

# REPORT

IMK-Report 112, März 2016

## GELDPOLITIK DER EZB: STABILITÄT OHNE „SICHERE“ STAATSANLEIHEN?

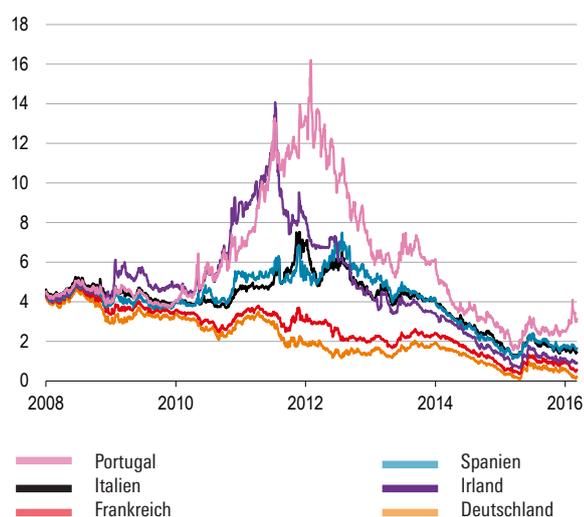
Silke Tober

### AUF EINEN BLICK

Die stark expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank zeigt positive Wirkungen. Die Zinsen sind weiter gesunken, die Kreditvergabe erholt sich etwas und der Euro hat abgewertet. Allerdings ist die Inflation weiterhin deutlich zu niedrig und die wirtschaftliche Entwicklung zu schwach, um eine zügige Verringerung der Produktionslücke im Euroraum zu ermöglichen. Erschwerend ist, dass im Falle einer weiteren Abwertung die globalen Ungleichgewichte und die Schwäche der Weltwirtschaft verstärkt würden. Die Geldpolitik benötigt daher dringend Unterstützung durch die Fiskalpolitik.

Der Euroraum hat zudem ein zentrales Problem, das nicht nur die Effektivität der Geldpolitik beeinträchtigt, sondern auch die Fiskalpolitik behindert und darüber hinaus die künftige Stabilität des Euroraums gefährdet. Mit der Entscheidung, Staatsanleihen als sichere Anlagen aufzugeben, verliert der Euroraum einen wesentlichen Stabilitätsanker einer entwickelten Volkswirtschaft.

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Euroländer



Quelle: Macrobond

IMK

### Videostatement

**Silke Tober**

zur Geldpolitik der EZB

<https://youtu.be/Ana8tjWLMGA>



- 1 **Auf einen Blick**
- 2 **Expansive Geldpolitik wirkt zwar ...**
- 2 **... Inflationsziel wird aber weiterhin deutlich verfehlt**
- 4 **Verfestigung der Arbeitslosigkeit: Hysterese**
- 4 **Geldpolitik mittels Wertpapierkäufen**
- 6 **Euroraum als Entwicklungsland: Wirtschaftspolitik ohne sichere Staatsanleihen**
- 8 **Trügerische Ruhe**

## EXPANSIVE GELDPOLITIK WIRKT ZWAR ...

Die stark expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) zeigt entgegen aller Kritik Wirkung. Die Kreditzinsen sind im kurzfristigen wie im langfristigen Bereich weiter gesunken und die Zinsniveaus zwischen den Euroländern haben sich weiter angenähert (**Abbildung 1**). Die Buchkredite an Unternehmen, die zwischen Mitte 2012 und Juni 2015 kontinuierlich verringert wurden, werden seither leicht ausgeweitet (Veränderungsrate gegenüber dem Vorjahr im Januar 2016: 0,4 %) und die Buchkredite an private Haushalte stagnieren nicht mehr, sondern expandierten zuletzt mit einer Vorjahresrate von 1,9 %. Auch die vierteljährliche Bankenbefragung der EZB deutet auf verbesserte monetäre Rahmenbedingungen hin. Im Euroraum insgesamt werden die Kreditrichtlinien seit Anfang 2014 Quartal für Quartal gelockert.

Ein gewichtiger Wirkungskanal der Geldpolitik ist der Wechselkurs. Der Euro hat seit Mitte 2014 um 20 % gegenüber dem US-Dollar abgewertet. Dadurch wird die Auslandsnachfrage angeregt und teurere Importe werden zugunsten heimischer Produkte weniger stark nachgefragt. Da sich aber auch die übrige Weltwirtschaft nicht in lebhafter und robuster Verfassung befindet und der Euroraum bereits ein deutliches Plus im Handel mit dem Ausland aufweist – der Leistungsbilanzüberschuss beträgt 2015 knapp 4 % – verschärfen sich hierdurch die globalen Ungleichgewichte. Damit dürfte dieser Wirkungskanal nunmehr ausgereizt sein.

Obwohl die EZB einen ihrer Leitzinsen in den negativen Bereich abgesenkt und ihr Instrumentarium deutlich ausgeweitet hat, sind die Kapazitäten im Euroraum weiterhin deutlich unterausgelastet. Das liegt, wie EZB-Präsident Draghi jüngst ebenfalls bekundete, daran, dass die Geldpolitik bisher die einzige Makropolitik war, die expansiv wirkte (Draghi 2016a). Mehr noch: Die Fiskalpolitik war bis 2015 sogar restriktiv ausgerichtet, setzte trotz der anhaltenden Schwäche die Sparprogramme fort und dämpfte damit die Gesamtnachfrage im Euroraum, die die EZB bestrebt war zu erhöhen. Entsprechend schwächte sich die ohnehin geringe Inflationsentwicklung weiter ab.

## ... INFLATIONSZIEL WIRD ABER WEITERHIN DEUTLICH VERFEHLT

Bereits im November 2014 hatte EZB-Präsident Draghi erklärt, die Europäische Zentralbank werde alles tun, um die niedrige Inflation schnellstmöglich zu erhöhen und auf das Niveau des Inflationsziels der EZB zu bringen.<sup>1</sup> Mehr als ein Jahr später, im Januar 2016, war die Inflationsrate mit 0,3 % ebenso niedrig wie damals. Im Februar 2016 waren die Verbraucherpreise zum wiederholten Male sogar rückläufig (-0,2 %).

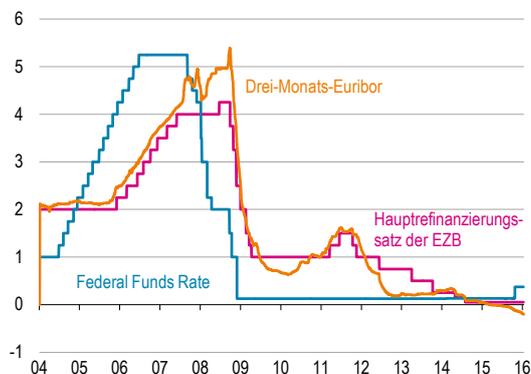
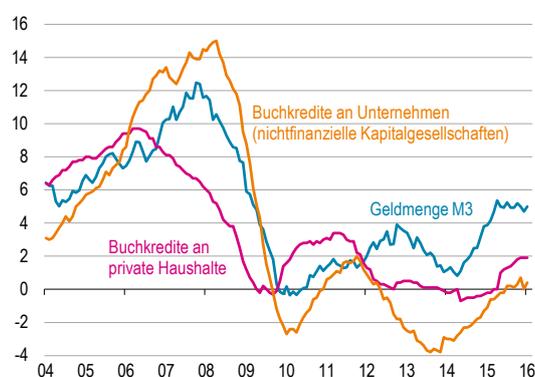
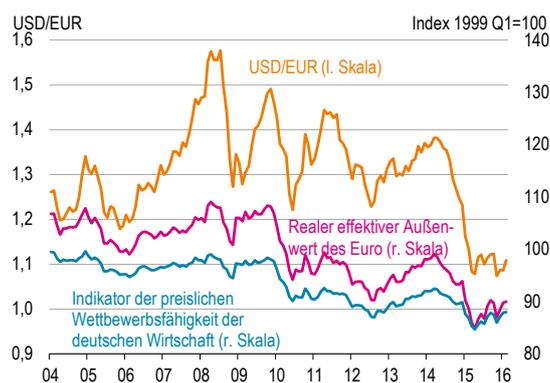
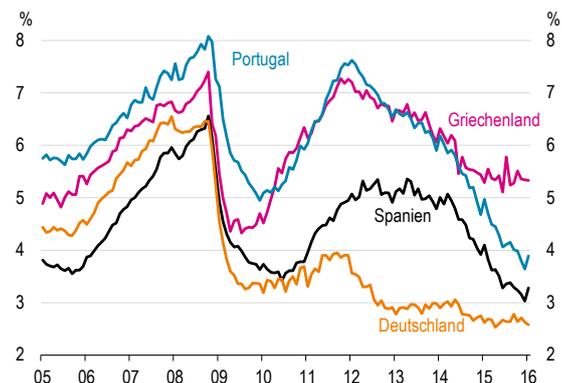
Der geringe Anstieg des Verbraucherpreisindex ist zu einem erheblichen Teil auf den starken Rückgang des Rohölpreises seit Mitte 2014 auf weniger als ein Drittel seines Ausgangswertes zurückzuführen; zwischen Februar 2015 und Februar 2016 sackten die Rohölpreise um 45 % ab (Sorte Brent, US-Dollar). Die schwache Inflationsentwicklung ist also teilweise auf vorübergehende Sonderfaktoren zurückzuführen. Analog hatte der starke Anstieg der Ölpreise in den Jahren 2010 bis 2012 die Stärke des binnenwirtschaftlich verursachten Preisauftriebs deutlich überzeichnet.

In den vergangenen drei Jahren hat die EZB ihre Prognosen nahezu Quartal für Quartal abgesenkt. Im Dezember 2012 erwartete die EZB eine Inflationsrate von 1,4 % für 2014, tatsächlich stellte sich ein Wert von 0,4 % ein. Die erste Prognose für 2015 im Dezember 2013 lag bei 1,3 %, während die EZB in der Prognose vom Dezember 2015 nur noch 0,1 % erwartete. Für 2016 beträgt die Inflationserwartung gegenwärtig 0,1 % (Draghi 2016b) gegenüber einer ursprünglichen Inflationsprognose von 1,5 % im März 2014.

Schwankungen der Inflationsrate wegen exogener Faktoren sind aus geldpolitischer Sicht an sich nicht von Bedeutung. Dies ist bei der Formulierung des Inflationsziels der EZB dadurch berücksichtigt, dass der Wert von 1,9 % – „unter, aber nahe 2 %“ – in der mittleren Frist erreicht werden soll. Die aktuelle Inflationsrate von -0,2 % ist somit geldpolitisch weniger relevant als die durch binnenwirtschaftliche

<sup>1</sup> "We will do what we must to raise inflation and inflation expectations as fast as possible, as our price stability mandate requires of us." (Draghi 2014b).

## Wirkung der Geldpolitik auf Zinsen, Wechselkurse und Kredite

Leitzinsen im Euroraum und in den USA  
in %Geldmenge M3 und Kreditvolumen  
Veränderung gegenüber Vorjahr in %Wechselkurse und realer effektiver Außenwert<sup>1</sup>Zinsen für Unternehmenskredite  
anfängliche Zinsbindung bis 1 Jahr (Neugeschäft), bis 1 Mio. Euro

<sup>1</sup> Auf Basis der Verbraucherpreise, gegenüber 38 Ländern (Euroraum) bzw. 56 Ländern (Deutschland), 1. Quartal 1999=100.

Quellen: Eurostat; Europäische Zentralbank; Federal Reserve

IMK

Faktoren bestimmte Inflationsdynamik. Diese zugrundeliegende Inflationsdynamik lässt sich näherungsweise durch die Veränderungsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak erfassen. Aber auch diese Kernrate liegt seit Mitte 2009 deutlich unter dem Inflationsziel der EZB, im Februar 2016 – wie bereits im November 2014 – bei 0,7 %.

Eine anhaltende Unterschreitung des Inflationsziels wirkt ebenso destabilisierend auf die wirtschaftliche Aktivität wie eine anhaltende Überschreitung. Aus diesem Grund sind Zentralbanken bestrebt, die Inflation auf einem bestimmten niedrigen Niveau, dem Inflationsziel, zu stabilisieren. Das Inflationsziel dient als Richtschnur für die Marktteilnehmer. Unterschreitet die Inflation das Inflationsziel, fallen die Gewinne der Unternehmen geringer und die Schuldenlast höher aus als erwartet. Das dämpft die Produktion und erhöht die Arbeits-

losigkeit, sodass die Lohnsteigerungen sich verlangsamen. Diese sogenannten Zweitrundeneffekte verfestigen die schwache Inflationsentwicklung und bergen zudem die Gefahr einer nach unten gerichteten Preis-Lohn-Spirale in sich.

Im Euroraum deuten sich derartige Zweitrundeneffekte sowohl bei der Lohnentwicklung als auch bei den Inflationserwartungen an. So nahm der Anstieg der Lohnstückkosten im Laufe der ersten drei Quartale 2015 ab und lag mit zuletzt 0,5 % (3. Quartal 2015) unter dem Jahresdurchschnitt von 2014 (1,1 %) sowie um mehr als einen Prozentpunkt unter der Rate, die mit dem Inflationsziel der EZB zu vereinbaren wäre.<sup>2</sup> Auch die aus Wertpapierrenditen berechneten langfristigen Inflationserwartungen lie-

<sup>2</sup> Lohnstückkosten im Euroraum (19 Länder), in der Gesamtwirtschaft, saison- und kalenderbereinigt, auf Personenbasis (Quelle: Eurostat).

gen seit Februar 2014 deutlich unter ihrem langjährigen Durchschnittswert. Seit ihrem Tiefpunkt im Frühjahr 2015 hatten sie sich zunächst etwas erholt, lagen aber im Februar 2016 mit 1,3 % auf ihrem bisher niedrigsten Niveau (**Abbildung 2**).

Gelegentlich wird die Unterschreitung des Inflationsziels als Chance gesehen, dieses herabzusetzen (Stark 2014, Rürup 2015). Das Inflationsziel der EZB wurde aber aus guten Gründen auf „unter, aber nahe 2 %“ festgelegt: erstens, weil Qualitätsfortschritte bei Produkten nur begrenzt erfasst werden können, wodurch die ausgewiesene Inflation infolge von Messfehlern über der tatsächlichen liegt und zweitens, um einen Abstand zu Null zu wahren, sodass Realzinsen bei Einhaltung dieses Zieles deutlich negativ werden können, obwohl die Nominalzinsen eine Untergrenze nahe Null haben.

Eine deutlich unter 2 % liegende mittelfristige Inflationsrate ist folglich nicht etwa positiv, sondern als Ausdruck einer zu schwachen wirtschaftlichen Entwicklung und als Stabilitätsrisiko zu interpretieren.

## VERFESTIGUNG DER ARBEITSLOSIGKEIT: HYSTERESE

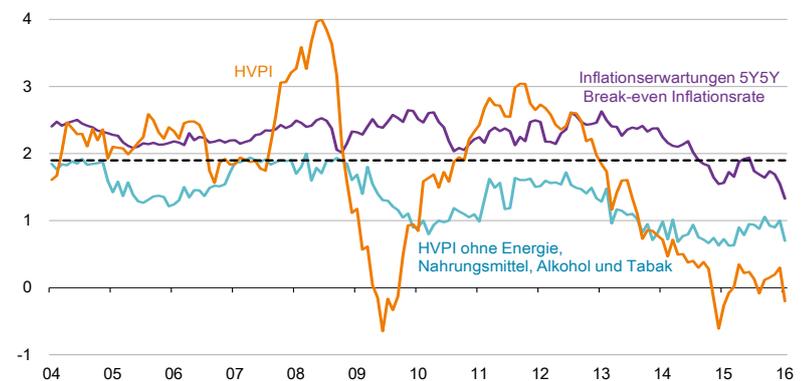
Eine anhaltende Unterauslastung der Kapazitäten beeinträchtigt zudem die gesamtwirtschaftlichen Produktionsmöglichkeiten – das Produktionspotenzial. Lang anhaltende Arbeitslosigkeit führt tendenziell zu einem Verlust an Fähigkeiten, sei es weil Wissen verloren geht, Verhaltensweisen sich ändern oder weil sich weiter entwickelnde Prozesse am Arbeitsplatz nicht miterlebt werden. Das Stigma einer längeren Arbeitslosigkeit kann zudem eine Neueinstellung erschweren. Zugleich bedeuten schwache Investitionen, dass die physischen Produktionskapazitäten langsamer ausgeweitet und weniger Innovationen umgesetzt werden.

Nach Einschätzung der EZB wird die bisherige Lockerung der Geldpolitik das BIP im Euroraum insgesamt um 1 % über den Zeitraum 2015 bis 2017 erhöhen (Draghi 2015b). Das entspricht durchschnittlich einem Drittel Prozent pro Jahr. Jüngsten Schätzungen der OECD zufolge hatte der Euroraum 2015 aber eine Produktionslücke in Höhe von 2,7 %. Mit jedem Jahr, in dem die Lücke nicht geschlossen wird, reduziert sie sich angebotsseitig durch die Verringerung der Produktionsanlagen und des Arbeitsangebots (Logeay und Tober 2006, Draghi 2014a).

Ein frühzeitiges makropolitisches Gegensteuern im Falle einer gesamtwirtschaftlichen Nachfrageschwäche ist bei Hysterese noch wichtiger als ohne diese negativen Effekte auf das Produktionspotenzial. Dafür ist es offenkundig zu spät, aber in einem kräftigen Aufschwung kann Hysterese auch in die andere Richtung wirken und das Produktionspotenzial stärker steigern als es ohne Sockelarbeitslosigkeit der Fall wäre.

## Inflation und Inflationserwartungen im Euroraum

Januar 2004 – Februar 2016



Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat. Die Breakeven-Inflationsrate wird aus Renditen von Staatsanleihen ermittelt und stellt die durchschnittliche Inflationserwartung für den Fünfjahreszeitraum dar, der in fünf Jahren beginnt. Die gestrichelte Linie markiert das Inflationsziel der EZB von 1,9 %.

Quellen: Europäische Zentralbank; Eurostat

IMK

## GELDPOLITIK MITTELS WERTPAPIERKÄUFEN

Vor dem Hintergrund der weiterhin hohen Arbeitslosigkeit und schwachen wirtschaftlichen Entwicklung bei zugleich deutlich sinkenden langfristigen Inflationserwartungen hat die EZB seit Herbst 2014 wiederholt das Spektrum ihrer angewendeten geldpolitischen Instrumente erweitert. Sie hat zunächst den bereits seit Juni 2014 negativen Einlagenzins auf Überschussreserven der Banken beim Eurosystem weiter gesenkt. Im September 2014 wurde ein drittes Programm zum Kauf privater Wertpapiere aufgelegt, im März 2015 ein Programm zum Aufkauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors gestartet. Der Zeitraum der Programme wurde bereits verlängert, der Kreis in Frage kommender Wertpapiere erweitert und das Volumen erhöht.

Bis mindestens März 2017 plant das Eurosystem, monatlich Wertpapiere in Höhe von insgesamt 80 Mrd. Euro in seine Bilanz aufzunehmen, wobei öffentliche Anleihen den überwiegenden Teil ausmachen werden. Da fällig werdende Anleihen infolge des Beschlusses vom Januar 2016 ersetzt werden, summieren sich die angestrebten Wertpapierkäufe in dem anvisierten Zeitraum von insgesamt 24 Monaten auf knapp 2000 Mrd. Euro. Bereits jetzt sind die Wertpapierkäufe zur entscheidenden Quelle von Zentralbankliquidität geworden; die üblichen Refinanzierungsgeschäfte veränderten sich seit Juni 2014 trotz der Einführung weiterer längerfristiger Kredite kaum (**Abbildung 3**). Die Wertpapierkäufe bestanden Ende Februar 2016 zu 78 % aus Anleihen des öffentlichen Sektors und erreichten ein Volumen von 921 Mrd. Euro, eine Steigerung um 712 Mrd. seit Ende Juni 2014.

Damit stellen die geldpolitisch motivierten Wert-

papierkäufe, die erst im Zuge der Eurokrise eingeführt wurden, mittlerweile 64 % der geldpolitischen Operationen des Eurosystems auf der Aktivseite der Bilanz dar. Die übrigen 36 % sind die traditionellen Refinanzierungskredite an die Banken des Eurosystems. Auf der Passivseite der Bilanz sind der Banknotenumlauf und die Einlagen der Banken einschließlich Mindestreservepflicht geldpolitisch relevant. Hier sind insbesondere die Überschussreserven der Banken deutlich gestiegen, und zwar um 543 Mrd. Euro. Das Halten von Überschussreserven ist allerdings nicht der Normalfall, sondern Ausdruck einer außergewöhnlichen Situation.

Diese außergewöhnliche Situation hält nun bereits acht Jahre an. Seither befindet sich der Euroraum und die Politik der EZB im Krisenmodus – erst als Reaktion auf die internationale Finanzkrise 2008/2009 und dann infolge der unmittelbar anschließenden Krise des Euroraums. Wie stark überschüssig die aktuelle Zentralbankliquidität gegenwärtig ist, kann man nur in Bezug auf die Überschussreserven der Banken sagen, aber auch der seit Anfang 2007 um jahresdurchschnittlich 6 % gestiegene Banknotenumlauf dürfte teilweise der Krisensituation geschuldet sein. Während die Guthaben der Kreditinstitute bei der Zentralbank in normalen Zeiten, und so auch bis 2007, etwa der Mindestreservepflicht entsprechen, liegen sie gegenwärtig um rund 670 Mrd. Euro darüber. Da die EZB zinspolitisch kaum noch Spielräume hat, besteht ihre expansive Geldpolitik primär in der Ausweitung der Liquidität.

Auf den ersten Blick erstaunt die Tatsache, dass die Zentralbankliquidität (Banknoten und Guthaben der Kreditinstitute beim Eurosystem) stärker zugenommen hat als die geldpolitisch motivierte Bereitstellung

der Liquidität auf der Aktivseite des Eurosystems (Refinanzierungsgeschäfte und Wertpapierkäufe). Auf den zweiten Blick allerdings war diese Differenz in Höhe von 48 Mrd. Euro Ende Februar 2016 verglichen mit Anfang 2007 eher gering, da seither die Notkredite einzelner Zentralbanken an das heimische Bankensystem um knapp 115 Mrd. Euro zugenommen haben und diese nicht als geldpolitische Operation gewertet werden. Die Notkredite zählen zu den „Netto-Finanzanlagen“ (Net Financial Assets, NFA). Letztere waren zur Jahreswende Gegenstand einer kontroversen Diskussion, die die EZB veranlasste, Anfang Februar 2016 eine bisher als geheim eingestufte Vereinbarung zwischen den nationalen Zentralbanken und der EZB zu veröffentlichen (EZB 2014). Die NFA sind neben den geldpolitischen Operationen eine zweite Quelle für Zentralbankliquidität im Euroraum, weshalb es eine Vereinbarung zwischen den Zentralbanken des Eurosystems über ihre Ausweitung gibt. Anfang 1999 betragen die Net Financial Assets (NFA) 268 Mrd. Euro, bis Januar 2007 waren sie auf 357 Mrd. Euro gestiegen, erreichten Ende 2015 ein Volumen von 493 Mrd. Euro und verringerten sich bis Ende Februar 2016 auf 405 Mrd. Euro.

Die Tatsache, dass Notkredite der Zentralbanken auf eigene Rechnung durchgeführt werden und zu den nicht geldpolitisch bedingten Finanzanlagen (NFA) zählen, ist ebenso Ausdruck des zentralen Problems des Euroraums wie die Tatsache, dass die geldpolitisch motivierten Wertpapierkäufe überwiegend auf eigene Rechnung getätigt werden: Der Euroraum ist kein einheitlicher Wirtschaftsraum und das Vertrauen in die finanzpolitische Solidität einzelner Euroländer ist gering.

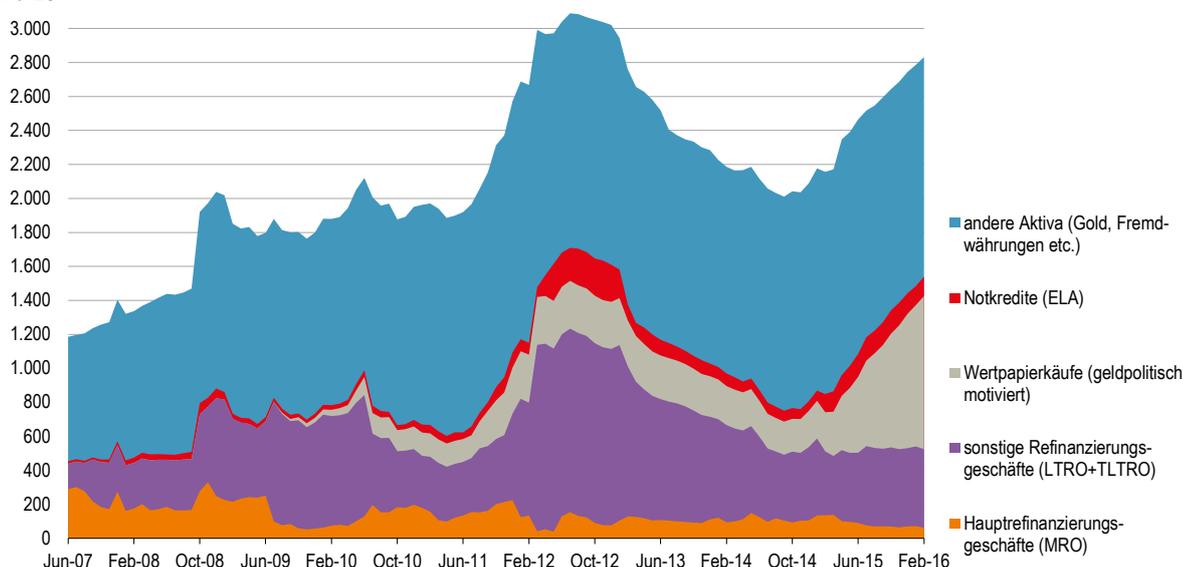
Insbesondere die Deutsche Bundesbank hatte

Abbildung 3

### Bilanz des Eurosystems

Juni 2007 – Februar 2016

Mrd. EUR



Quelle: Europäische Zentralbank, Konsolidierte wöchentliche Ausweise des Eurosystems

darauf bestanden, dass die nationalen Zentralbanken im Rahmen des „Programms zum Aufkauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors“ jeweils die eigenen nationalen Anleihen auf eigene Rechnung kaufen. Entsprechend kauft die Bundesbank öffentliche Anleihen aus Deutschland, die kaum Zinsen abwerfen, während beispielsweise die Banca d'Italia italienische Staatsanleihen erwirbt, die eine höhere Rendite aufweisen. Auch dies mutet auf den ersten Blick merkwürdig an, da – wie EZB-Präsident Draghi auf der Pressekonferenz vom Januar 2015 hervorhob – es trotzdem zu einer Risikoteilung kommen kann. Ginge das Vertrauen in ein Euroland verloren, so würde das OMT-Programm aktiviert,<sup>3</sup> mit dem gezielt Staatsanleihen dieses Landes vom gesamten Eurosystem gekauft würden (Draghi 2015a). Aus diesem Blickwinkel erscheint es zu kurz gedacht, dass die Bundesbank auf Risikotrennung bestanden hat und entsprechend geringere Erträge in Kauf nimmt.

Allerdings scheint diese Risikotrennung Bestandteil einer umfassenderen Politikstrategie für den Euroraum zu sein, in der staatliche Schuldenschnitte Bestandteil des wirtschaftspolitischen Werkzeugkastens sind und das Risiko eines Schuldenschnitts eingesetzt wird, um die Nationalstaaten in ihrer Haushaltspolitik zu disziplinieren. Der Zins als Disziplinierungsinstrument ist dabei wirksamer, wenn die Zentralbanken nicht gemeinsam für die nationalen Staatsschulden haften, so wie es noch bei dem ersten Aufkaufprogramm in den Jahren 2010 und 2011 der Fall gewesen war. Und käme es tatsächlich zu einem Schuldenschnitt, so trüge nur die nationale Zentralbank den Verlust.

Die geldpolitischen Optionen sind vor diesem Hintergrund begrenzt. Die Leitzinsen können nicht mehr nennenswert gesenkt werden. Die Wertpapierkäufe erhöhen zwar die Liquidität und können sogar noch ausgeweitet werden. Sie wirken aber wie alle geldpolitischen Maßnahmen nur indirekt und in der von Unsicherheit geprägten Lage im Euroraum nicht stark genug auf die wirtschaftliche Aktivität und die Inflationsdynamik.

Die lang andauernde Niedrigzinspolitik ist zudem nicht ohne Risiko. Die niedrigen und zum Teil negativen Zinsen dürften sich zunächst zwar nur begrenzt nachteilig auf die Profitabilität des Bankensystems auswirken, da auch die Finanzierungskosten der Banken gesunken sind und die Kreditzinsen weiterhin positiv sind. Risiken dürften aber vor allem in den weniger regulierten Schattenbanken entstehen und für die Banken dann steigen, wenn die EZB die Zinsen wieder erhöht (BIZ 2015, Theobald et al. 2015).

## EURORAUM ALS ENTWICKLUNGSLAND: WIRTSCHAFTSPOLITIK OHNE SICHERE STAATSANLEIHEN

Es ist kein Zufall, dass die Vertrauenskrise auf den Euroraum beschränkt blieb, statt auf andere entwickelte Industrienationen wie die USA, Japan und Großbritannien überzugreifen. Die Ursache liegt nicht darin, dass die Staatsschulden des Euroraums insgesamt oder die der am stärksten betroffenen Euroländer besonders hoch wären. Die Schuldenstandsquote im Euroraum erreichte den bisherigen Höchststand im Jahr 2014 mit 94 % des Bruttoinlandsproduktes, verglichen mit 105 % in den USA und 246 % in Japan; als Spanien in den Abwärtsstrudel geriet, hatte es eine staatliche Schuldenstandsquote von 70 % (2011), Portugal eine von 114 %.

Der Grund für die Eurokrise liegt darin, dass der Euroraum aus monetärer Sicht keine stabile entwickelte Volkswirtschaft ist. Eine entwickelte stabile Volkswirtschaft ist dadurch gekennzeichnet, dass die nationale Währung und die nationalen Staatsanleihen als relativ sichere Wertaufbewahrungsmittel angesehen werden. In Zeiten hoher Unsicherheit dienen Staatsanleihen dann als letzte monetäre Zuflucht. Die zwei Stabilitätsanker „Geldwertstabilität“ und „sichere Staatsanleihen“ machen eine Volkswirtschaft widerstandsfähiger im Falle negativer Schocks, weil sie Ausdruck eines hohen Vertrauens der Marktteilnehmer in die Stabilität der Wirtschaft sind. Die Wirtschaftspolitik ist durch diese zwei Stabilitätsanker wirksamer, und sich selbstverstärkende negative Prozesse sind weniger wahrscheinlich. So schlägt sich eine vorübergehend stärkere oder schwächere Inflationsentwicklung nicht in den Inflationserwartungen nieder, wenn das Vertrauen in die Zentralbank hoch ist. Und ein Vertrauensverlust beispielsweise in die Profitabilität der Finanzinstitute führt in diesem Fall zwar zu Finanzmarkturbulenzen, nicht aber zu einer Flucht aus den Staatsanleihen und aus der Währung des betreffenden Landes. Die USA und das Vereinigte Königreich sind anschauliche Beispiele für stabile entwickelte Volkswirtschaften, Argentinien und Venezuela trefende Gegenbeispiele.

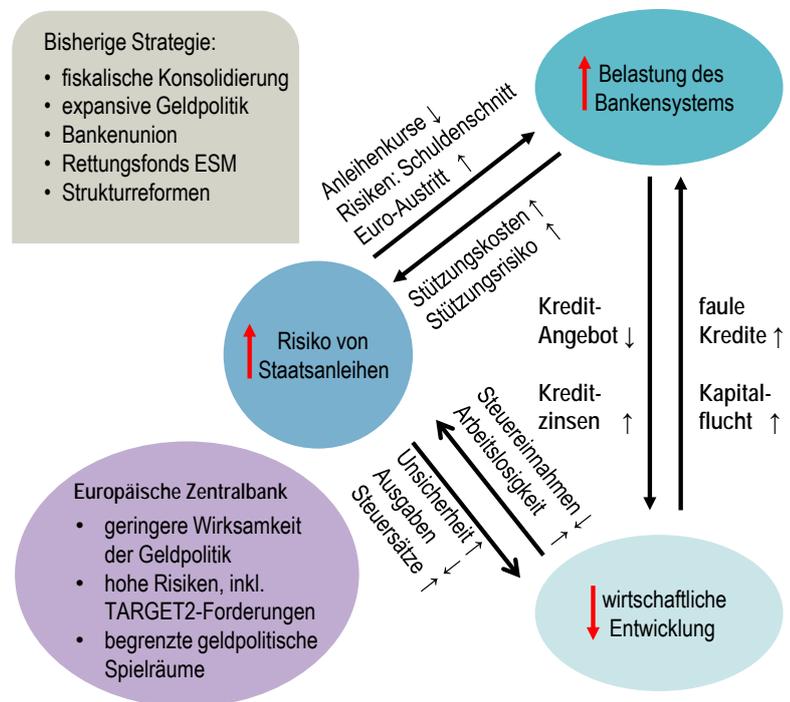
Der Euroraum hat mit dem Euro zwar eine stabile Währung, aber nicht alle Staatsanleihen der 19 Nationalstaaten des Euroraums werden gegenwärtig von den Marktteilnehmern als sicher eingeschätzt. Dafür gibt es mehrere Gründe. Im Vordergrund stehen die Gefahr von Umschuldungen der Staatsanleihen (Schuldenschnitt) und die Gefahr eines Austritts aus dem Euroraum, der ebenfalls zwangsläufig mit einem Schuldenschnitt verbunden wäre. Es ist unmittelbar einleuchtend, dass Wertpapiere, die dem Risiko einer Umschuldung unterliegen, keine risikofreie Form der Vermögensaufbewahrung darstellen. Damit tragen die Staatsanleihen nicht zur Stabilität, sondern im Gegenteil zur Instabilität bei. Insbesondere kommt es zu negativen Rück-

<sup>3</sup> Outright Monetary Transactions (OMT) sind ein geldpolitisches Instrument zum selektiven Kauf von Staatsanleihen des Euroraums entsprechend einer Entscheidung der EZB vom September 2012. Das bisher nicht aktivierte Programm bezieht sich nur auf kürzerfristige Staatsanleihen (1 – 3 Jahre) und setzt voraus, dass sich das betreffende Land in einem Programm mit dem Europäischen Stabilisierungsmechanismus befindet. ([http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html)).

kopplungen zwischen dem Staatssektor und dem Bankensektor, die ihrerseits durch eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage verstärkt werden (Abbildung 4). Mit steigendem Risiko der nationalen Staatsanleihen erhöht sich die wirtschaftliche Unsicherheit, was negativ auf die Investitionstätigkeit und den Konsum wirkt. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wird zusätzlich gedämpft, wenn der Staat in dem Versuch, Vertrauen zurückzugewinnen, die Ausgaben senkt und Steuersätze erhöht. Ein Anstieg des Risikos der nationalen Staatsanleihen beeinträchtigt die Lage des Bankensektors, weil höhere Risikoprämien spiegelbildlich geringere Wertpapierkurse bedeuten, sodass sich die Aktivseite der Bankbilanzen verschlechtert. Dadurch verteuert sich die Finanzierung der Banken infolge höherer Risikoprämien. In die gleiche Richtung wirkt das Risiko, dass das betroffene Land den Euroraum verlässt. Die Banken versuchen, ihre erhöhten Finanzierungskosten an die Kunden weiterzugeben und mit sich eintrübender wirtschaftlicher Entwicklung ihre Margen zu erhöhen, sodass die Zinsen für Kredite steigen. Damit verschärfen sie den negativen Einfluss der nachlassenden wirtschaftlichen Aktivität auf ihre Bilanzen, der insbesondere in einer Zunahme der uneinbringlichen Kredite und Kapitalflucht besteht. Die gedämpfte wirtschaftliche Aktivität verringert zudem die Einnahmen des Staates, während zugleich die konjunkturbedingten Staatsausgaben infolge steigender Arbeitslosigkeit zunehmen. Das dadurch steigende Risiko der Staatsanleihen wird auch direkt vonseiten des Bankensektors erhöht, da mit steigendem Risiko im Bankensektor die staatlichen Stützungsmaßnahmen und die Wahrscheinlichkeit künftiger Stützungsmaßnahmen zunehmen.

Die aktuelle wirtschaftspolitische Strategie auf der Ebene des Euroraums besteht richtigerweise darin, stabilisierende Maßnahmen auf alle drei Bereiche zu richten. Diese sind gegenwärtig allerdings so konzipiert, dass sie weder in der Lage sind, den Euroraum kurzfristig zu stärken noch langfristig für Stabilität zu sorgen. Die Geldpolitik als einzige expansive makroökonomische Kraft reicht nicht aus. Die Bankenunion wird zwar die Stabilität des Bankensystems erhöhen, aber nicht hinreichend, da der Euroraum nicht über genügend sichere Aktiva verfügen wird. Das angestrebte Zurückdrängen der Staatsanleihen aus den Bankbilanzen, kann zwar dazu führen, dass die Portfolios der Banken stärker diversifiziert sind und somit zunächst Verluste bei nicht systemischen Schocks besser verkraftet werden können. Den Banken fehlten aber auch unter solchen Bedingungen sichere Anlagen, wenn bei einem besonders starken Anstieg der Unsicherheit die Stabilität des gesamten Finanzsystems gefährdet ist. So weist die neuere Forschung (Tasca und Batiston 2014) darauf hin, dass das Risiko des Gesamtsystems aller Portfolios durch optimale Diversifikation nicht sinkt, sondern nur das der einzelnen Portfolios. Aus Makrosicht muss daher abgewo-

#### Negative Rückkopplung zwischen staatlichem Schuldenrisiko, Bankensektor und Wirtschaftswachstum



Quelle: IMK

IMK

gen werden, was das optimale Niveau der Diversifikation ist. Vermehrte Diversifikation verursacht nämlich gleichzeitig eine höhere Vernetzung der Finanzmarktakteure. Intensivere Vernetzung kann wiederum über Ansteckungseffekte dazu führen, dass das systemische Risiko steigt. Das Besondere an Staatsanleihen ist aber gerade, dass sie die einzigen Anlagen sind, die überhaupt als sicher gelten können, da der Staat über die Steuerhoheit verfügt und bei einem funktionsfähigen Steuersystem auch schwerere Schocks verkraften kann. Zusätzlichen Rückhalt erhalten Staatsanleihen üblicherweise von der Zentralbank, deren Existenz als potenzieller Käufer von Staatsanleihen die Gefahr eines Vertrauensbruchs mindert.

Privatwirtschaftlich geschaffene „sichere“ Wertpapiere sind nur scheinbar sicher und werden, wie die internationale Finanzkrise gezeigt hat, in Krisenzeiten unsicher. Ihre Kurse reagieren dann fortwährend auf neue (schlechte) Informationen und tragen so zur Instabilität bei.

Für die längerfristige Stabilität und für die Überwindung der andauernden Krise stellt sich daher die Frage, ob es möglich ist, den Staatsanleihen aller Euroländer den Charakter als sichere Wertaufbewahrungsmittel zu verleihen, ohne zugleich Anreize für eine ausufernde staatliche Verschuldung zu setzen.

## TRÜGERISCHE RUHE

Gegenwärtig existiert eine gewisse Dissonanz zwischen den Rufen nach weiteren geldpolitischen Maßnahmen wie Hubschraubergeld und der noch schwelenden Gefahr eines Auseinanderbrechens des Euroraums auf der einen Seite, und den relativ geringen Renditedifferenzialen zwischen den Staatsanleihen des Euroraums auf der anderen (**Abbildung 5**). Die „Whatever it takes“-Rede von EZB-Präsident Draghi im Sommer 2012 und die darauf folgende Ankündigung des (bisher nicht aktivierten) OMT-Programms zum Kauf von Staatsanleihen im Falle eines Vertrauensverlustes dürfte die wesentliche Ursache für die relative Stabilität sein. Es besteht zudem die Möglichkeit, dass die EU-Kommission größere fiskalpolitische Flexibilität walten lässt und dass Länder mit ohnehin bestehendem fiskalpolitischen Spielraum, vor allem Deutschland, die EZB bei der makroökonomischen Stabilisierung des Euroraums unterstützen.

Diesem optimistischen Szenario steht entgegen, dass die zunächst in erster Linie von der Bundesbank vorgetragene Forderung nach einer Aufhebung der Sonderregelung für Staatsanleihen bei der Bankenregulierung mittlerweile von weiten Kreisen mitgetragen wird (Juncker et al. 2015). Dies wäre der nächste politische Schritt zur Aushöhlung des Sonderstatus von (auf die nationale Währung lautenden) Staatsanleihen als sichere Aktiva. Die Befürwortung von Schuldenschnitten war der erste, die verbindliche Aufnahme von Umschuldungsklauseln in neu emittierte Staatsanleihen im Euroraum seit

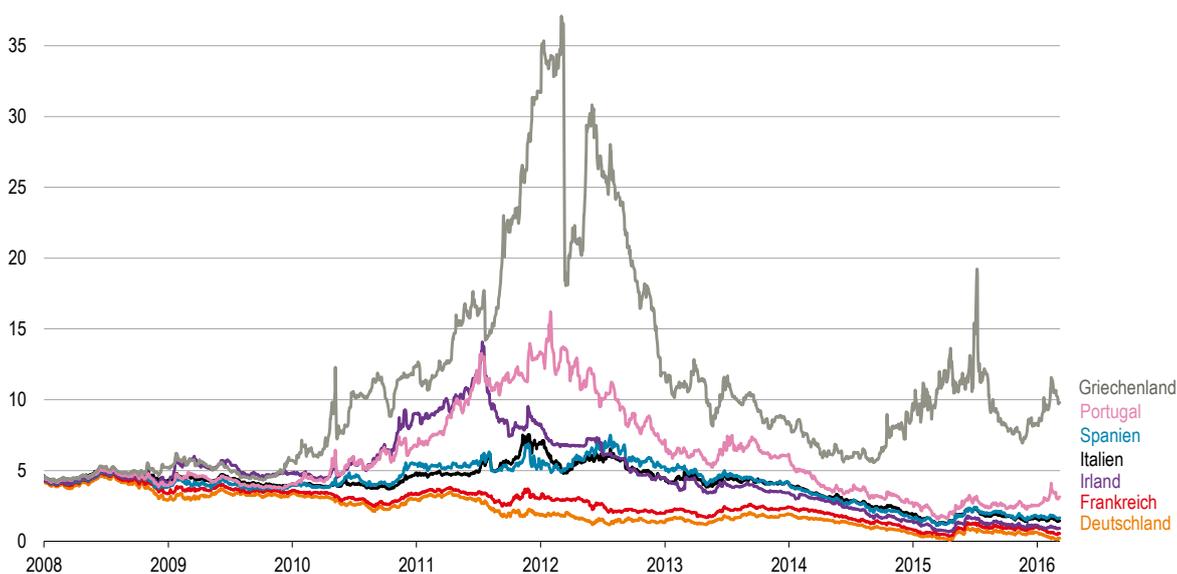
2013 der zweite. Bereits 2010/2011, als die EZB als Retterin in der Not Staatsanleihen Griechenlands, Irlands, Portugals, Spaniens und Italiens kaufte, war ihr Einsatz beschränkt und folglich nicht durchgreifend, weil die politische Rückendeckung fehlte.

Die Regierungen diskutierten damals Schuldenschnitte aus der möglicherweise berechtigten Sorge, falsche Anreize zu setzen, aber vor dem Hintergrund einer unzutreffenden Krisenanalyse, die die Ursache der Krise in einer verschwenderischen Haushaltspolitik verortete. Mitte 2012 war es erneut die EZB, die die Stabilität des Euroraums durch ein Versprechen wieder herstellte und damit die Grenzen ihres Mandats nur deshalb nicht überschritt, weil die Regierungen im Nachhinein ihre Zustimmung gaben. Mittlerweile wird Geldpolitik zunehmend auf eigene Rechnung betrieben, sei es bei den Notkrediten der nationalen Zentralbanken oder bei den Wertpapierkäufen im Rahmen des Programms zum Kauf öffentlicher Wertpapiere. Ob die EZB beim nächsten größeren Schock in der Lage sein wird, die Märkte erneut zu beruhigen, ist unter diesen Bedingungen fraglich. Angesichts der hohen Arbeitslosigkeit in den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern und der Erfahrungen Griechenlands könnten die Auflagen, die als Voraussetzung für gezielte Staatsanleihenkäufe Bestandteil eines ESM-Programms<sup>4</sup>

4 Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM, European Stability Mechanism) wurde 2012 als Teil des „Euro-Rettungsschirms“ gegründet. Der ESM gewährt Euroländern, die den Fiskalpakt ratifiziert haben, im Rahmen eines Programms mit wirtschaftspolitischen Auflagen finanzielle Unterstützung in Form von Krediten.

Abbildung 5

### Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Euroländer



wären, die Aussichten auf eine erfolgreiche Stabilisierung dämpfen und erneut Erwartungen einer Aufspaltung des Euroraums nähren.

Das Problem mangelnder sicherer Aktiva und die dadurch bestehende latente Gefährdung des Finanzsystems ließen sich wahrscheinlich mit sogenannten ESBies in den Griff bekommen (Brunnermeier et al. 2016). ESBies sind als strukturierte Wertpapiere konzipiert, die aus den Staatsanleihen aller Euroländer bestehen. Diese Wertpapiere bestehen aus zwei Tranchen, von denen nur die unsichere Tranche Verluste im Falle eines Schuldenschnitts erleiden würde, während die sichere Tranche als „safe assets“ zur Verfügung stehen und stabilisierend wirken würde (Infobox 1). Der Vorschlag weist Ähnlichkeiten mit dem ebenfalls aus dem Jahre 2011 stammenden Vorschlag der Blue Bonds (von Weizsäcker und Delpla 2011) auf, kommt allerdings ohne eine gesamtschuldnerische Haftung aus. Blue Bonds wären demgegenüber Eurobonds, die für Staatsanleihen bis maximal 60 % des Bruttoinlandsproduktes ausgegeben würden. Staatsschulden, die diese Grenze überschreiten, wären als sogenannte Red Bonds nicht durch eine gesamtschuldnerische Haftung gedeckt und würden dem Risiko eines Schuldenschnitts unterliegen. Ein dritter prominenter Vorschlag aus dieser Zeit war mit Blick auf die Finanzmarktstabilität bestrebt, eben dieses Risiko eines Schuldenschnitts durch die Einrichtung eines Schuldentilgungsfonds zu eliminieren (SVR 2011; Parello und Visco 2012). Durch den Schuldentilgungsfonds würde gerade der über 60 % des Bruttoinlandsproduktes hinausgehende Schuldenstand als Altlast im Rahmen eines Schuldentilgungsfonds gesamtschuldnerisch garantiert und von dem jeweiligen Staat über einen Zeitraum von 20 bis 30 Jahren getilgt.

Alle drei Vorschläge zielen darauf ab, die Finanzmarktstabilität zu erhöhen, indem zumindest ein Teil der Staatsschulden als sichere Anlagen zur Verfügung steht und damit stabilisierend wirkt statt zur Destabilisierung beizutragen. Um erfolgreich zu sein, benötigen alle drei Vorschläge einen institutionellen Rahmen, der eine Überwachung der nationalen Finanzpolitik der Euroländer ermöglicht. Dieser institutionelle Rahmen wurde im Euroraum in den vergangenen Jahren ausgebaut und um eine weitreichende makroökonomische Überwachung ergänzt. Zwar mangelt es noch an Flexibilität, die eine die Geldpolitik ergänzende Fiskalpolitik ermöglichen würde, aber es existiert ein institutioneller Rahmen zur Gewährleistung einer nachhaltigen Finanzpolitik. Vor diesem Hintergrund würde eine Verlautbarung der Regierungschefs, dass staatliche Schuldenschnitte im Euroraum ebenso aus dem wirtschaftspolitischen Werkzeugkasten verbannt werden, wie es Inflation bereits wurde, eine mindestens ebenso große Wirkung haben wie das „Whatever-it-takes“ von Mario Draghi (und die entgegengesetzte Wirkung der Ankündigung möglicher Schuldenschnitte in den Jahren 2010 und 2011).

### European Safe Bonds (ESBies)

ESBies steht für European Safe Bonds (Europäische Sichere Anleihen). Sie wurden von Brunnermeier et al. (2011) bereits im Jahre 2011 vorgeschlagen, um den Teufelskreis zwischen dem Risiko des Bankensektors und dem der nationalen Staatsanleihen zu durchbrechen (Brunnermeier et al. 2016).

ESBies werden durch Verbriefung – beispielsweise von einer europäischen Schuldenagentur – neu geschaffen und sind durch ihre Konstruktion besonders risikoarm. Sie sind der sichere Teil einer Wertpapieremission (Senior-Tranche), die auf einem wohldiversifizierten Portfolio aus Staatsanleihen des Euroraums besteht. Ihr geringes Risiko beruht damit auf zwei Säulen: der Diversifikation und der vorrangigen Bedienung (Senior). Das Gegenstück der ESBies sind die European Junior Bonds (EJBies), die zwar auf demselben diversifizierten Portfolio basieren, aber nachrangig bedient werden. Im Falle eines Schuldenschnitts würden die EJBies den Verlust tragen. Sie sind daher mit einer höheren Verzinsung ausgestattet.

Die enge Verlustgefahr zwischen Bankbilanzen und Staatsanleihenkursen wird durchbrochen, indem Banken den Teil ihrer Anlagen, den sie bisher in Form von Staatsanleihen halten – in der Regel primär Staatsanleihen des jeweiligen Landes – durch ESBies ersetzen müssen. Die nachrangigen EJBies dürften die Banken nicht in ihre Bilanz aufnehmen bzw. müssten sie mit entsprechend viel Eigenkapital unterlegen.

Durch diese Konstruktion würde nicht nur ein hoher Bestand an liquiden, sicheren Anlagen geschaffen. Zugleich wären auch die nachrangigen EJBies relativ risikoarm bzw. im Falle unsystematischer fiskalischer Fehlbeträge sogar sicher, da das Risiko eines Schuldenschnitts infolge der Rückkopplung zwischen Bankensystem und Staatsanleihen durch die Einführung der ESBies beseitigt würde (Brunnermeier et al. 2016).

Die Krisenjahre haben gezeigt, wie stark die vertrauensbringende Wirkung einer Zentralbank selbst bei Gegenwind durch die Regierungen sein kann. Geldpolitisch kann die EZB aber kaum selektiv wirken. Solange es keine zentralisierte Fiskalpolitik im Euroraum gibt, wäre ein institutioneller Rahmen von Vorteil, der es den Ländern des Euroraums ermöglichen würde, bei asymmetrischen Schocks wirksam ihre Fiskalpolitik einzusetzen ohne einen Vertrauensverlust zu riskieren. In der aktuellen Situation, in der nicht nur der Euroraum als Ganzes, sondern mit Deutschland auch das Land mit dem kräftigsten Wachstum und der niedrigsten Arbeitslosigkeit eine deutliche und länger anhaltende Unterschreitung des Inflationsziels zu verzeichnen haben und Zweit-rundeneffekte zu wirken beginnen, sollte die Fiskalpolitik insgesamt einen nennenswerten expansiven Impuls setzen. Anders als die Geldpolitik könnte sie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage direkt steigern und mittels ohnehin benötigter Infrastrukturmaßnahmen positiv auf die private Investitionstätigkeit und das Produktionspotenzial wirken.

## LITERATUR

Alle IMK-Publikationen finden Sie auch online unter:

[http://www.boeckler.de/imk\\_2733.htm](http://www.boeckler.de/imk_2733.htm)

**Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (2015):** 85th Annual Report, Basel, Juni.

**Brunnermeier, M. K. / Garicano, L. / Lane, P. R. / Pagano, M. / Reis, R. / Santos, T. / Thesmar, D. / Van Nieuwerburgh, S. / Vayanos, D. (2016):** The Sovereign-Banking Diabolic Loop and Esbies". In: The American Economic Review, Papers and Proceedings 106.5, im Erscheinen.

**Brunnermeier, M. K. / Garicano, L. / Lane, P. / Pagano, M. / Reis, R. / Santos, T. / Van Nieuwerburgh, S. / Vayanos, D. (2011):** ESBies: A realistic reform of Europe's financial architecture. VoxEU, 25.10.2011.

**Draghi, M. (2014a):** Unemployment in the euro area. Rede beim Annual central bank symposium, Jackson Hole, 22. August.

**Draghi, M. (2014b):** Monetary policy in the euro area. Opening keynote speech at the Frankfurt European Banking Congress, Frankfurt/M., 21. November.

**Draghi, M. (2015a):** Introductory statement to the press conference. Europäische Zentralbank, Frankfurt/M., 22. Januar.

**Draghi, M. (2015b):** Introductory statement to the press conference. Europäische Zentralbank, Frankfurt/M., 3. Dezember.

**Draghi, M. (2016a):** Monetary Dialogue with Mario Draghi, President of the ECB, Committee on Monetary and Economic Affairs, European Parliament, Brussels, 15. Februar.

**Draghi, M. (2016b):** Introductory statement to the press conference. Europäische Zentralbank, Frankfurt/M., 10. März.

**Europäische Zentralbank (EZB) (2014):** Agreement of 19 November 2014 on Net Financial Assets. [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_anfa\\_agreement\\_19nov2014\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_anfa_agreement_19nov2014_f_sign.pdf), zuletzt aufgerufen am 10.03.2016.

**EU-Kommission (2015):** Alert Mechanism Report 2016, Brüssel, November.

**Horn, G. / Tober, S. (2011):** Warum ein Schuldenschnitt falsch wäre. Kommentar. Financial Times Deutschland vom 19.01.2011.

**Internationaler Währungsfonds (2012):** Safe Assets – Financial System Cornerstone? Global Financial Stability Report, Washington, April, S. 81–122.

**Juncker, J.-C. / Tusk, D. / Dijsselbloem, J. / Draghi, M. / Schulz, M. (2015):** Completing Europe's Economic and Monetary Union, EU-Kommission, Brüssel.

**Parelo, C. P. / Visco, V. (2012):** The European Redemption Fund: A Comparison of two proposals. In: *Politica economica, Journal of Economic Policy*, Bd. 28, H. 3, S. 273–306.

**Rürup, B. (2015):** Inflation: Zwei Prozent sind zu viel. Handelsblatt Research Institute, Düsseldorf, 20.02.2015.

**Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) (2011):** Verantwortung für Europa wahrnehmen. Jahresgutachten 2011/12, Wiesbaden.

**Stark, J. (2014):** Die EZB auf dem Weg zur Bad Bank. Handelsblatt vom 09.09.2014, S. 12.

**Tasca, P. / Battiston, S. (2014):** Diversification and Financial Stability. London School of Economics, SRC Discussion Paper No 10, London, Februar.

**Theobald, T. / Tober, S. / List, E. (2015):** Finanzmarktstabilität vor dem Hintergrund unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen. IMK Report Nr.107, Oktober.

**Tober, S. (2014):** Risky or Safe: Government Bonds in the Euro Crisis. In: Horn, G.A. / Palley, T. (Hrsg.): *Restoring Shared Prosperity – A Policy Agenda from Leading Keynesian Economists*. Print on demand, Amazon, S. 113–122..

**Von Weizsäcker, J. / Delpla, J. (2011):** Eurobonds: The blue bond concept and its implications. Policy Contribution. Bruegel, 21.03.2011.

Abgeschlossen am 10. März 2016

## **IMPRESSUM**

### **Herausgeber**

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)  
der Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf  
Telefon (02 11) 77 78-312, Telefax (02 11) 77 78-26 6

[imk-report@boeckler.de](mailto:imk-report@boeckler.de)  
<http://www.imk-boeckler.de>

Redaktionsleitung: Dr. Sven Schreiber, Dr. Thomas Theobald  
Pressekontakt: Rainer Jung, (02 11) 77 78-15 0

ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung  
– auch auszugsweise –  
nur mit Quellenangabe zulässig.

### **Autorenschaft:**

Dr. Silke Tober, [silke-tober@boeckler.de](mailto:silke-tober@boeckler.de)