ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Demary, Markus; Hüther, Michael

Article

Ist die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank noch angemessen?

IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung

Provided in Cooperation with:
German Economic Institute (IW), Cologne

Suggested Citation: Demary, Markus; Hüther, Michael (2018) : Ist die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank noch angemessen?, IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung, ISSN 1864-810X, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln, Vol. 45, Iss. 1, pp. 31-48,
https://doi.org/10.2373/1864-810X.18-01-02

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/181924

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Vierteljahresschrift zur empirischen
Wirtschaftsforschung, Jg. 45

IW-Trends 1/2018

Ist die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank noch angemessen?

Markus Demary / Michael Hüther

INSTITUT DER DEUTSCHEN WIRTSCHAFT

Vorabversion aus: IW-Trends, 45. Jg. Nr. 1
Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln e. V.

Verantwortliche Redakteure:
Prof. Dr. Michael Grömling, Telefon: 0221 4981-776
Holger Schäfer, Telefon: 030 27877-124
groemling@iwkoeln.de · schaefer.holger@iwkoeln.de · www.iwkoeln.de

Die IW-Trends erscheinen viermal jährlich, Bezugspreis € 50,75/Jahr inkl. Versandkosten.

Rechte für den Nachdruck oder die elektronische Verwertung erhalten Sie über
lizenzen@iwkoeln.de.

ISSN 0941-6838 (Printversion)
ISSN 1864-810X (Onlineversion)

© 2018 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH
Postfach 10 18 63, 50458 Köln
Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln
Telefon: 0221 4981-452
Fax: 0221 4981-445
iwmedien@iwkoeln.de
www.iwmedien.de

Ist die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank noch angemessen?

Markus Demary / Michael Hüther, Februar 2018

Zusammenfassung

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank wird von zwei Seiten kritisiert. Während die eine Seite die geldpolitische Ausrichtung als zu expansiv ansieht, wird der EZB von der anderen Seite vorgeworfen, dass die gemessene Inflationsrate noch immer unterhalb des Inflationsziels liegt. Eine Analyse der Angemessenheit dieser Geldpolitik mit einer starken Fokussierung auf das Inflationsziel ist deshalb erforderlich. Zu diesem Zweck muss die Wirksamkeit der Geldpolitik über die einzelnen Übertragungswege untersucht werden. Dieser Beitrag zeigt, dass das aktuelle Umfeld aus sinkender Arbeitslosigkeit und solidem Wachstum bei niedriger Inflation auch das Resultat von angebotsseitigen Effekten der Geldpolitik ist. Diese überwiegen, da die Geldpolitik zurzeit über die nachfrageseitigen Übertragungskanäle infolge der Banken- und Staatsschuldenkrise nur eingeschränkt funktioniert. So hat die Bilanzbereinigung für die Banken derzeit noch Vorrang vor der Kreditvergabe, während für die Unternehmen die Bilanzbereinigung Vorrang vor neuen Investitionen hat. Deshalb führen die niedrigen Finanzierungskosten zu niedrigem Kostendruck bei den verschuldeten Unternehmen. Eine Normalisierung dieser Übertragungskanäle wird aber durch den Wachstumskurs des Euroraums forciert, sodass auch die Inflationsrate wieder steigen wird. Hieraus leitet sich ab, dass die EZB ihr Inflationsziel weniger streng interpretieren und eine Normalisierung ihrer Geldpolitik nicht allzu lange aufschieben sollte.

Stichwörter: Inflation, Finanzmärkte, Geldpolitik, Zinsen
JEL-Klassifikation: E31, E43, E44, E52

Geldpolitik auf dem Prüfstand

Aktuell ist ein Umfeld von sinkender Arbeitslosigkeit und stabilem Wachstum bei niedriger Inflation zu beobachten. Dieses unterscheidet sich sehr vom deflationären Umfeld der letzten Jahre, in denen sowohl das Wachstum als auch die Inflationsentwicklung in mehreren Ländern des Euroraums sehr niedrig war. Die wirtschaftliche Erholung des Euroraums ist aber aus Sicht der Europäischen Zentralbank (EZB) bisher noch nicht ausreichend fortgeschritten, um den Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik zu beginnen. So rechtfertigte die EZB bei ihrer Zinsentscheidung vom 25. Januar 2018 die weiterhin expansive Ausrichtung ihrer Geldpolitik mit der noch nicht ausreichend starken Inflationsentwicklung und betonte sogar ihre jederzeitige Bereitschaft, noch expansiver zu werden (EZB, 2018).

Die Angemessenheit der Geldpolitik wird seit Beginn des Quantitative Easing kontrovers diskutiert. Viele Beobachter in Deutschland halten die Geldpolitik der EZB für zu expansiv und befürchten in der mittleren Frist hohe Inflationsraten, Kapitalfehlallokationen, aufgeschobene Reformen und möglicherweise eine erneute Finanzkrise. Die Kritiker argumentieren vor allem über das niedrige Niveau der Zinsen und die Größe der Bilanzsumme der EZB. So liegt der Hauptrefinanzierungszins der EZB seit März 2016 bei 0,0 Prozent, während die Bilanzsumme der EZB seit Januar 2008 von 13,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) des Euroraums auf 41,4 Prozent angestiegen ist. Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) hat Berechnungen vorgestellt, nachdem die Leitzinsen der EZB viel niedriger sind, als es die Benchmark-Werte der Taylor-Regel implizieren (SVR, 2017). Ein Schwachpunkt dieser Argumentation ist jedoch, dass sie ausschließlich auf den geldpolitischen Instrumenten basiert und die geldpolitischen Zielgrößen außen vor lässt. Hierzu gehören die Inflationsrate und die Inflationserwartungen, die nur über Modellrechnungen in den Benchmark-Wert der Taylor-Regel einfließen. Problematisch ist hier, dass die zugrunde liegenden Paramerterwerte der Taylor-Regel, besonders der gleichgewichtige Realzins, mit Unsicherheit behaftet sind (Demary/Hüther, 2015).

Die Zielgrößen der Geldpolitik, die Inflationsrate und die Inflationserwartungen deuten weiterhin nicht auf eine expansive Geldpolitik hin. Auf diese Argumentation berufen sich die Unterstützer der expansiven Geldpolitik (Pisany-Ferry, 2015; Ciccarelli/Osbat, 2017; Miles et al., 2017). Sie sehen einen zeitnahen Ausstieg aus

der expansiven Geldpolitik deshalb kritisch, weil die zyklische Arbeitslosigkeit im Euroraum zu hoch und das Wachstum zu fragil sei. Zudem sei der Phillipskurven-Zusammenhang (negatives Verhältnis von Inflation und Arbeitslosigkeit) – jedenfalls für Deutschland – gestört, sodass eine geldpolitische Wende eine erneute Rezession begünstigen würde. Ähnlich argumentiert auch die EZB (2018). Aus dieser Perspektive wäre ein Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik das zentrale makroökonomische Risiko.

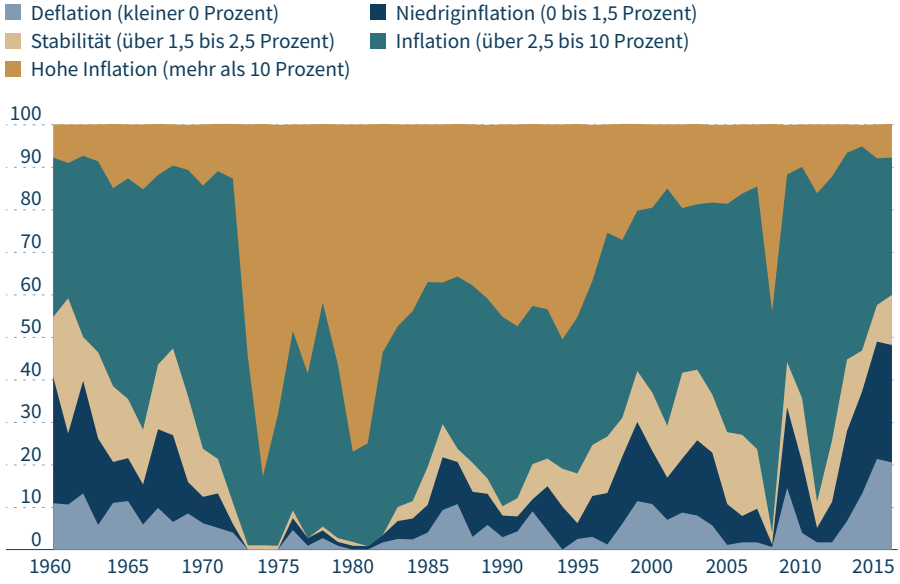
Für die Bewertung der Angemessenheit der Geldpolitik reicht eine Fokussierung auf ihre Instrumente nicht aus, denn eine Zentralbank muss diese an die Entwicklungen von Konjunktur und Inflationsrate ausrichten, um ihre wirtschaftspolitischen Ziele zu erfüllen. Es reicht für die Bewertung des Expansionsgrads der Geldpolitik ebenfalls nicht aus, diese allein an den Ergebnisgrößen wie der Inflationsrate zu bemessen, da diese nicht nur wegen einer schwachen Nachfrage, sondern auch wegen eines starken Angebots niedrig ausfallen können. Aus diesem Grund wird im Rahmen dieser Studie die Wirkung der Geldpolitik über die einzelnen Übertragungswege, die sogenannten Transmissionskanäle, analysiert. Diese laufen sowohl über die Nachfrageseite als auch über die Angebotsseite ab. Sofern die Geldpolitik der EZB über die Angebotsseite wirkt, kann die aktuelle Situation aus Wachstum bei Niedriginflation eine Folge der Geldpolitik sein, während die Niedriginflation bei einer Transmission der Geldpolitik über die Nachfrageseite eine Zielverfehlung darstellt.

Globale Inflationstrends

Die Inflation ist weltweit auf dem Rückzug. Im Gefolge des Ölpreisschocks hatten im Jahr 1975 noch rund 70 Prozent der 220 untersuchten Länder eine Inflationsrate von über 10 Prozent (Abbildung 1). Mitte der 1990er Jahre wies nur noch die Hälfte der Länder eine so hohe Inflationsrate auf. Am aktuellen Rand liegt der Anteil der Hochinflationsländer nur noch bei 7 Prozent. Einen neuen Trend stellen die Niedriginflation und die Deflation dar. Der Anteil der Länder mit sinkendem Preisniveau lag im Jahr 2011 noch bei nur 1 Prozent. Am aktuellen Rand sind 18 Prozent der Länder durch Deflation gekennzeichnet. Niedriginflation, also eine Inflationsrate zwischen 0 und 1,5 Prozent, fand sich im Jahr 2011 noch in 3 Prozent der Länder, liegt aber am aktuellen Rand bei 31 Prozent. Eine Inflationsrate zwischen 1,5 und 2,5 Prozent ist in rund 12 Prozent der Länder zu beobachten. Der

Globaler Rückgang der Inflation

Anteil der Länder auf Basis der Höhe ihrer Inflationsraten an den 220 untersuchten Ländern in Prozent



Quellen: Weltbank; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 1: http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/LxOZoiBgHvhViP6

säkulare Prozess der Desinflationierung ist bis zur Nullzinsgrenze also weit fortgeschritten.

Auf den ersten Blick scheinen globale Faktoren für die niedrige Inflation eine größere Rolle zu spielen als nationale Faktoren und Politiken. Um zu verstehen, warum es der EZB schwer fällt, ihr Inflationsziel zu erreichen, müssen die folgenden globalen Argumente Beachtung finden.

Im Durchschnitt der 1990er Jahre lag der **Ölpreis** bei rund 20 US-Dollar pro Barrel. Nach der Jahrtausendwende stieg der Ölpreis bis auf 138 US-Dollar im Juni 2008 an, seitdem schwankt er zwischen 30 und 120 US-Dollar. Aktuell liegt der Ölpreis bei 70 US-Dollar, was dreimal so hoch ist wie im Durchschnitt der 1990er Jahre, aber nur die Hälfte von 2008. Phasen des Rückgangs beim Ölpreis gab es in den 1990er Jahren dreimal. In dieser Zeit gab es jedoch weder deflationäre Phasen in

den Euro-Mitgliedsländern noch in den USA. Einen gewissen Beitrag hat der Ölpreis zur Niedriginflation geleistet, allerdings zeitlich nicht konsistent und durchgehend.

Die **Staatsverschuldung** im Euroraum ist von ihrem langfristigen Durchschnittswert in Höhe von 67,5 Prozent des BIP des Euroraums auf 94,2 Prozent im Jahr 2014 angestiegen. Die Tragfähigkeit der Schulden in einigen Mitgliedsländern war lange Zeit fragwürdig. Die Herabstufung der Länderratings hat die Finanzierungssituation der Unternehmen verschlechtert, sodass sich diese gezwungen sahen, Investitionen aufzuschieben. Das Platzen von Kreditblasen in Spanien und Portugal hat ebenfalls Bilanzbereinigungsprozesse erforderlich gemacht. Durch die unzureichende wirtschaftliche Dynamik fehlte lange Zeit der Preisdruck.

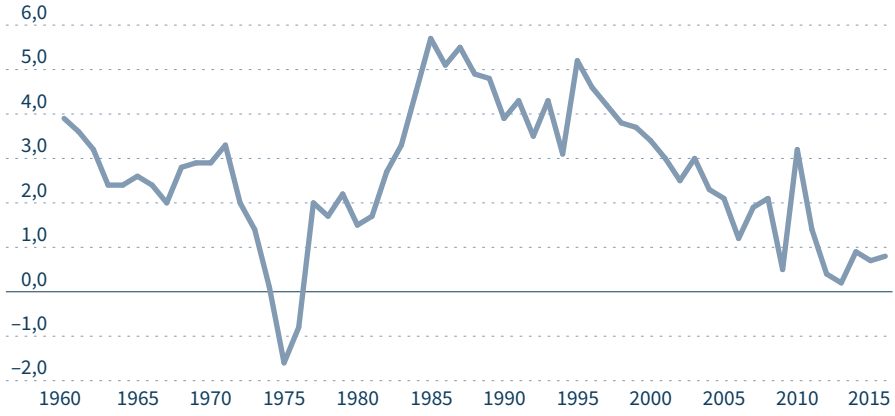
Die globale **Finanzmarktkrise** und die anschließende Bankenkrise im Euroraum haben das Eigenkapital vieler Banken aufgezehrt, sodass dies zum limitierenden Faktor für die Kreditvergabe wurde. Nach einem langen und starken Prozess der Bilanzbereinigung beginnt nun eine Phase der langsamen Erholung der Kreditvergabe. Die Wachstumsraten der Kreditvergabe liegen mit durchschnittlich 1,4 Prozent in den Jahren 2016 und 2017 deutlich unter dem durchschnittlichen Wachstum von beispielsweise 5,4 Prozent in den Jahren 2004 und 2005.

Seit Mitte der 1980er Jahre sinken die langfristigen **Realzinsen** in den OECD-Ländern (Abbildung 2). Für den Rückgang der Realzinsen werden beispielsweise demografische Faktoren verantwortlich gemacht (Bean et al., 2015; Demary, 2016). Ein niedrigeres Marktzinsniveau an der Nähe der Nullzinsgrenze schränkt den Spielraum der Zentralbanken ein, durch Zinssenkungen expansiv zu wirken. Dies kann die Eintrübung der Inflationserwartungen begünstigen und damit die Inflationsdynamik bremsen (Demary/Hüther, 2015).

Im Zusammenhang mit der Eintrübung der Inflationserwartungen wird unterstellt, dass der negative Zusammenhang der **Phillips-Kurve** zwischen Inflation (ursprünglich: Lohnentwicklung) und Arbeitslosigkeit im Zeitablauf zusammengebrochen ist (Banet/Michas, 2017; Dotsey et al., 2017; Haldane, 2017). Auf den Euroraum lässt sich dieser Befund nur teilweise übertragen. In der Vorkrisenzeit 2000 bis 2007 schien der Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit im Euroraum nicht existent zu sein. Der durch die globale Finanzmarktkrise ausgelöste Nachfra-

Sinkende Realzinsen in den Industrieländern

Inflationsbereinigte langfristige Zinsen (10 Jahre Restlaufzeit), Durchschnitt der Länder Belgien, Deutschland, Kanada, Schweiz und USA, in Prozent



Quellen: OECD; Institut der deutschen Wirtschaft

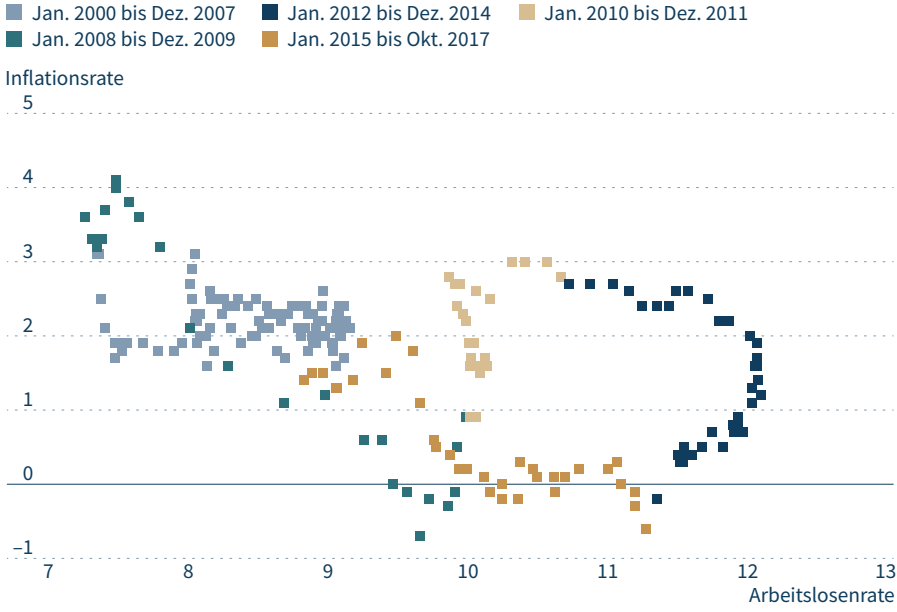
Abbildung 2: http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/srn5SSurBli43WC

geschock brachte die Phillips-Kurve wieder zurück. Durch den Anstieg des Ölpreises im Jahr 2010 brach sie wieder zusammen. Anders als häufig unterstellt, ist die Phillips-Kurve für den Euroraum seit dem Beginn des Anleiheankaufprogramms (Public Sector Purchase Program – PSPP) der EZB wieder stabil (Abbildung 3). Dagegen gilt für Deutschland seit 2010 der Phillips-Kurven-Zusammenhang in der traditionellen Formulierung nicht mehr.

Die zunehmende **Globalisierung** hat zu einer gesteigerten Wettbewerbsintensität geführt. Heimische Unternehmen konkurrieren nun auch mit ausländischen Mitbewerbern, wodurch für die Unternehmen der Anreiz besteht, produktiver zu werden und Kosten zu reduzieren. Zudem beeinflusst die Preisentwicklung von ausländischen Vorleistungen die Preise heimischer Güter und Dienstleistungen durch die zunehmende Globalisierung stärker (Bernanke, 2007). Die Digitalisierung hat zudem über den Online-Handel den Zugang zu ausländischen Gütern vergrößert und eine bessere Vergleichbarkeit der Preise ermöglicht, was ebenfalls die Wettbewerbsintensität erhöht hat.

Phillips-Kurven für den Euroraum

Arbeitslosenquote und Inflationsrate, jeweils in Prozent



Quellen: Europäische Zentralbank; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 3: http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/4ZgaVEyMMx0VE8D

Eine Abnahme der **Tarifbindung** führt tendenziell zu geringeren Lohnabschlüssen und einer niedrigeren Inflationsrate (Cukierman/Lippi, 1999). Während Arbeitsplatzsicherheit und Löhne bei einem hohen Organisationsgrad der Gewerkschaften Komplemente darstellen, werden sie bei einem niedrigeren Organisationsgrad zu Substituten (Hübler/Hübler, 2006). Ein Rückgang im Organisationsgrad ist für Deutschland und für die EU dokumentiert (Booth et al., 2000; Biebeler/Lesch, 2015).

Geldpolitische Übertragungswege

Die Instabilität der Phillips-Kurve ist auch auf eine im Zeitablauf unterschiedlich gute Funktionsweise der geldpolitischen Übertragungswege zurückzuführen. In der wissenschaftlichen Literatur werden diese als Zinskanal, Vermögenspreiskanal, Kreditkanal und Kostenkanal bezeichnet (Mishkin, 1996). Für die Analyse der Angemessenheit der Geldpolitik ist eine Analyse der einzelnen Übertragungskanäle der Geldpolitik erforderlich.

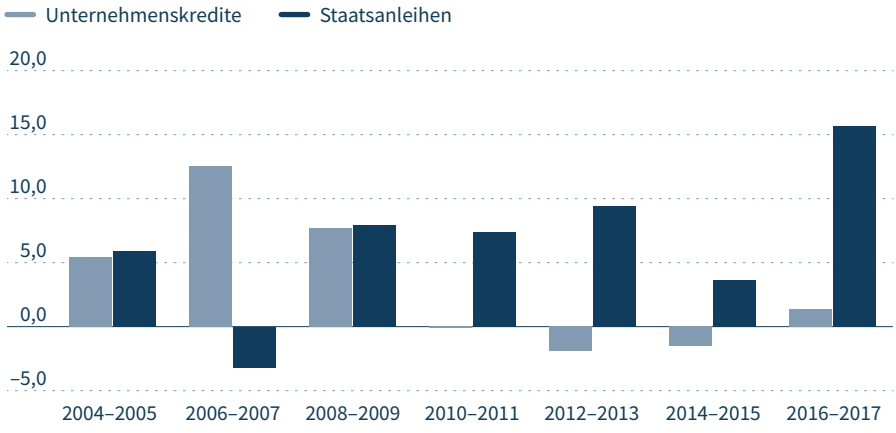
Beim **Zinskanal** läuft die Übertragung einer expansiven Geldpolitik auf die aggregierte Nachfrage über die Zinsstruktur. Indem eine expansive Geldpolitik die langfristigen realen Zinsen senkt, stimuliert sie die Investitionsnachfrage der Unternehmen, die Investitionen in Wohnraum und die Ausgaben für langlebige Konsumgüter (Taylor, 1995). Die Transmission von Leitzinssenkungen auf die Zinsstruktur hat allerdings durch Erreichen der Nullzinsgrenze ihre Effektivität verloren. Um dennoch die Finanzierungskosten der Unternehmen senken zu können, musste die EZB am langen Ende der Zinsstrukturkurve intervenieren. Durch das massive Ankaufprogramm für Staatsanleihen PSPP gelang es ihr, den durchschnittlichen Zins auf Staatsanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit im Euroraum nur von 1,12 Prozent im Januar 2015 auf 0,95 Prozent im Dezember 2017 zu senken. Zudem erwiesen sich die Investitionen im Euroraum aus mehreren Gründen als wenig zinssensitiv. So verfügten durch die Bankenkrise im Euroraum viele Unternehmen über einen nur restriktiven Zugang zu Bankkrediten. Hinzu kam, dass durch die Staatsschuldenkrise die Unternehmensratings mit den Ratings ihres Sitzlandes herabgestuft wurden, was den Zugang zu Krediten noch weiter einschränkte. Gleichzeitig sank aber die Investitionsnachfrage der verschuldeten Unternehmen. Denn um ihre Kreditwürdigkeit wiederherzustellen, mussten diese ihre Bilanzen sanieren, bevor sie erneut investieren konnten. Aus diesem Grund wirkte der Zinskanal kaum auf die Investitionsnachfrage und wirkte damit nur eingeschränkt inflationswirksam.

Zu den Vermögenspreiskanälen zählt unter anderem der **Wechselkurskanal** (Bryant et al., 1993). Durch eine expansive Geldpolitik werden heimische Kapitalanlagen weniger attraktiv im Vergleich zu ausländischen Kapitalanlagen. Aufgrund der Zinsdifferenz zu ausländischen Kapitalanlagen schichten die Investoren ihr Portfolio zugunsten der ausländischen Vermögenswerte um und fragen deshalb weniger inländische und mehr ausländische Währungen nach. Dies führt zu einer Abwertung der heimischen Währung, wodurch sich die heimischen Exportgüter für das Ausland verbilligen, was einen Anstieg der Auslandsnachfrage nach heimischen Gütern nach sich ziehen kann. So schwankt der Kurs des Euro seit Beginn des Anleiheankaufprogramms PSPP zwischen 1,08 und 1,25 US-Dollar. Im März 2014 notierte der Euro noch bei 1,38 US-Dollar. Die Exportsituation des Euroraums hat sich seitdem deutlich verbessert. Seit Beginn des PSPP sind die Warenexporte des Euroraums um 8 Prozent gestiegen.

Andere Vermögenspreiskanäle sind der **Aktienkurskanal** und der **Immobilienpreiskanal** (Mishkin, 1996). Beim Aktienkurskanal beeinflusst der geldpolitische Impuls die Aktienkurse und erleichtert so die Emission zusätzlicher Aktien. Dies steht aber nur Aktiengesellschaften zur Verfügung. Die Aktienemission verläuft relativ stabil und wurde durch die Höherbewertungen der Aktien kaum angeregt. Die Theorie des Vermögenspreiskanals unterstellt, dass Haushalte über den Aktienkurs- und den Immobilienpreiskanal durch Vermögenseffekte höhere Konsumausgaben haben. Diese Konsumeffekte sind ebenfalls nicht nachzuweisen. Aktien spielen in den Portfolios der europäischen Haushalte eine untergeordnete Rolle. Ebenfalls unbedeutend in Europa ist der Effekt von gestiegenen Immobilienpreisen auf den Konsum. Viel relevanter sind hier die Effekte der Geldpolitik auf die Portfolio-Allokation. In Deutschland konnte beobachtet werden, dass durch die Niedrigzinsphase die Vergabe von Hypothekarkrediten leicht zugenommen hat. In den Ländern mit geplatzten Immobilienblasen hat die Geldpolitik hingegen nur zu einer Normalisierung der Immobiliennachfrage geführt.

Nach der Theorie des **Bankkreditkanals** werden die Banken durch die expansive Geldpolitik ihr Kreditangebot ausweiten (Bernanke/Gertler, 1995; Cecchetti, 1995). Durch die zusätzlichen Kredite können die Unternehmen ihre geplanten Investitionen finanzieren und die Haushalte ihre Konsumausgaben erhöhen. Dieser Transmissionskanal war im Euroraum lange Zeit eingeschränkt, da das mangelnde Eigenkapital der Banken als limitierender Faktor für die Kreditnachfrage wirkte. Für die Banken war es das vorrangige Ziel, ihre regulatorischen Eigenkapitalquoten durch einen Abbau der Risikoaktiva zu erhöhen. Um die Kreditvergabe der Banken trotzdem anzuregen, musste die EZB die Konditionen für die Verfügbarkeit von Zentralbankliquidität an das Erfüllen von Benchmarks für die Kreditvergabe knüpfen, wie im Rahmen ihrer sogenannten Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO). Das Deleveraging der Banken ist nun so weit abgeschlossen. Jedoch ist in einigen Staaten des Euroraums der Anteil der Non-Performing Loans in den Bankbilanzen weiterhin hoch, worunter auch die Neukreditvergabe leidet. Auffällig ist, dass die Staatsanleihen in den Bankbilanzen stärker wachsen als die Unternehmenskredite (Abbildung 4). Dies mag daran liegen, dass Staatsanleihen anders als Unternehmenskredite nicht vergleichbar mit Eigenkapital unterlegt werden müssen. Die Umorientierung der Banken hin zu den liquiden Staatsanleihen deutet auf eine Schwächung des Bankkreditkanals hin (Demary, 2016).

Unternehmenskreditvergabe und Investitionen in Staatsanleihen der Banken
Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate, in Prozent



Quellen: Europäische Zentralbank; Institut der deutschen Wirtschaft

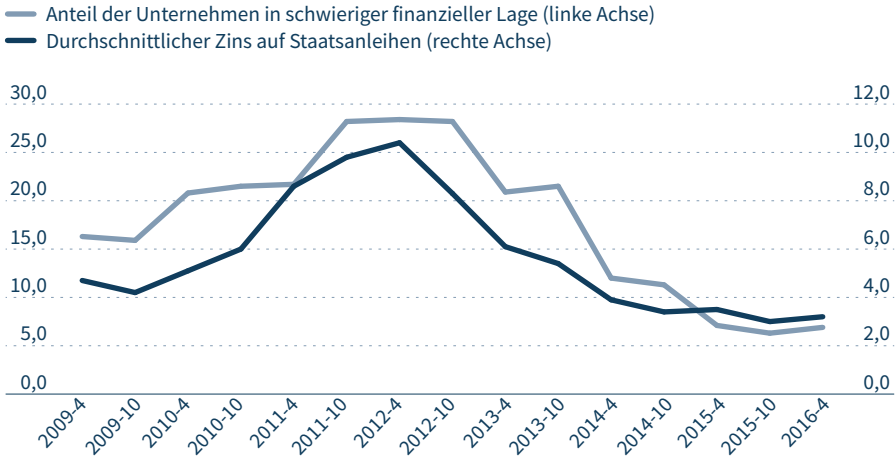
Abbildung 4: http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/G77VXulOph9t7MM

Beim **Bilanzkanal** verläuft die Übertragung geldpolitischer Impulse auch über die Vermögenspreise. Durch die expansive Geldpolitik werden die Aktiva der Unternehmen höher bewertet. Hierdurch steigt der Wert ihrer Kreditsicherheiten, wodurch sich der Zugang zu Finanzmitteln verbessert (Mishkin, 1996). Allerdings ist es wahrscheinlicher, dass sich die von der Krise betroffenen Firmen zunächst auf die Sanierung ihrer Bilanzen konzentrieren und Investitionen aufschieben. Bendel et al. (2017) zeigen, dass die Unternehmen die Phase niedriger Zinsen tatsächlich zur Sanierung genutzt haben (Abbildung 5). Damit hat die Geldpolitik zur Verbesserung der finanziellen Situation der Unternehmen beigetragen, ohne dass inflationswirksame Effekte eingetreten sind. Diese Verbesserung der Angebotsseite spiegelt sich im aktuellen Wachstum bei Niedriginflation wider.

Der **Kostenkanal** ist ein angebotsseitiger Übertragungskanal. Die expansive Geldpolitik senkt die Finanzierungskosten der Unternehmen, sodass deren Gesamtkosten sinken. Hierdurch haben die Unternehmen einen geringeren oder keinen Kostendruck, den sie auf die Nachfrager überwälzen können. Denn bei einer ausreichend hohen Wettbewerbsintensität müssen die Unternehmen die geringeren Kosten an ihre Kunden weitergeben (Tillmann, 2009).

Die verbesserte Situation der Unternehmen

Anteil der Unternehmen in schwieriger finanzieller Lage an allen Unternehmen der Länder Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien sowie durchschnittlicher Zins auf Staatsanleihen im Euroraum, in Prozent



Quellen: Bendel et al., 2017; Eurostat; Institut der deutschen Wirtschaft

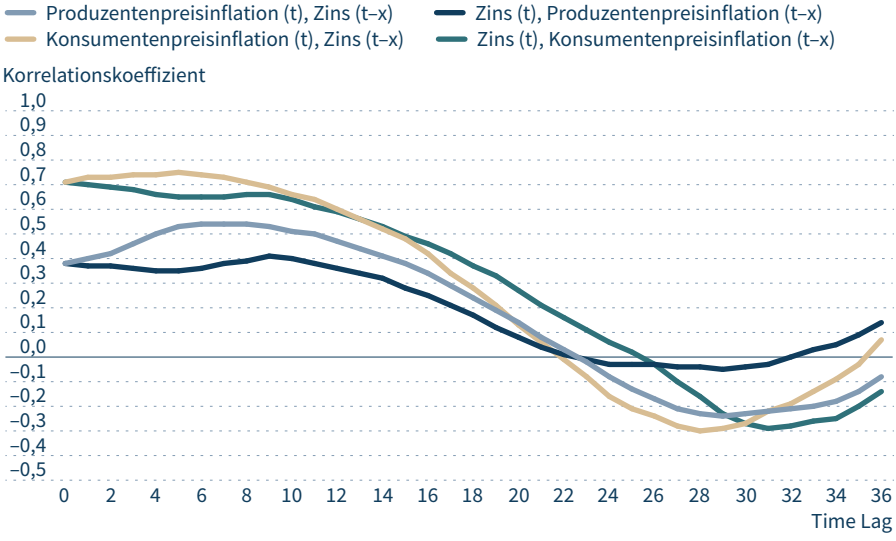
Abbildung 5: http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/pbDDyBsQOzYvPqS

Kreuzkorrelations-Analyse

Eine Analyse der Korrelationsstruktur von Zinsen und Inflationsraten kann über die Relevanz des Kostenkanals Aufschluss geben. Abbildung 6 zeigt die Kreuzkorrelationen zwischen Inflationsraten und Zinsen für verschiedene Time Lags. Es handelt sich also um die Korrelationskoeffizienten zwischen der Inflationsrate und den vergangenen Zinsen sowie der Zinsen und der vergangenen Inflationsraten. Sofern die Geldpolitik auf die Inflationsentwicklung reagiert, sollte eine negative Korrelation zwischen den kürzlich vergangenen Inflationsraten und den Zinsen sowie eine positive Korrelation zwischen den weiter zurückliegenden Inflationsraten und den Zinsen bestehen. Die negative Korrelation ist als Liquiditätseffekt bekannt und resultiert daraus, dass eine Zentralbank auf eine zu niedrige Inflationsrate durch Ausweitung der Liquidität reagieren würde, was einen zinssenkenden Effekt nach sich zieht. Die positive Korrelation wäre auf den Fisher-Effekt zurückzuführen, wonach die Zinsen mit der sinkenden Inflation ebenfalls fallen. Diese Effekte gelten, sofern die Transmission über die Nachfrageseite erfolgt.

Kreuzkorrelationen zwischen Inflationsraten und Zinsen

Time Lag in Monaten und Korrelationskoeffizient



Quellen: Eurostat; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 6: http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/Cv6198zjXBu7aHg

Erfolgt die Transmission über die Angebotsseite, dann sollten die Zinsen positiv mit den zukünftigen Inflationsraten korrelieren. Diese positive Korrelation kann wie in Abbildung 6 zu sehen ist, gefunden werden. Dabei korreliert das Zinsniveau positiv mit den Inflationsraten im kommenden Jahr und dem Jahr danach. Die Korrelationskoeffizienten für die Verbraucherpreisinflation sind dabei sogar noch höher als die Korrelationskoeffizienten für die Produzentenpreisinflation. Schäfer et al. (2017) finden mit einem anderen Verfahren eine empirische Evidenz für den Kostenkanal in Spanien.

Barth und Ramey (2001) argumentieren, dass diese Komplementarität von Angebots- und Nachfrageeffekten der Geldpolitik dazu führt, dass das BIP stärker auf die Geldpolitik reagiert als auf die Inflation. Für den Euroraum findet sich auf Basis der vorangegangenen Analyse eine Evidenz für eine Beeinträchtigung der nachfrageseitigen Transmissionsmechanismen Zinskanal, Bankkreditkanal, Bilanzkanal und Aktienkurs- und Immobilienpreiskanal auf die Inflationsrate. Einzig über den Wechselkurskanal trägt die Geldpolitik der EZB positiv zur Inflationsentwicklung

bei. Allerdings wirkt die Geldpolitik über den Kostenkanal auch negativ auf die Inflationsentwicklung. Da die expansive Geldpolitik aber half, die finanzielle Situation der Unternehmen zu verbessern, resultiert insgesamt ein Umfeld aus Wachstum bei Niedriginflation. Es ist aber fraglich, ob dieses Umfeld als Zielverfehlung der Geldpolitik interpretiert werden kann. Denn die Geldpolitik der EZB hat zum Bilanzbereinigungsprozess und damit zur Verbesserung der finanziellen Situation der Unternehmen beigetragen. Das erlaubt den Unternehmen, in Zukunft erneut zu investieren. Gleichzeitig konnten die Unternehmen Beschäftigung aufbauen, was an der sinkenden Arbeitslosenquote im Euroraum zu erkennen ist. Durch die Stärkung der Angebots- und Nachfrageseite sollte es eine Frage der Zeit sein, bis sich die Inflation wieder normalisiert.

Neuinterpretation des Inflationsziels?

Die Analyse hat gezeigt, dass die angebotsseitigen Effekte der Geldpolitik das Umfeld aus Wachstum bei niedriger Inflation begünstigt haben. Niedriginflation scheint damit zum Teil auch eine Folge der Geldpolitik der EZB zu sein. Anders wäre es im Fall von negativen Nachfrageschocks, wie sie nach der globalen Finanzmarktkrise sowie der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum anzutreffen waren. Denn in diesem Fall wäre mit einem gleichzeitigen Sinken von BIP und Preisniveau zu rechnen, sodass eine deflationäre Situation entstehen kann, die sich selbst verstärkt. In einer solchen Situation ist es für eine Zentralbank dringend notwendig, ihr Inflationsziel zu verteidigen und das Abgleiten der Wirtschaft in eine Deflationsspirale zu vermeiden. Von daher war es zu Beginn des Jahres 2015 richtig, dass die EZB ein massives Anleihekaufprogramm aufgelegt hat. Allerdings ist die deflationäre Phase nun überwunden, was an den robusten Wachstumsraten des BIP zu erkennen ist.

Es muss noch geklärt werden, wie die EZB mit der Situation aus Wachstum bei Niedriginflation umgehen sollte. Sie muss darüber befinden, ob es sich bei dieser Situation um eine gesamtwirtschaftlich wünschenswerte Situation handelt oder ob die Erfüllung ihres Inflationsziels Vorrang hat. Zwar definiert die EZB ihr Ziel der Preisniveaustabilität als eine mittelfristige Inflationsrate von unter, aber nahe 2 Prozent, doch sind die Nähe zu 2 Prozent und die Mittelfristigkeit offen für Interpretationen.

Die EZB könnte ihren geldpolitischen Kurs beibehalten, bis ihr Inflationsziel erfüllt ist. Sofern sie damit aber eine Überhitzung der Wirtschaft und den Aufbau von Vermögenspreisblasen riskiert, sieht sie sich möglicherweise mit der Notwendigkeit eines schnellen geldpolitischen Kurswechsels konfrontiert, der die Wirtschaft in einen Abschwung führen könnte. Auch wenn die Inflationsentwicklung nicht auf eine Überhitzung hindeutet, so gab in der letzten IW-Konjunkturbefragung ein Drittel der befragten Unternehmen in Deutschland an, dass ihre Kapazitäten überausgelastet sind (IW-Forschungsgruppe Konjunktur, 2017).

Eine andere Möglichkeit für die EZB, auf das Umfeld aus solidem Wachstum bei Niedriginflation zu reagieren, läge in einer Anpassung ihrer Vorstellung, in welchem Zeitraum die Geldpolitik das Inflationsziel erreichen soll. Dies könnte sie, indem sie ihr Inflationsziel temporär auf 1,5 oder 1,0 Prozent senkt. Bei einem niedrigeren Inflationsziel müsste die Geldpolitik nicht mehr so expansiv ausgerichtet sein. Allerdings wurde die Festlegung des Inflationsziels auf unter, aber nahe 2 Prozent seinerzeit mit Verweis auf einen Bias bei der Inflationsmessung auf den notwendigen Sicherheitsabstand zur Nullzinsgrenze sowie mit dem Balassa-Samuelson-Effekt und dem Beitritt der mittel- und osteuropäischen Länder zur Währungsunion begründet (Smeets, 2014). Da in diesen Ländern aufgrund von Aufholprozessen mit höheren Inflationsraten zu rechnen war, hätte ein niedrigeres Inflationsziel bedeutet, dass die bisherigen Mitgliedsländer der Gefahr einer Deflation ausgesetzt gewesen wären. Seit der Banken- und Staatsschuldenkrise finden jedoch wieder Anpassungsprozesse statt, sodass eine Absenkung des Inflationsziels zu deflationären Entwicklungen in ehemaligen Krisenländern führen könnte.

Ein Nachteil dieses Vorgehens würde sich auch ergeben, wenn die Inflation doch ansteigen sollte. Denn bei einem niedrigeren Inflationsziel müsste die EZB die Zinsen deutlich stärker erhöhen, was die Rezessionsgefahren verstärkt. Gegen eine solche Anpassung spricht auch das hohe Maß an Unsicherheit über die gegenwärtigen Bedingungen geldpolitischer Transmission (Hüther/Demary, 2018). Und grundsätzlich ist zu bedenken, dass ein geldpolitisches Ziel, das auf der Einschätzung von strukturell prinzipiell stabilen Wirkungszusammenhängen beruht, nicht beliebig angepasst werden kann. Das suggeriert eine Feinsteuerungskompetenz der Notenbank für die Inflation, die nicht realitätsnah ist. Das Inflationsziel ist ein Anker für die Erwartungsbildung aller Akteure in der mittleren Frist. Das wird nicht

dadurch gefährdet, dass unter unübersichtlichen Bedingungen der geldpolitischen Transmission das Inflationsziel auch in einem längeren Zeitraum nicht erreicht wird. Eine definitive Anpassung des Ziels würde hingegen vermitteln, dass die Notenbank ihren monetären Wirkungsgrad grundsätzlich und definitiv anders einschätzt als bisher. Dafür gibt es jedoch keinen Anlass.

Eine Alternative zur Zielabsenkung bietet eine höhere Abweichungstoleranz durch einen Inflationskanal, in dem die Inflationsrate mittelfristig gehalten werden sollte. Diesem Vorschlag widerspricht allerdings, dass Abweichungen aus dem Kanal eher als Zielabweichungen verstanden werden im Vergleich zu Abweichungen von einem Punktziel. Denn während der Toleranzbereich um das Punktziel subjektiv wahrgenommen wird, ist der Toleranzbereich bei einem Inflationskanal administrativ festgelegt. Allerdings ließe sich – eingedenk der zuvor gemachten Hinweise – dieser Kanal auch als ein vergrößertes Zeitfenster für die Wiedererreichung des Inflationsziels in außergewöhnlichen Zeiten interpretieren, sodass bei schnellerer Erhöhung der mittelfristigen Inflationsraten – anders als bei einem reduzierten Inflationsziel – kein überraschender Handlungsdruck entstünde.

Ein weiteres Vorgehen stellt die Uminterpretation des Inflationsziels dar. So waren bei Gründung der EZB die Inflationsrate und die Inflationserwartungen zusammen mit anderen gesamtwirtschaftlichen Indikatoren in der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie verortet, während die Entwicklung der Geldmenge M3 in der ersten Säule eine herausragende Stellung zukam. Da der Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Geldmenge M3 und der Inflation schon lange zusammengebrochen ist und sich seitdem auch nicht mehr wiederhergestellt hat, macht es keinen Sinn, zur Geldmengensteuerung zurückzukehren. Allerdings könnten Inflationsrate und Inflationserwartungen zusammen mit anderen Indikatoren, etwa dem Wirtschaftswachstum, in der gleichen Säule verortet sein, um einer Situation von Wachstum bei niedriger Inflation gebührend Rechnung tragen zu können.

Die verschiedenen Möglichkeiten einer Anpassung des Inflationsziels bringen Nachteile mit sich. Eine weniger strenge Interpretation des Inflationsziels mit einem größeren Zeitfenster für die Zielerreichung wäre eher zu empfehlen, um zu verhindern, dass die EZB zu lange zu expansiv ausgerichtet ist.

Literatur

Banet, Jeremie / Michas, Spyros, 2017, Broken Philipps Curve a Sympotom of Lower U.S. Inflation Expectations, Pimco Insights, Mai, Newport

Barth, Marvin J. / Ramey, Valerie A., 2001, The Cost Channel of Monetary Transmission, NBER Macroeconomics Annual, 16. Jg., http://www.nber.org/chapters/c11066 [25.1.2018]

Bean, Charles / Broda, Christian / Ito, Takatoshi / Kroszner, Randall, 2015, Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates, Geneva Reports on the World Economy, 17. Jg., Genf

Bendel, Daniel / Demary, Markus / Voigtländer, Michael, 2017, How will higher interest rates affect companies' financial situation?, IW-Report, Nr. 28, Köln

Bernanke, Ben S., 2007, Globalization and Monetary Policy, Rede auf dem Fourth Economic Summit der Universität Stanford, https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070302a.htm [15.2.2018]

Bernanke, Ben S. / Gertler, Mark, 1995, Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, in: Journal of Economic Perspectives, 9. Jg., Nr. 4, S. 27–48

Biebeler, Hendrik / Lesch, Hagen, 2015, Organisationsdefizite der deutschen Gewerkschaften, in: Wirtschaftsdienst, 95. Jg., Nr. 10, S. 710–715

Booth, Alison / Burda, Michael / Calmfors, Lars / Checchi, Daniele / Naylor, Robin / Visser, Jelle, 2000, What Do Unions Do in Europe? Prospects and Challenges for Union Presence and Union Influence, Report für die Fondazione Rodolfo Debenedetti, Mailand

Bryant, Ralph / Hooper, Peter / Mann, Catherine L., 1993, Evaluating Policy Regimes: New Research in Empirical Macroeconomics, Washington, D.C.

Cecchetti, Stephen G., 1995, Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Channel, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 77. Jg., Mai/Juni, S. 83–97

Cicarrelli, Matteo / Osbat, Chiara, 2017, Low Inflation in the euro area: Causes and consequences, ECB Occational Paper Series, Nr. 181, Frankfurt am Main

Cukierman, Alex / Lippi, Francesco, 1999, Central bank independence, centralization of wage bargaining, inflation and unemployment: Theory and some evidence, in: European Economic Review, 43. Jg., Nr. 7, S. 1395–1434

Demary, Markus, 2016, Lassen sich aus den Ursachen des Niedrigzinsumfeldes Wege für eine Zinswende ableiten?, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, 85. Jg., S. 159–172

Demary, Markus / Hüther, Michael, 2015, When Low Interest Rates Cause Low Inflation, in: Intereconomics, 50. Jg., Nr. 6, S. 350–355

Dotsey, Michael / Fujita, Shigeru / Stark, Tom, 2017, Do Phillips Curves Conditionally Help to Forecast Inflation?, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper, Nr. 17-26, Philadelphia

EZB – Europäische Zentralbank, 2018, Introductory Statement to the Press Conference, am 25.1.2018, Frankfurt am Main

Haldane, Andrew, 2017, Work, Wages and Monetary Policy, Rede im National Science and Media Museum, v. 21.6.2017, https://www.bankofengland.co.uk/speech/2017/work-wages-and-monetary-policy [23.1.2018]

Hübler, Dominik / Hübler, Olaf, 2006, Is There a Trade-off Between Job Security and Wages in Germany and the UK?, IZA Discussion Paper, Nr. 2241, Bonn

Hüther, Michael / Demary, Markus, 2018, Dilemma ohne klaren Ausgang – Wirkung der aktuellen Geldpolitik auf Deutschland und Europa, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 71. Jg., Nr. 1, S. 27–30

IW-Forschungsgruppe Konjunktur, 2017, Die deutsche Konjunktur am Limit? Fachkräftemangel als Wachstumsbremse, IW-Konjunkturprognose Herbst 2017, in: IW-Trends, 44. Jg., Nr. 4, Online-Sonderausgabe, Nr. 2.2017, S. 3–49

Miles, David / Panizza, Ugo / Reis, Ricardo / Ubide, Ángel, 2017, And Yet It Moves: Inflation and the Great Recession, Geneva Reports on the World Economy, Nr. 19, Genf

Mishkin, Frederic, 1996, The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, NBER Working Papers, Nr. 5464, Cambridge, MA

Pisany-Ferry, Jean, 2015, The ECB and Its Critics, Project Syndicate, v. 31.1.2015, https://www.project-syndicate.org/commentary/ecb-quantitative-easing-german-fears-by-jean-pisani-ferry-2015-01?barrier=accessreg [25.1.2018]

Schäfer, Dorothea / Andreas, Stephan / Hoang, Khanh Truong, 2017, The Cost Channel Effect of Monetary Transmission: How Effective is the ECB's Low Interest Rate Policy for Increasing Inflation?, DIW Berlin Discussion Paper, Nr. 1654, Berlin

Smeets, Dieter, 2014, Ist das Inflationsziel der EZB noch zeitgemäß?, in: Wirtschaftliche Freiheit, v. 14.12.2014, http://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/?p=16021 [25.1.2018]

SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2017, Für eine zukunftsorientierte Wirtschaftspolitik, Jahresgutachten 17/18, Wiesbaden

Taylor, John B., 1995, The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, in: Journal of Economic Perspectives, 9. Jg., Nr. 4, S. 11–26

Tillmann, Peter, 2009, Optimal Monetary Policy with an Uncertain Cost Channel, in: Journal of Money, Credit and Banking, 41. Jg., Nr. 5, S. 885–906

Is the European Central Bank's Monetary Policy Still Appropriate?

The monetary policy of the European Central Bank is under fire from two sides. While one side regards the ECB's monetary policy as too expansionary, the other holds it responsible for keeping the measured inflation rate below target. This makes it all the more essential to assess the appropriateness of the Bank's policy with a strict focus on the target for inflation. To do this, the present paper analyses the effectiveness of monetary policy through its various transmission channels. It shows that the current environment of falling unemployment and solid growth yet low inflation is partly the result of the supply side effects of monetary policy. These effects loom large because, as a result of the banking and sovereign debt crisis, the influence of monetary policy through the demand-side channels is currently limited. For banks, for example, balance sheet adjustment today takes precedence over lending, while for companies it has priority over new investments. This means that cheap finance is keeping the cost pressure on companies with substantial debt low. However, growth in the Eurozone will accelerate the normalisation of these transmission channels, with the result that the inflation rate can also be expected pick up again. The obvious conclusion to be drawn is that the ECB should interpret its inflation target less strictly and not wait too long before reverting to its normal monetary policy.

IW-Trends – Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln e. V., 45. Jahrgang, Heft 1/2018; ISSN 0941-6838 (Printversion); ISSN 1864-810X (Onlineversion). Rechte für den Nachdruck oder die elektronische Verwertung erhalten Sie über lizenzen@iwkoeln.de © 2018, IW Medien GmbH, Köln; DOI: 10.2373/1864-810X.18-01-02