

Zur Wirksamkeit der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank

von

Richard Reichel

FOM Hochschule für Oekonomie & Management

KCV KompetenzCentrum für angewandte Volkswirtschaftslehre

Schlagwörter

Geldpolitik, Nullzinspolitik, Investitionen, Wachstum, Kreditvergabe

Abstract

Im Zentrum dieses Beitrags steht eine Wirkungsanalyse der Null- und Negativzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB). Die von der EZB behaupteten Wirkungen auf Kreditvergabe, Investitionen, Wachstum und Inflation werden empirisch überprüft. Dabei zeigt sich insbesondere, dass die massive Erhöhung des Geldangebots die Kreditvergabe, die Investitionen und das reale Wirtschaftswachstum in den Jahren seit Ausbruch der Staatsschuldenkrise 2012 nur geringfügig positiv beeinflusst hat. Demgegenüber hat die steigende Geldmenge Immobilienpreise, Aktienkurse und Edelmetallpreise nach oben getrieben. Weitere massive negative Nebenwirkungen kommen hinzu.

Geldpolitik als Allzweckwaffe?

Bekanntlich begründet die EZB ihre seit der Finanzkrise 2008/09 extrem expansive Geldpolitik mit der Herbeiführung einer bestimmten Zielinflationsrate, der Stützung der Konjunktur und allgemein mit der Verbesserung der Rahmenbedingungen für das Wirtschaftswachstum. Kürzlich hat das Europäische Parlament sogar gefordert, die EZB müsse noch mehr tun, d. h. die Geldmenge noch stärker ausweiten und überdies auch Umwelt- und Klimaziele in ihrem Anleihekaufprogramm berücksichtigen.¹ Die Abmilderung der Folgen der Corona-Krise ist als weitere Forderung hinzugekommen. Vor diesem Hintergrund soll untersucht werden, ob diese Form der expansiven Geldpolitik in der Zeit vor Ausbruch der Corona-Pandemie zweckmäßig und wirksam war – und welche Wirksamkeit weiterer solcher Maßnahmen im Rahmen der aktuellen Corona-Situation demnach zu erwarten ist. Die Maßnahmen der vergangenen Monate wurden in dieser Schriftenreihe bereits eingehend behandelt.

Geldpolitik, Wachstum und Inflation

Begonnen wurde die expansive Geldpolitik im Jahr 2008, als im Zuge der sich abzeichnenden Finanzkrise und dem Bankrott von Lehman Brothers Maßnahmen zur Konjunkturstützung erforderlich wurden. Damals wurde (bis Anfang 2009) der Leitzins auf 1 Prozent gesenkt. Nach einem kurzen Zwischenhoch 2011 (1,5 Prozent) setzten im Zuge der Staatsschuldenkrise weitere Zinssenkungen ein, die schließlich ab 2016 zu Nullzinsen beim Hauptrefinanzierungszins führten. Der Zins für die Einlagefazilität wurde bereits Mitte 2014 negativ, um im September 2019 mit minus 0,5 Prozent sein vorläufiges Minimum zu erreichen.² Parallel kam es zu einer massiven Ausweitung der Zentralbankgeldmenge. Die Geldmengenaggregate mit Buchgeldkomponenten (M1, M2, M3) stiegen weniger stark.

Die Wirkung von Zinssenkungen auf die Realwirtschaft erfolgt mittels verschiedener Kanäle.³ Wir konzentrieren uns hier auf den Zinskanal und den Wechselkurskanal. Die Hauptwirkung einer expansiven Geldpolitik kann (etwas vereinfacht) durch folgende kausale Sequenz dargestellt werden:

- (a) Niedrigere Leitzinsen führen zu niedrigeren Kreditzinsen.
- (b) Niedrigere Kreditzinsen führen zu höherer Kreditvergabe und höheren Investitionen der nicht-finanziellen Unternehmen.
- (c) Höhere Investitionen führen zu höherem realem Wirtschaftswachstum.
- (d) Niedrigere Zinsen führen zu einer Abwertung der heimischen Währung, zu höheren Exporten und damit ebenfalls zu mehr Wachstum.

Mit Blick auf die Abwendung einer Deflation ist die erwartete Wirkung einer expansiven Geldpolitik trivial. Höheres Geldmengenwachstum führt zu höheren Inflationsraten, so nicht andere Faktoren eine Senkung der Umlaufgeschwindigkeit herbeiführen. Sollte die ausgeweitete Geldmenge allerdings ausschließlich im Sektor der Vermögensgüter (Aktien- und Immobilienpreise) wirksam werden, können die Auswirkungen auf den Gütermärkten gering bleiben. Wäre dies der Fall, bliebe die Wirkung im Hinblick auf die Deflationsbekämpfung begrenzt.

¹ Vgl. Europäisches Parlament (2020): <https://www.europarl.europa.eu/news/de/press-room/20200206IPR72014/die-politik-der-ezb-wirkt-aber-neue-herausforderungen-erfordern-neue-antworten> (Zugriff am 24.06.2020).

² Vgl. <http://www.leitzinsen.info/eurozone.htm> (Zugriff am 24.06.2020).

³ Vgl. Braun, B. (2016): Vom Zentralbanker zum Zentralplaner? Die EZB und die expansive Dynamik der Geldpolitik, in: Gesellschaftsforschung 1/2016, Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung 2016, S. 10-14.

Geldmenge und Kreditvolumen

Wie steht es um die empirische Evidenz für die behaupteten Effekte? Betrachten wir zunächst die Wirkung der Geldpolitik auf die Kreditvergabe der Banken. Zunächst bedarf die Weitergabe der Leitzinssenkungen durch die Geschäftsbanken keiner detaillierten Erörterung. Die Senkung des Leitzinses spiegelt sich wie erwartet entsprechend in der Senkung der Bankzinsen. Aber haben diese gesunkenen Zinsen eine Ausweitung des Kreditvolumens bewirkt?

Abbildung 1: Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen, Euroraum in Mrd. €



Quelle: Trading Economics, <https://tradingeconomics.com/euro-area/loans-to-private-sector> (Zugriff am 24.06.2020)

Augenscheinlich ja, aber erst seit dem Jahr 2015 gilt dies auch bei vorherrschenden extremen Niedrigzinsen. Ende 2019 war das Niveau des Jahres 2013 wieder erreicht. Vom Tiefpunkt 2015 bis Ende 2019 betrug der Anstieg 7,7 Prozent, durchschnittlich pro Jahr ca. 1,5 Prozent. Der Anstieg des nominellen BIP war ähnlich (wenig) dynamisch.⁴

Gegenüber diesem eher geringen Anstieg nehmen die Zuwächse beim Geldangebot schon weit eindrucksvollere Dimensionen an. Von 2015 bis 2019 lassen sich folgende Zuwächse festhalten (gerundet):⁵

Zentralbankgeldmenge:	von ca. 2.300 Mrd. € auf ca. 4.700 Mrd. € (+104%)
M1:	von ca. 5.400 Mrd. € auf ca. 9.000 Mrd. € (+67%)
M2:	von ca. 9.250 Mrd. € auf ca. 12.300 Mrd. € (+33%)
M3:	von ca. 9.800 Mrd. € auf ca. 13.000 Mrd. € (+33%)

Bei einem Kreditwachstum von lediglich 7,7 Prozent lassen diese Zahlen nur eine Interpretation zu: Das zusätzliche Geldangebot ist nicht primär auf den Gütermärkten angekommen, sondern auf den Assetmärkten. So stieg der EURO STOXX 50 Index von ca. 3.000 auf 3.600 (+20 Prozent) und der Goldpreis 1.100 Dollar pro Feinunze auf 1.450 \$ (+32%). Bei Immobilien sind im selben Zeitraum (in Deutschland) ähnliche Steigerungsraten zu beobachten. Bei den Kaufpreisen für Eigentumswohnungen liegen die Zuwachsraten zwischen 22 Prozent (100 Quadratmeter) und 45 Prozent (30 Quadratmeter).⁶ Auch im europäischen Durchschnitt liegen die Steigerungen bei über 20 Prozent.⁷ All das sind Steigerungsraten, die weit über dem Zuwachs des Kreditvolumens an die Unternehmen (+7,7 Prozent) liegen. Primär hat die extrem lockere Geldpolitik also die Finanzwirtschaft und die Immobilienpreise, aber kaum die Realwirtschaft beflügelt.

⁴ Vgl. <https://tradingeconomics.com/euro-area/gdp-growth-annual> (Zugriff am 24.06.2020).

⁵ Vgl. <https://tradingeconomics.com/euro-area/money-supply-m3> (Zugriff am 24.06.2020).

⁶ Vgl. <https://www.wohnungsboerse.net/immobilienpreise/immobilien-Frankfurt-3242.pdf> (Zugriff am 24.06.2020).

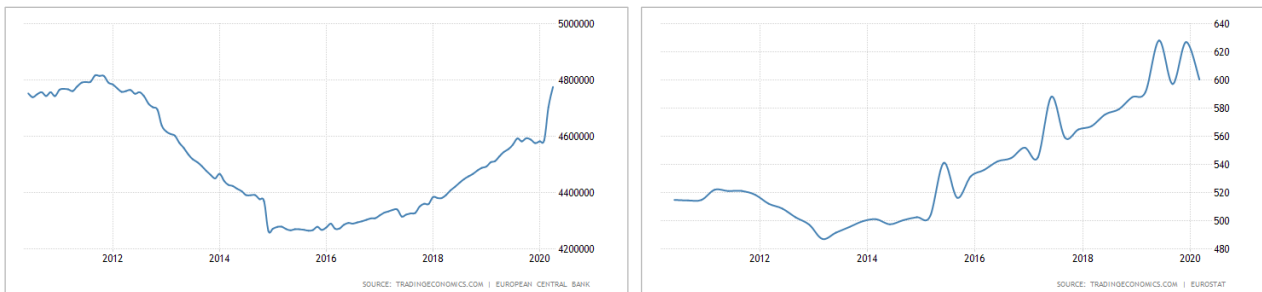
⁷ <https://tradingeconomics.com/euro-area/housing-index> (Zugriff am 25.06.2020).

Investitionen und Wachstum

Schaut man auf die Investitionen, so fällt zunächst auf, dass von 2013 auf 2019 ein absoluter nominaler Anstieg von 490 auf 620 Mrd. Euro verzeichnet werden konnte; immerhin ein Anstieg von fast 27 Prozent. Dieser nominale Anstieg übertrifft das nominale Kreditwachstum von 7,7 Prozent bei weitem. Dies impliziert, dass der überwiegende Teil des Investitionsanstiegs (über 70 Prozent) nicht durch zusätzliche Kredite, sondern mit Eigenmitteln oder anderen Kapitalgebern finanziert wurde. Bei der Investitionsquote (als Anteil am BIP) ist zwischen 2013 und 2019 ein Anstieg von 19,8 auf 21,7 Prozent zu verzeichnen, was aber eher eine Rückkehr zur Normalität vor der Finanzkrise darstellt. In den ersten 8 Jahren des Euro (seit 1999) schwankten die Investitionsquoten zwischen 22 und 23 Prozent. Vor diesem Hintergrund kann wohl nur ein kleiner Teil des Investitionsanstiegs auf die expansive Geldpolitik zurückgeführt werden.⁸

Verdeutlicht wird dies nochmals durch folgende Schaubilder, die die absoluten, nominalen Werte der Kredite an den nicht-finanziellen Unternehmenssektor und die Bruttoinvestitionen zeigen.

Abbildung 2: Kredite an Unternehmen (links) und Bruttoinvestitionen (rechts)



Quelle: Trading Economics, <https://tradingeconomics.com/euro-area/gross-fixed-capital-formation> (Zugriff am 25.06.2020)

Wie hat sich die moderat gestiegene Investitionstätigkeit auf das Wachstum ausgewirkt? Hierzu lohnt ein Blick in die Literatur zur empirischen Wachstumsforschung. Im Länderquerschnitt gehört die Investitionsquote zu den stabilen und signifikanten Determinanten des Wachstums, bei Zeitreihenanalysen von Ländern mit hohem Einkommen hingegen wurde schon früh eine schwächere Beziehung gefunden.⁹ Die jüngere Literatur zeigt wieder eine stabile, positive Beziehung, wobei die Ergebnisse von Granger-Kausalitätstests und Vektorfehlerkorrekturmodellen auf eine zweiseitige Kausalität hindeuten.¹⁰

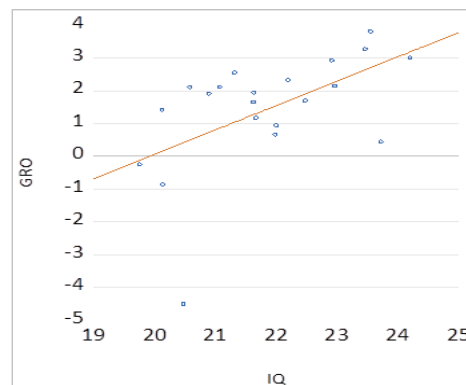
⁸ Vgl. auch Bucher, M./Neyer, U. (2015): Der Einfluss des (negativen) Einlagesatzes auf die Kreditvergabe im Euroraum, Ordnungspolitische Perspektiven Nr. 64, Düsseldorf.

⁹ Vgl. Dürr, E. (1978): Wachstumspolitik, Bern-Stuttgart.

¹⁰ Vgl. Podrecca, E./Carmeci, G. (2001): Fixed investment and economic growth: new results on causality, in: Journal of Applied Economics, Vol. 33, S. 177-182; Crowder, W. J./de Jong, P. J. (2011): Does investment lead to greater output? A panel error-correction analysis, in: Journal of Applied Economics, Vol. 43, S. 773-785.

Die Daten des Euro-Währungsgebiets werden im Streudiagramm (Abbildung 3) wiedergegeben.

Abbildung 3: Investitionsquote (IQ) und Wirtschaftswachstum (GRO) im Euro-Gebiet



Quelle: Eigene Darstellung

Der Korrelationskoeffizient beträgt $+0,54$, d. h. 29 Prozent der Wachstumsunterschiede können auf unterschiedliche Investitionsquoten zurückgeführt werden. Man erkennt, dass die Streuung um die Regressionsgerade relativ hoch ist. Diese Beziehung ist trotzdem auf dem 5 Prozent-Niveau statistisch signifikant. Allerdings ergeben sich hier eine ganze Reihe von Problemen.

Erstens ist die Stichprobe mit 21 Jahreswerten sehr klein. Bei solch kleinen Stichproben sind herkömmliche t-Tests nur mit großer Zurückhaltung zu interpretieren. Zweitens wurden die Eigenschaften der Zeitreihen im Hinblick auf stochastische Trends (Stationarität) noch nicht diskutiert. Drittens erscheint die Wachstumswirkung einer Erhöhung der Investitionsquote sehr hoch. Steigt diese um einen Prozentpunkt, so erhöht sich das reale Wachstum um 0,74 Prozentpunkte. Dies scheint unrealistisch hoch. Es ist also eine bessere Spezifikation als eine simple lineare Einfachregression zu suchen.

Zunächst wurden die beiden Zeitreihen auf Stationarität getestet, was (auch aufgrund der kleinen Stichprobe) unklare Ergebnisse brachte. Verschiedene Kointegrationstests deuteten darauf hin, dass keine Kointegrationsbeziehung existiert. Diese Resultate stehen konträr zu den Befunden in der Literatur, sind aber angesichts der kleinen Stichprobe auch nicht verwunderlich. Deshalb sei hier ein anderer Weg beschritten.

Bekanntlich ist eine der ältesten Theorien zur Erklärung der Investitionen die Akzeleratortheorie, die in ihrer einfachsten Form von einer konstanten Relation zwischen optimalem Kapitalstock und Output sowie unendlich schnellen Anpassungsreaktionen ausgeht.¹¹ Koyck hat später diese Annahme aufgegeben und unterstellt, dass Änderungen des Outputs die Investitionen in mehreren Perioden beeinflussen. Der Anpassungsprozess wird als geometrischer „distributed lag“ modelliert. Am Rande sei erwähnt, dass der klassische Koyck-Lag auch als Fehlerkorrekturmodell interpretiert werden kann.¹²

¹¹ Vgl. Berndt, E. (1991): *The Practice of Econometrics: classic and contemporary*, Addison-Wesley Publishing Company, Inc., Reading et al., S. 233.

¹² Vgl. Reichel, R. (2004): *On the Death of the Philipps Curve: Further Evidence*, in: *CATO Journal*, Vol. 24, S. 343.

Die entsprechende Investitionsfunktion lautet dann (mit Y = Einkommen und I = Investitionen)

$$I_t = \mu\lambda Y_t - (1-\delta)\mu\lambda Y_{t-1} + (1-\lambda)I_{t-1}.$$

Dabei bezeichnen μ die Kapital/Output-Relation (Kapitalkoeffizient), λ ist der Koeffizient der partiellen Anpassung und δ die Abschreibungsrate auf den Kapitalstock.¹³

Dividiert man durch Y_t , erhält man als Investitionsquote

$$\frac{I_t}{Y_t} = \mu\lambda - (1-\delta)\mu\lambda \frac{Y_{t-1}}{Y_t} + (1-\lambda)\frac{I_{t-1}}{Y_t}.$$

Berücksichtigt man die Wachstumsrate des realen Einkommens

$$g_t = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_t} \text{ und formt um, so erhält man } \frac{Y_{t-1}}{Y_t} = 1 - g_t.$$

Eingesetzt in die Gleichung der Investitionsquote ergibt sich

$$\frac{I_t}{Y_t} = \mu\lambda - (1-\delta)\mu\lambda(1 - g_t) + (1-\lambda)\frac{I_{t-1}}{Y_t}.$$

Die Investitionsquote hängt jetzt vom realen Outputwachstum sowie vom Term I_{t-1}/Y_t ab. Diesen ersetzen wir durch die Investitionsquote der Vorperiode I_{t-1}/Y_{t-1} , was keine große Verzerrung erzeugen dürfte. Dann erhalten wir unter Vereinfachung der Terme

$$\frac{I_t}{Y_t} = \beta_0 + \beta_1 g_t + \beta_2 \frac{I_{t-1}}{Y_{t-1}}.$$

Stellt man nach dem Wachstum als abhängiger Variable um, erhält man

$$g_t = \varepsilon_0 + \varepsilon_1 \frac{I_t}{Y_t} + \varepsilon_2 \frac{I_{t-1}}{Y_{t-1}}.$$

Die reale Outputwachstumsrate wird also durch die Investitionsquote der laufenden und der Vorperiode bestimmt. Längere lags existieren nicht. Diese Spezifikation weicht auch deutlich vom klassischen Koyck-Lag ab, da hier die abhängige Variable nicht zeitverzögert auf der rechten Seite der Gleichung erscheint.

Schätzt man diese Beziehung, so ergibt sich eine signifikante Verbesserung des Modells. Man erhält folgende Schätzgleichung (t-Werte in Klammern):

$$g_t = -5,4402 + 1,8673 \frac{I_t}{Y_t} - 1,5506 \frac{I_{t-1}}{Y_{t-1}} \quad R^2 = 0,90 \quad DW = 1,41$$

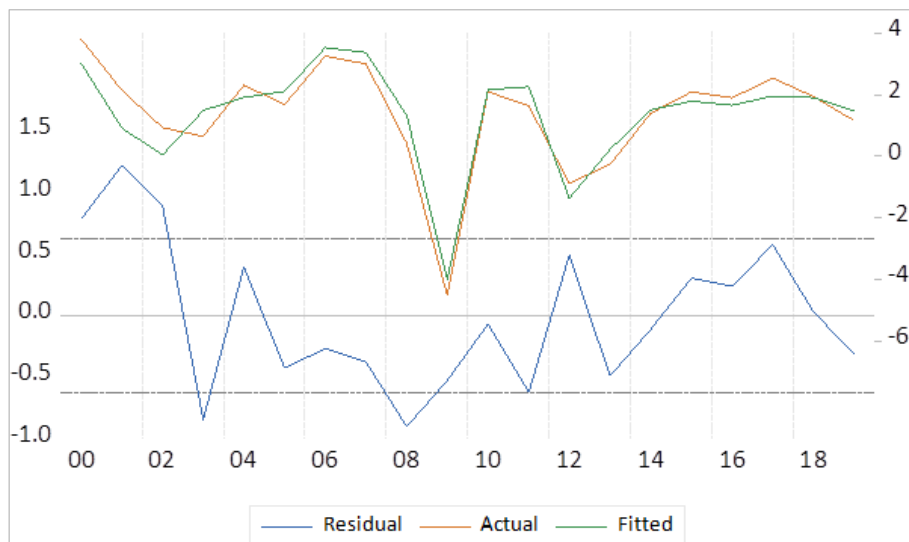
(2,10) (11,55) (9,76)

Auch unter Berücksichtigung der geringen Stichprobengröße können die beiden Koeffizienten der Investitionsquote als hoch signifikant betrachtet werden. Fasst man die Regressionskoeffizienten zusammen, so ergibt sich bei einer Erhöhung der Investitionsquote um einen Prozentpunkt eine Erhöhung

¹³ Vgl. Berndt, E. (1991): The Practice of Econometrics: classic and contemporary, Addison-Wesley Publishing Company, Inc., Reading et al., S. 233ff.

der Wachstumsrate um ca. 0,3 Prozentpunkte. Eine Reihe von Spezifikationstests ergibt bis auf schwache Hinweise auf Autokorrelation und Heteroskedastizität keine wesentlichen Verletzungen der üblichen Modellannahmen. Alternative Spezifikationen wie der klassische Koyck-Lag oder die Einbeziehung weiterer Verzögerungen ergeben ebenfalls keine Verbesserung der Schätzergebnisse. Tatsächliche und geschätzte Werte werden im folgenden Schaubild verdeutlicht.

Abbildung 4: Tatsächliche und geschätzte Wachstumsrate des BIP in der Eurozone



Quelle: Eigene Darstellung

Damit kann festgehalten werden, dass eine Erhöhung der Investitionsquote durchaus zu signifikant mehr Wachstum führt. Insofern ist die investitionszentrierte Argumentation der EZB nachvollziehbar. Der nur sehr vage Zusammenhang zwischen Krediten und Investitionen spricht aber dafür, dass die Geldpolitik nicht die primäre Ursache für die steigenden Investitionsquoten war. Die Erforschung anderer Ursachen (wie beispielsweise gestiegene Eigenkapitalquoten) kann im Rahmen dieses Beitrags aber nicht geleistet werden.

Um abschließend noch eine mögliche direkte Rolle des Zinses zu untersuchen, werden die Gleichungen (1) und (2) unter Einschluss eines Zinses (3Monats Euribor) geschätzt. In beiden Fällen sind die entsprechenden Koeffizienten insignifikant, so dass auf eine Darstellung der Ergebnisse verzichtet wird. Ein Einfluss des Zinsniveaus auf Investitionen und Wachstum kann mithin nicht nachgewiesen werden.

Expansive Geldpolitik und der Kampf gegen drohende Deflation

Die EZB begründet ihre extrem expansive Geldpolitik auch mit drohenden Deflationsgefahren und den damit zusammenhängenden Teufelskreisen der Konsumzurückhaltung oder der realen Schuldenaufwertung. Die These, deflationsbedingte Konsumzurückhaltung überkompensiere den Realkasseneffekt, ist nicht neu und bereits erschöpfend diskutiert.¹⁴ Es muss aber betont werden, dass dies nur für den Fall eines erheblichen Preisniveaurückgangs „auf breiter Front“ zutreffend ist, der durch eine Linksverlagerung der makroökonomischen Nachfragekurve entsteht. Derartige Deflation ist in der Tat geeignet, eine tiefe Depression entstehen zu lassen, so wie Anfang der 1930er Jahre. Damals war der Preisniveaurückgang primär auf die kontraktive Geldpolitik der Notenbanken zurückzuführen.

¹⁴ Vgl. Neumann, M. (1984): Theoretische Volkswirtschaftslehre Band 1, 2. Aufl., München: Vahlen, S. 193f.

Gegenwärtig liegt in der Euro-Zone eine solche Situation aber nicht vor und sie ist auch nicht in Sicht. Wesentliche temporäre Rückgänge der Inflationsrate sind auf den temporären Rückgang der Energiepreise (Ölpreise) zurückzuführen. Dies war und ist besonders 2009, 2016 und gegenwärtig zu beobachten. Solche Preiseinbrüche, auch wenn sie rezessionsbedingt auftreten, stellen makroökonomisch „gute Deflation“ im Sinne einer Rechtsverschiebung der Angebotskurve dar. Daraus resultieren steigende Einkommen bei fallenden Preisen. Es ist abwegig, bei einem deutlichen Rückgang der Öl- und Benzinpreise eine Kaufzurückhaltung bei Kraftfahrzeugen zu erwarten. Eher ist das Gegenteil der Fall.

Die empirische Wirtschaftsforschung hat sich der Frage, ob Deflation generell wachstumsschädlich ist, ebenfalls zugewandt. Die Antwort ist eindeutig. Lediglich im Fall hoher und dauerhafter Preisniveaurückgänge gibt es solche negativen Wachstumseffekte, aber nicht bei minimalen Deflationsraten zwischen 0 und minus 1,5 Prozent.¹⁵ Solche Rückgänge werden von den Konsumenten offenkundig gar nicht wahrgenommen. Das oftmals zitierte Beispiel Japan ist „als warnendes Beispiel“ vollkommen ungeeignet. Die oft gehörte Argumentation lautet etwa wie folgt: „Die Überalterung erhöht die Sparquoten, was wiederum zur Konsumzurückhaltung und Deflation führt. Die Deflation wiederum reduziert das reale Wirtschaftswachstum.“ An dieser Argumentation ist so gut wie alles falsch. So gab es in Japan in den vergangenen 20 Jahren keinen Anstieg, sondern einen Rückgang der Sparquote; die Konsumquote stieg stark an, Spar- und Investitionsquoten fielen. Das war die Ursache für das schwache Wachstum. Wie oben und in der Literatur gezeigt, fördern höhere Investitionsquoten das reale Wachstum. Niedrige oder leicht negative Inflationsraten sind also eher auf mangelnde Investitionsgüternachfrage als auf Kaufzurückhaltung der Konsumenten zurückzuführen.¹⁶ Diese Überlegungen zeigen, dass die Begründung, extrem expansive Geldpolitik sei nötig, um drohende Deflation zu bekämpfen, zu kurz greift.¹⁷

Wechselkurse und Geldpolitik

Eine positive Wirkung der Geldpolitik lässt sich auch außenwirtschaftlich begründen. Expansive Geldpolitik führt in vielen Modellen zu einer Abwertung der heimischen Währung, wenn das Ausland eine weniger expansive Geldpolitik betreibt. Dies könnte man im Falle des Euro-Dollar Wechselkurses erwarten. Nun ist die Geschichte dieses Wechselkurses seit der Einführung der Gemeinschaftswährung eine Geschichte starker Schwankungen, wobei der Euro gegenüber dem US-Dollar nicht stärker schwankte als die DM. Eine einfache Überprüfung der Hypothese, die Geldpolitik habe zu einer künstlichen Unterbewertung des Euro beigetragen (der US-amerikanische Vorwurf!), kann anhand der Kaufkraftparität vorgenommen werden.

Wird die im Durchschnitt höhere Inflation in den USA berücksichtigt, so müsste der US-Dollar gegenüber dem Euro gemäß der Kaufkraftparität um 8,6 Prozent abgewertet werden. Bei einem Anfangswert des Wechselkurses Anfang 1999 von 1,18 \$/€ sollte der Kurs gegenwärtig dann bei etwa 1,28 \$/€ liegen. Tatsächlich ergeben sich zwischen 2015 und 2019 Werte zwischen 1,05 \$/€ und 1,25 \$/€. Gegenwärtig liegt der Wechselkurs bei ca. 1,12 \$/€. Gemessen am KKP-implizierten Wechselkurs ist der Euro damit um etwa 13 Prozent unterbewertet. Das geht mit der überexpansiven Geldpolitik der EZB konform.

¹⁵ Vgl. Atkeson, A./Kehoe, P. J. (2004): Deflation and Depression: Is There an Empirical Link?, in: American Economic Review Vol. 94(2), S. 99-103; Borio, C./Erdem, M./Filardo, A./Hofmann, B. (2015): Should we be spooked by deflation? A look at the historical record, <https://voxeu.org/article/historical-look-deflation> (Zugriff am 27.06.2020).

¹⁶ Vgl. Reichel, R. (2019): Verteidigung der Negativzinspolitik der EZB: Propaganda statt Fakten, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, S. 5; <https://www.ludwig-erhard.de/orientierungen/europaeische-geldpolitik/verteidigung-der-negativzinspolitik-der-ezb-propaganda-statt-fakten/> (Zugriff am 27.06.2020).

¹⁷ Vgl. zu dieser Thematik auch Mayer, T./Schnabl, G. (2019): Reasons for the Demise of Interest: Savings Glut and Secular Stagnation or Central Bank Policy; https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3478451 (Zugriff am 27.06.2020).

Ob daraus ein (wie von Präsident Trump¹⁸) unterstellter künstlicher Wettbewerbsvorteil für die Länder der Eurozone resultiert, kann aufgrund unterschiedlicher nationaler Inflationsraten für einzelne Länder nicht belegt werden. Deren reale Wechselkurse entwickeln sich trotz gemeinsamer Währung unterschiedlich. Für Länder wie Deutschland kann die These bejaht werden, für andere Länder hingegen nicht. Die Annahme, die Geldpolitik der EZB habe wie ein „außenwirtschaftliches Konjunkturprogramm“ gewirkt, kann jedoch nicht mit dem einfachen Verweis auf stark gestiegene Exporte (wie im Falle Deutschlands) begründet werden. Empirische Schätzungen zeigen für Deutschland eine eher geringe reale Wechselkurselastizität der Exporte.¹⁹ Für den Euroraum als Ganzen erscheint wegen der persistenten Leistungsbilanzüberschüsse die These vom Konjunkturprogramm aber durchaus plausibel. Ob die positiven Nettoexporte für Euroland per Saldo positiv sind, ist eine ganz andere Frage. Unterbewertete Währungen bringen immer auch Nachteile mit sich, beispielsweise durch Terms of Trade-Verluste. Eine Gesamtbewertung kann an dieser Stelle nicht erfolgen.²⁰

Erfolge der Geldpolitik

Wenn nun die makroökonomischen Effekte der Nullzinspolitik gering sind, stellt sich die Frage, ob es nicht weitere Begründungen für die Nullzinspolitik der EZB gibt. Diese gibt es und sie bedürfen keiner besonderen Diskussion. Zum einen erleichtern die extremen Niedrigzinsen bspw. die Finanzierung der Staatsschuld und machen die Schuldenquoten der Euro-Südländer beherrschbar, zum anderen halten sie den Euro als gemeinsame Währung zusammen. Mario Draghi hat dieses Ziel im Jahre 2012 verkündet und bisher hatte die EZB durchaus Erfolg. Aber um welchen Preis?

Den eher überschaubaren makroökonomischen Effekten stehen eine Reihe von Nebenwirkungen gegenüber, die hier nur kurz angesprochen werden:

- (1) Die Behinderung privater, risikoloser Kapitalbildung (Sparer, Lebensversicherer) einschließlich der Erosion der Betriebsrenten.
- (2) Die Zuwendung zu immer riskanteren Investitionen, um noch ein Mindestmaß an Rendite zu erzielen.
- (3) Die Erosion der Zinsspanne der Banken. Hier leiden besonders solide, regional orientierte Banken (Sparkassen, Kreditgenossenschaften), da diese noch stark vom klassischen Zinsgeschäft abhängig sind. Man erzeugt damit Instabilitäten im Finanzsektor. Ironischerweise überwacht die EZB diese Risiken im Rahmen ihrer Bankenaufsicht. Der Brandstifter betätigt sich auch als Rauchmelder.
- (4) Eine Ausschaltung des freien Marktinzins und dessen Allokationsfunktion.

War die Bazooka zielgenau?

Mario Draghis Versprechen, den Euro um jeden Preis zu retten wurde mit dem Einsatz der Bazooka verglichen, um die Entschlossenheit der EZB mit militärischem Vokabular zu verdeutlichen. Trifft der Vergleich zu? Mitnichten. Eine Bazooka war eine im Zweiten Weltkrieg eingeführte schultergestützte Panzerabwehrwaffe, die eine Rakete mit Hohlladungsgefechtsskopf auf einen gegnerischen Panzer auf kurze Distanz abfeuerte. Geübte Schützen vorausgesetzt, war die Bazooka treffsicher und wirkungsvoll. Nebenwirkungen im Sinne unbeabsichtigter Zerstörungen hatte sie keine. Beides trifft für die Geldpolitik der EZB hinsichtlich der behaupteten makroökonomischen Ziele – wie oben gezeigt – nicht

¹⁸ Vgl. <https://www.reuters.com/article/us-ecb-policy-trump/trump-blasts-comments-by-ecbs-draghi-cites-unfair-competition-idUSKCN1TJ19X> (Zugriff am 29.06.2020).

¹⁹ Vgl. Zeddies, G. (2011): Der Euro als Triebfeder des deutschen Exports, cege Discussion Papers, No. 130.

²⁰ Vgl. Reichel, R. (2002): Ökonomische Theorie der internationalen Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften, Deutscher Universitätsverlag/Springer: Wiesbaden, S. 135-159.

zu. Die Politik war wenig erfolgreich und schon gar nicht zielgenau, wie man an den Nebenwirkungen erkennen kann. Der Vergleich mit der Bazooka ist also völlig abwegig. Wenn man schon einen militärischen Vergleich bemühen möchte, bietet sich die Analogie zu einem Flächenbombardement durch die Luftwaffe mit un gelenkten Bomben im Stil des Zweiten Weltkriegs an. Treffer am eigentlichen Ziel (Rüstungsfabriken, Transportinfrastruktur) waren zufällig, zerstörte Wohngebiete die Regel. Es ist fraglich, ob das Instrumentarium der EZB in Zeiten von Corona zielgenauer wirkt als bisher.

Dieser Beitrag stellt die Meinung des Autors dar und spiegelt nicht grundsätzlich die Meinung des KompetenzCentrums für angewandte Volkswirtschaftslehre (KCV) oder der FOM Hochschule.

Folgende Veröffentlichungen sind bisher in dieser Reihe erschienen:

Streiflicht VWL, Nr. 3 (Mai 2020), Clauss, M., Pöllmann, G.: [Deflation oder Inflation? Zur Auswirkung der Corona-Krise auf die Entwicklung des Preisniveaus und die Folgen für die Kapitalmärkte.](#)

Streiflicht VWL, Nr. 2 (April 2020), Wohlmann, M., Rebeggiani, L. und Wilke, C.: [Was kommt nach dem großen Shutdown? Die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise.](#)

Streiflicht VWL, Nr. 1 (März 2020), Wohlmann, M., Rebeggiani, L.: [Fluch und Segen globaler Wertschöpfungsketten angesichts der aktuellen Coronavirus-Krise.](#)