bei fallenden Preisen spricht man von Deflation. Erwartet ein Konsument, dass ein Produkt in Zukunft günstiger wird, verschiebt er seine Kaufentscheidung. Dadurch bricht die Nachfrage ein. Es entsteht ein gefährlicher Kreislauf, gegen den die Zentralbank kaum vorgehen kann.



„Die EZB muss eine Politik machen, die für Europa insgesamt passt. Die ist für Deutschland zu locker. Als EZB-Chef Mario Draghi mit der expansiven Geldpolitik anfang, habe ich ihm gesagt, dass er damit den deutschen Exportüberschuss nach oben treiben wird.“

Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble
im Interview mit dem Tagesspiegel am 4. Februar 2016



„Der Impuls kann nicht allein von der EZB kommen. [Sie] tut so viel wie sie kann, sie tut was sie tun muss [...], wenn aber die Staaten und Europa nicht auch ihrer Verantwortung nachkommen, kann das Wachstum nicht wieder anziehen.“

François Hollande, Präsident der Republik Frankreich
bei EuropaNova in Paris am 15. Oktober 2016

Was tut die EZB, um die Inflation anzuheben?

In den Jahren 2013 und 2014 wurde Deflation im Euroraum zu einer konkreten Bedrohung. Im Dezember 2014 fiel die Teuerungsrate erstmals unter null Prozent. Der **Leitzins** lag zu diesem Zeitpunkt bereits bei null Prozent. Wie alle großen Zentralbanken griff die EZB zu geldpolitischen Sondermaßnahmen. Die wichtigste davon ist das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten, meist **Quantitative Lockerung** oder QE-Programm genannt.

Im QE-Programm kauft die EZB seit März 2015 Anleihen im Wert von monatlich 60 Milliarden Euro, zwischenzeitlich auch 80 Milliarden Euro. Das Programm soll noch bis mindestens Ende 2017 fortgesetzt werden. Zum Vergleich: Der deutsche Verteidigungshaushalt für 2017 beträgt etwa 37 Milliarden Euro. Durch den Aufkauf dieser Anleihen schafft die Zentralbank eine enorme Nachfrage für Schuldtitel. Dadurch wird es für Banken attraktiv, mehr Kredite zu günstigeren Konditionen an Unternehmen und Haushalte zu vergeben. Die Investitionen, die mit den

Kreditfinanzierung zu schaffen Wachstum und Inflation.

Es gibt erste Anzeichen für die Wirksamkeit des QE-Programms: Kredite für Unternehmen und Privatpersonen wurden günstiger und die Arbeitslosigkeit im Euroraum sank. Trotz dieser Entwicklungen blieb die Teuerungsrate bis in den Winter 2016 hinein auf dem niedrigen Niveau. Die Wachstumsraten unterschieden sich außerdem von Land zu Land stark.

Für den begrenzten Erfolg der EZB-Politik gibt es mehrere Gründe: In vielen Euroländern kämpfen Banken und Unternehmen immer noch damit, Schulden und faule Kredite abzubauen, die sich vor und während der Finanzkrise angesammelt haben. Gleichzeitig verhindern geringe Wachstumsperspektiven, dass Unternehmen genügend investieren. Der europäische Binnenmarkt ist außerdem für eine Währungsunion nicht ausreichend integriert. Beispielsweise sind große Bereiche des Dienstleistungssektors immer noch auf nationale Märkte beschränkt.



Leitzins

Mit dem Leitzins legt die Zentralbank den Preis des Geldes fest. Banken können sich zu diesem Zins kurzfristig Geld bei der Zentralbank leihen. Das beeinflusst alle anderen Zinsen in der Volkswirtschaft.

Quantitative Lockerung (QE)

In einem QE-Programm kauft eine Zentralbank Schuldscheine (Anleihen), beispielsweise von Staaten und Unternehmen in großem Umfang auf. Da sie diese Papiere nicht den Schuldner selbst, sondern deren Gläubigern (in der Regel Banken) abkauft, spült sie so zusätzliches Geld in das Finanzsystem.



„Deutschland ist ein Land, das immer dafür geworben hat, dass die Europäische Zentralbank eine unabhängige Politik macht. Deshalb werden wir auf das Verhalten der EZB auch keinen Einfluss nehmen. Deshalb kann ich auch an der Situation, wie sie ist, und will ich auch gar nichts ändern.“

Bundeskanzlerin Angela Merkel
bei einem Staatsbesuch in Schweden am 31. Januar 2017



„Zweifelsfrei hat die Geldpolitik [der EZB] mittelfristig positive Verteilungseffekte. Am wichtigsten ist dabei, dass sie die Arbeitslosigkeit senkt, was besonders ärmeren Haushalten zugutekommt.“

EZB-Präsident Mario Draghi
in Berlin am 25. Oktober 2016

NIEDRIGZINSEN

Blick nach vorne



SZENARIO 1

Worauf setzt die EZB?

Die EZB hofft, dass sich die Teuerungsrate bald bei knapp zwei Prozent stabilisiert und sie sich dann aus dem QE-Programm zurückziehen kann. Dabei will die Zentralbank vermeiden, durch einen zu frühen Ausstieg aus dem QE-Programm die wirtschaftliche Erholung zu gefährden. Führt der Ausstieg zu einem Rückfall in niedrige Inflation, könnte auch die Zuversicht der Unternehmen untergraben werden. Die braucht es aber, damit sich die Erholung am Arbeitsmarkt fortsetzt.

Um heftige Ausschläge an den Märkten zu vermeiden, wird die EZB das QE-Programm vermutlich in mehreren kleinen Schritten, dem sogenannten *Tapering*, beenden. Bei einem schnellen Vorgehen könnte die EZB das Volumen ihrer Anleihekäufe in drei Schritten reduzieren, um bis Mitte 2018 ganz auszusteigen.

Das wäre eine Kompromisslösung, denn eine möglichst lange Fortsetzung hilft den Krisenländern; ein schneller Ausstieg kommt hingegen den Ländern entgegen, denen es wirtschaftlich heute schon wieder gut geht.

Unwahrscheinlich ist, dass nach einem Ausstieg die Zinsen sofort wieder anziehen. Das zeigt die Erfahrung der USA: Der Leitzins der US-Notenbank war zwei Jahre nach Ende des QE-Programms noch unter einem Prozent.

SZENARIO 2

Was könnte schlimmstenfalls passieren?

Wenn sich die Lage in Ländern wie Italien oder Griechenland wieder zuspitzt, könnte die Deflationsgefahr schnell zurückkommen. Die Zentralbank hat sich offengehalten, das QE-Programm noch einmal auszuweiten, sollte es im Euroraum wirtschaftlich wieder bergab gehen.

Experten streiten sich aber, inwieweit eine erneute Intensivierung der Sondermaßnahmen helfen würde, die Wirtschaft zu beleben. Der Vergleich mit den USA zeigt, dass der erste Einsatz eines QE-Programms meist der wirksamste ist. Außerdem ist der Markt für sichere Anleihen, die die EZB kaufen kann, begrenzt. Eine Knappheit auf diesen Märkten könnte das Programm gefährden.

Zwei Nebenwirkungen des QE-Programms sind besonders riskant:

Erstens: Mit dem QE-Programm greift die EZB in die Verteilung des Wohlstands ein. Von günstigen Krediten profitieren besonders die Besitzer von Immobilien oder Aktien, deren Wert steigt. Die Verschärfung der Vermögensungleichheit untergräbt das Vertrauen in die EZB.

Zweitens: QE steigert die Nachfrage nach risikoreichen Finanztiteln wie Aktien und Unternehmensanleihen und heizt Immobilienpreise zusätzlich an. Hier könnte es zu einer Blasenbildung und anschließendem Kollaps kommen.

SZENARIO 3

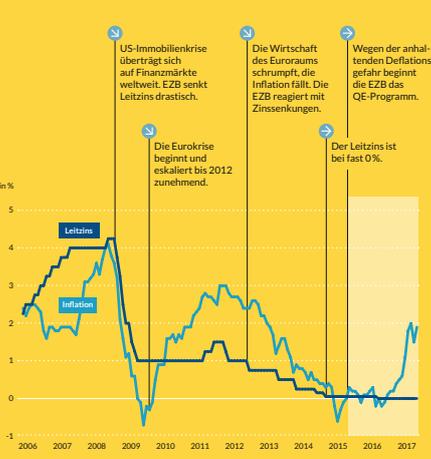
Was können die Regierungen tun?

Die EZB bei der Krisenbekämpfung allein zu lassen, birgt große Risiken. Damit die Zentralbank zu einer konventionellen Geldpolitik zurückkehren und die Zinsen wieder anheben kann, muss der Euroraum vor allem wieder Wachstum verzeichnen. Dann steigt auch die Inflation. Die nationalen Regierungen können mit Konjunktur- und Investitionsprogrammen nachhelfen und die wirtschaftliche Erholung beschleunigen. Besonders Länder mit soliden Staatsfinanzen, wie beispielsweise Deutschland, hätten hier Spielraum.

Wirtschaftsreformen können das Wachstumspotenzial des Euroraums erhöhen und so Druck von der Geldpolitik nehmen. Der Abbau von regulatorischen Schranken im Binnenmarkt würde es europäischen Unternehmen erlauben, stärker zu wachsen. Besonders in schlecht integrierten Sektoren wie dem Digital- oder Energiebereich könnten dadurch neue Geschäftsmodelle entstehen.

Anders als die EZB kann die Politik wirtschaftliche Schwächen gezielt angehen. Gleichzeitig haben die Länder mit den größten Problemen den geringsten finanziellen Spielraum. Ein Politik-Mix aus Geldpolitik, Fiskalpolitik und Strukturreformen lässt sich nur schwer koordinieren, ist aber dennoch wirksamer gegen Inflation, als wenn die EZB die ganze Last alleine trägt.

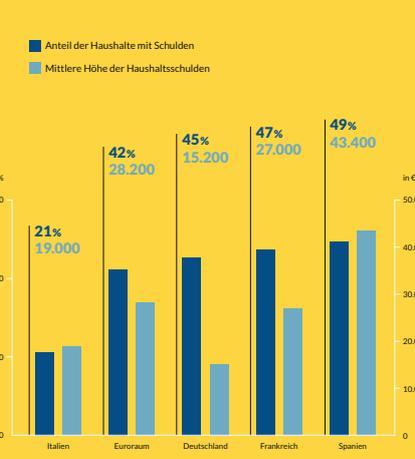
FAKT #1 Entwicklung der Inflation im Euroraum und Anpassung des Leitzinses durch die EZB



Die Grafik zeigt die Inflationsentwicklung im Euroraum seit 2006 und wie die EZB den Leitzins entsprechend angepasst hat. Bis auf eine kurze Ausnahme im Jahr 2011 hat die EZB die Zinsen seit 2008 immer weiter gesenkt um einem Abfall der Inflation entgegenzuwirken. Trotzdem ist die Teuerungsrate seit 2012 stetig gefallen und erst im Dezember 2016 wieder gestiegen.

Quelle: EZB, Eurostat.

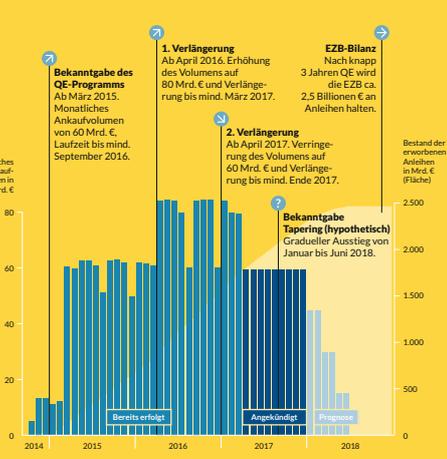
FAKT #2 Verschuldung von Haushalten



Von niedrigen Zinsen profitieren unter anderem Haushalte, die Schulden aufnehmen wollen, etwa für den Kauf einer Immobilie. Im Euroraum sind das im Durchschnitt zwei von fünf Haushalten. 2014 wurden dazu 84.000 Haushalte im Euroraum befragt.

Quelle: EZB.

FAKT #3 Verlauf des QE-Programms der EZB: Monatliches Ankaufvolumen und Bestand der Anleihen



Die Grafik zeigt den Verlauf des QE-Programms der EZB seit dessen Bekanntgabe im Januar 2015. Die Fähnchen markieren jeweils den Zeitpunkt, zu dem die EZB Änderungen an ihrem Programm bekanntgegeben hat.

Quelle: EZB, eigene Berechnungen.



„Die EZB hat während der Eurokrise richtig gehandelt. Spätestens 2018 muss sie sich entscheiden, was ihr wichtiger ist: Preisstabilität oder Konjunkturimpuls für Krisenländer. Aus meiner Sicht sollte sich die EZB auf ihr Mandat konzentrieren und den Krisenmoder verlassen. Die Länder sind in der Pflicht, sich zu reformieren.“

Philipp Ständer
Der Autor ist Wissenschaftler am Jacques Delors Institut – Berlin.

EUROPA

briefing

Die Bertelsmann Stiftung und das Jacques Delors Institut – Berlin erklären in der Publikationsreihe „Europa briefing“ Schlüsselthemen der Europapolitik und stellen mögliche Szenarien vor: Was ist das Problem? Wie könnte es weitergehen? Und was kann die Politik jetzt tun?

Alle Veröffentlichungen des gemeinsamen Projekts finden Sie hier: www.strengthentheeuro.eu

Projektteam

Prof. Dr. Henrik Enderlein

Direktor,
Jacques Delors Institut – Berlin,
Vizepräsident und Professor
für Politische Ökonomie,
Hertie School of Governance

Joachim Fritz-Vannahme

Direktor,
Programm „Europas Zukunft“,
Bertelsmann Stiftung

Dr. Anna auf dem Brinke

Wissenschaftlerin,
Jacques Delors Institut – Berlin

Sabine Feige

Projektassistentin,
Programm „Europas Zukunft“,
Bertelsmann Stiftung

Dr. Katharina Gnath

Senior Projektmanagerin,
Programm „Europas Zukunft“,
Bertelsmann Stiftung

Jörg Haas

Wissenschaftler,
Jacques Delors Institut – Berlin

Heidi Marleen Kuhlmann

Referentin für Europapolitik
und Öffentlichkeitsarbeit,
Jacques Delors Institut – Berlin

Philipp Ständer, Autor

Wissenschaftler,
Jacques Delors Institut – Berlin

Malte Tim Zabel

Referent des
Vorstandsvorsitzenden,
Bertelsmann Stiftung

Impressum

© 2017 Bertelsmann Stiftung
und Jacques Delors Institut – Berlin

Bertelsmann Stiftung
Carl-Bertelsmann-Straße 256
33311 Gütersloh
Tel. +49 5241 81-81183
www.bertelsmann-stiftung.de

Jacques Delors Institut – Berlin
Pariser Platz 6
10117 Berlin
Tel. +49 30 467 260-905
www.delorsinstitut.de

Design
ressourcenmangel
an der Panke GmbH, Berlin

Druck
druck.haus rihn gmbh, Blomberg

V.i.S.d.P.
Prof. Dr. Henrik Enderlein,
Joachim Fritz-Vannahme