

Deutscher Bundestag Finanzausschuss

***Nicht öffentliches Fachgespräch zu dem Thema
„Niedrigzinspolitik der EZB“***

am 4. November 2015 in Berlin

**„EZB-Billionenprogramm plus der Niedrigzinspolitik
in der Liquiditätsfalle:**

**Die EZB-Politik wirkt nur mit finanzpolitischer
Komplettierung“**

Prof. Dr. Rudolf Hickel, IAW/Universität Bremen

Headlines zum Thema

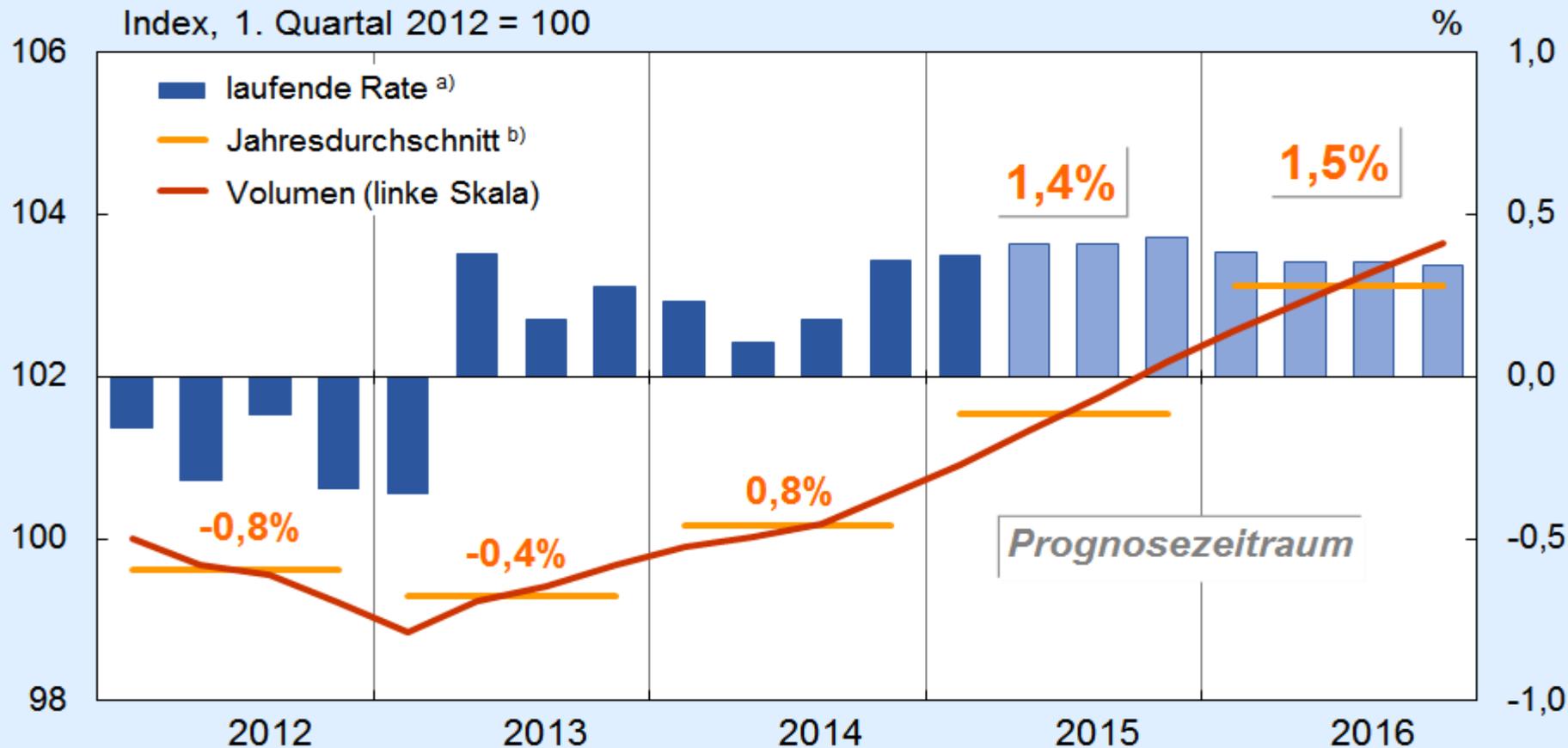
- Schwaches Wirtschaftswachstum im €- Raum
- Spaltung der wirtschaftlichen Entwicklung nimmt zu: Griechenland im Kirschenmodus (Grexit-Gefahr nicht gebannt)
- Negative Inflationserwartungen, Deflationsgetriebener Preisverfall und sinkende Gewinnerwartungen
- Europäische Zentralbank steuert allein gegen wirtschaftliche Wachstumsschwäche, Deflation und Krise des Eurosystems
- „Quantitative Easing“ mit Bazooka und Dicker Bertha 1.0 und 2.0
- Die expansive Geldpolitik nicht EU-verfassungskonform
- Wenn es schief geht: Kann die EZB pleitegehen?
- Geldpolitische Erfolgschancen für Wirtschaftswachstum, angemessene Inflation, sinkende Wechselkurse ungewiss
- Geldpolitik aus der Liquiditätsfalle befreien
- Rettung durch eine unterstützende Finanzpolitik

Eckwerte der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des Euroraums: Systemkrise unübersehbar

- Wirtschaftswachstum: Deflationsgefahr im Euroraum und Spaltung zwischen den Mitgliedsländern**
- Arbeitslosigkeit: Wächst in der Eurozone vor allem bei Jugendlichen**
- Geldwertentwicklung: Bedrohlich Sinkende Inflationserwartungen**
- Fehlallokation: Billige Liquidität drängt auf die Finanzmärkte statt , in die Finanzierung binnenwirtschaftlicher Ausgaben**

Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum

Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).

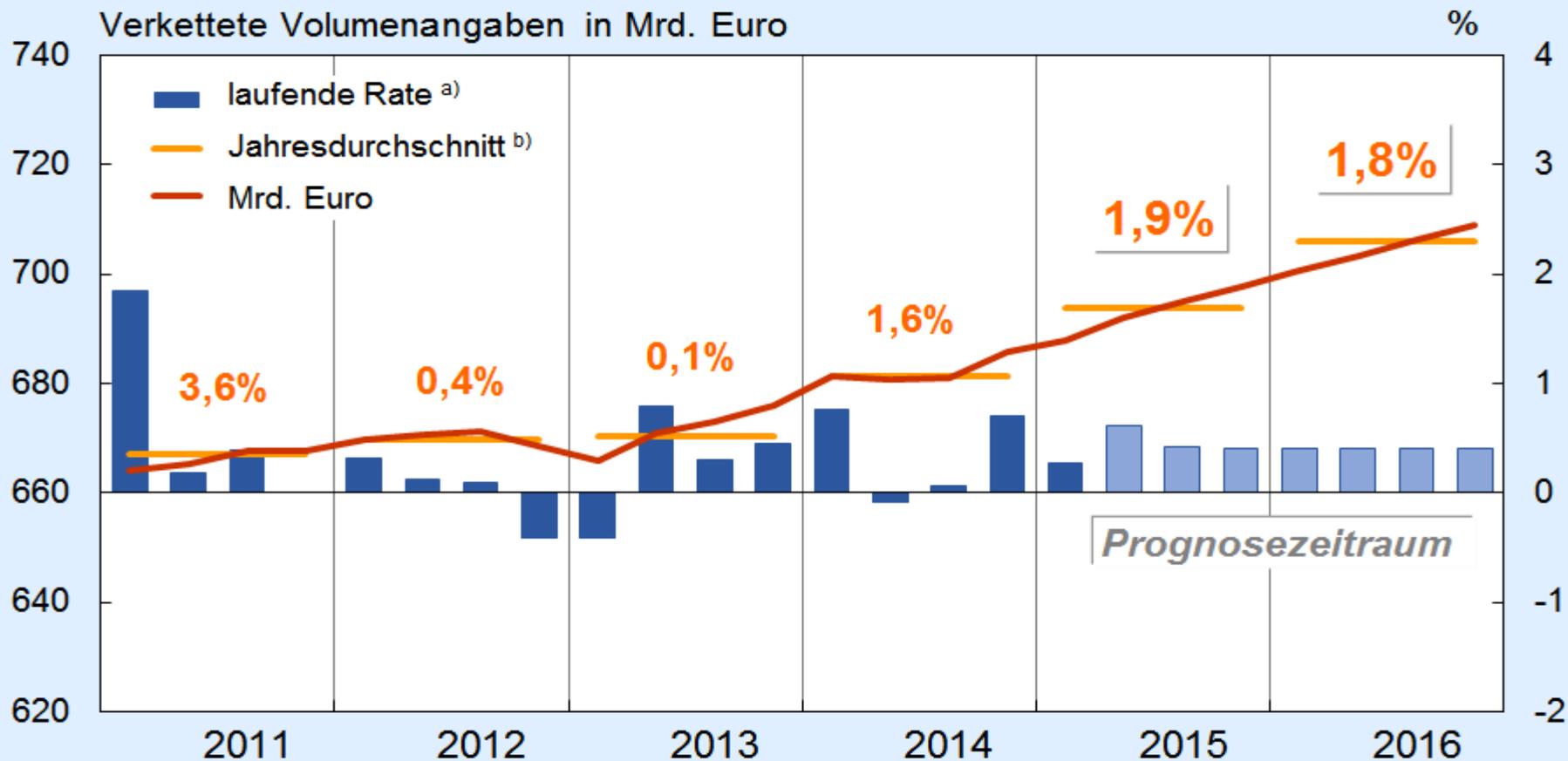
b) Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat; Berechnungen und Schätzungen des ifo Instituts (Juni 2015).

© ifo

Reales Bruttoinlandsprodukt in Deutschland

Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).

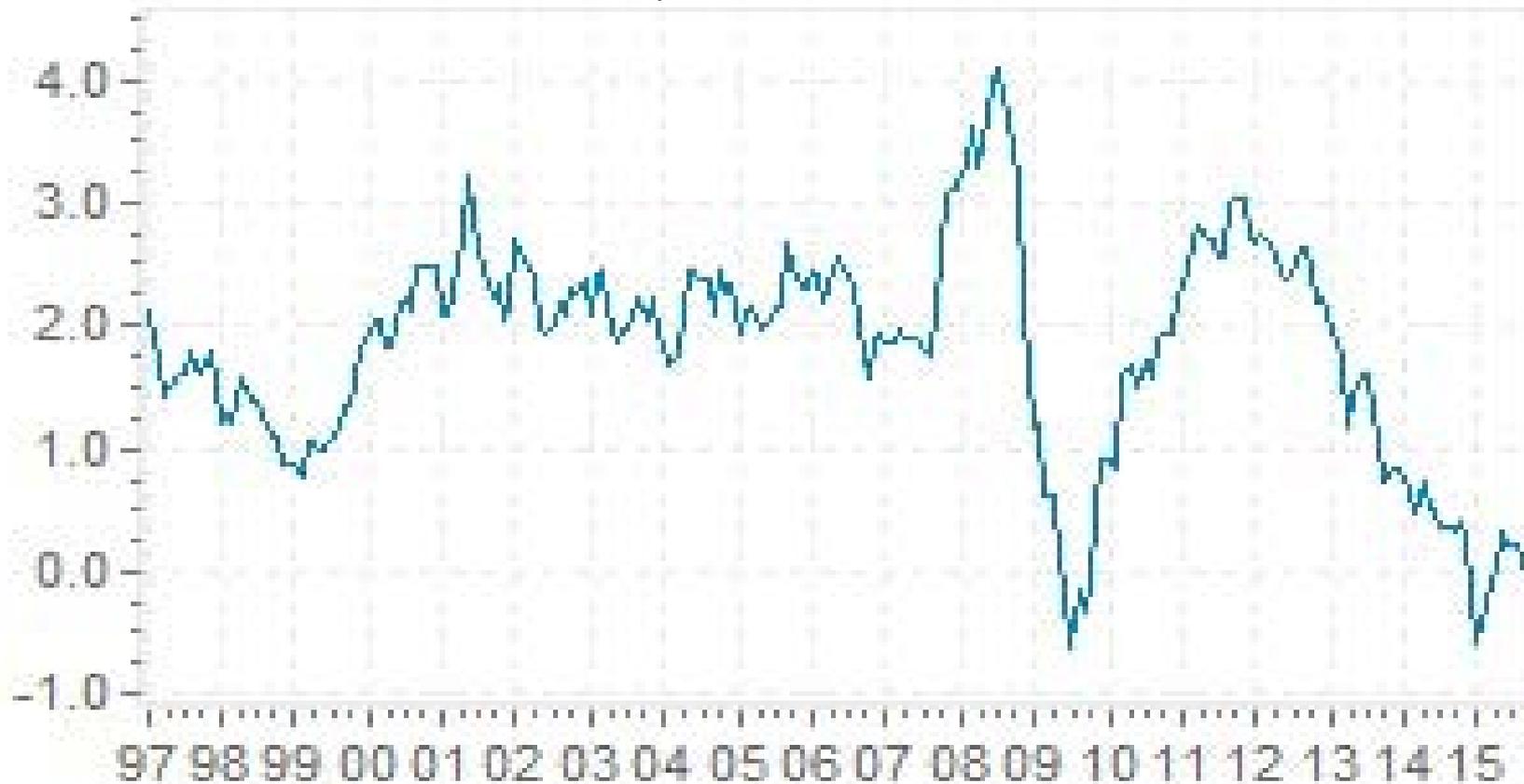
b) Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des ifo Instituts; ab 2. Quartal 2015: Prognose des ifo Instituts.

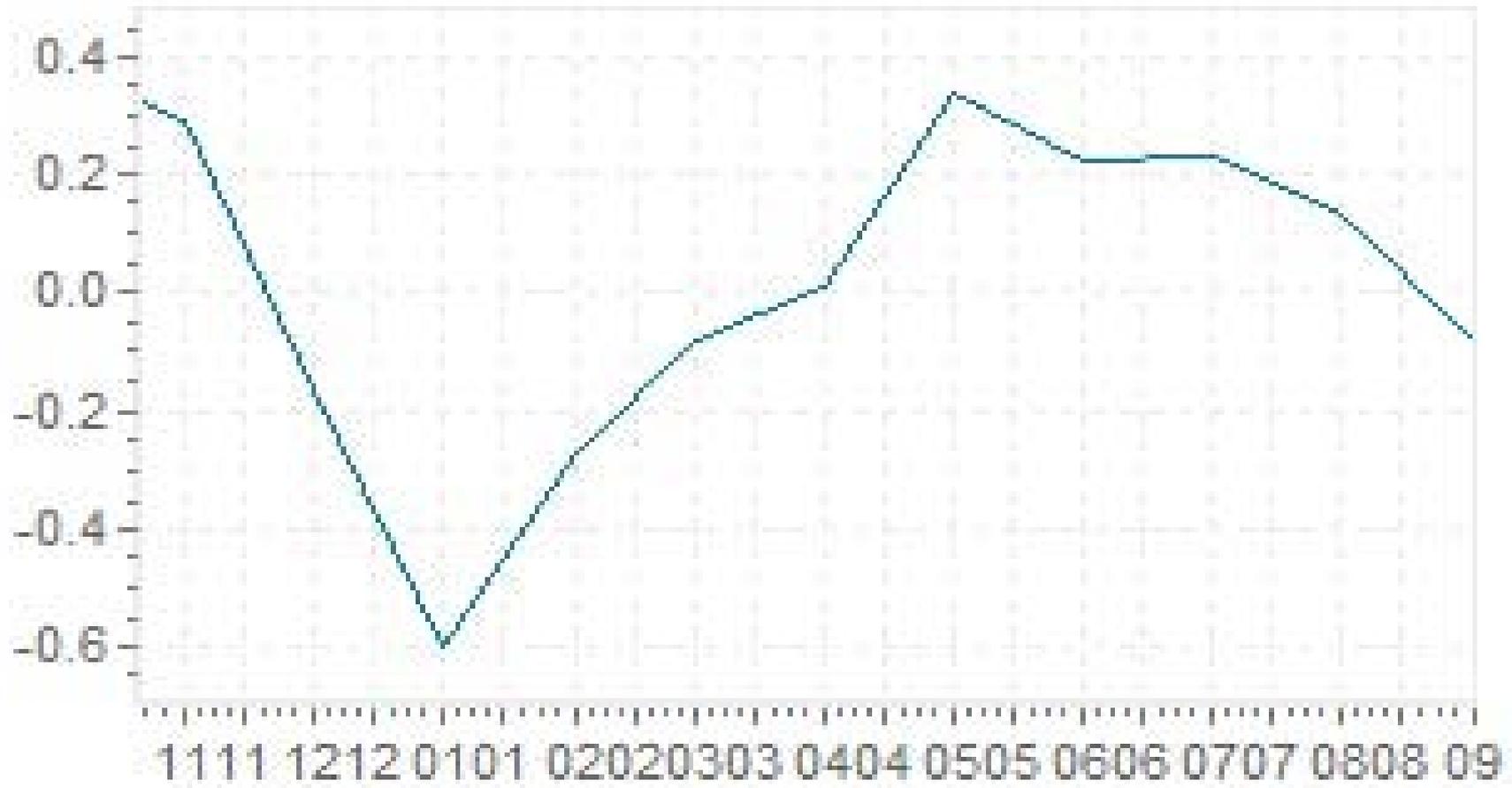


Euroraum: Inflationsraten seit 1997 (HVPI)

Minuswerte: Dez. 2014 -0,169% / 2015: Januar -0,60% / Februar -0,273 /
März -0,085% / September -0,69%



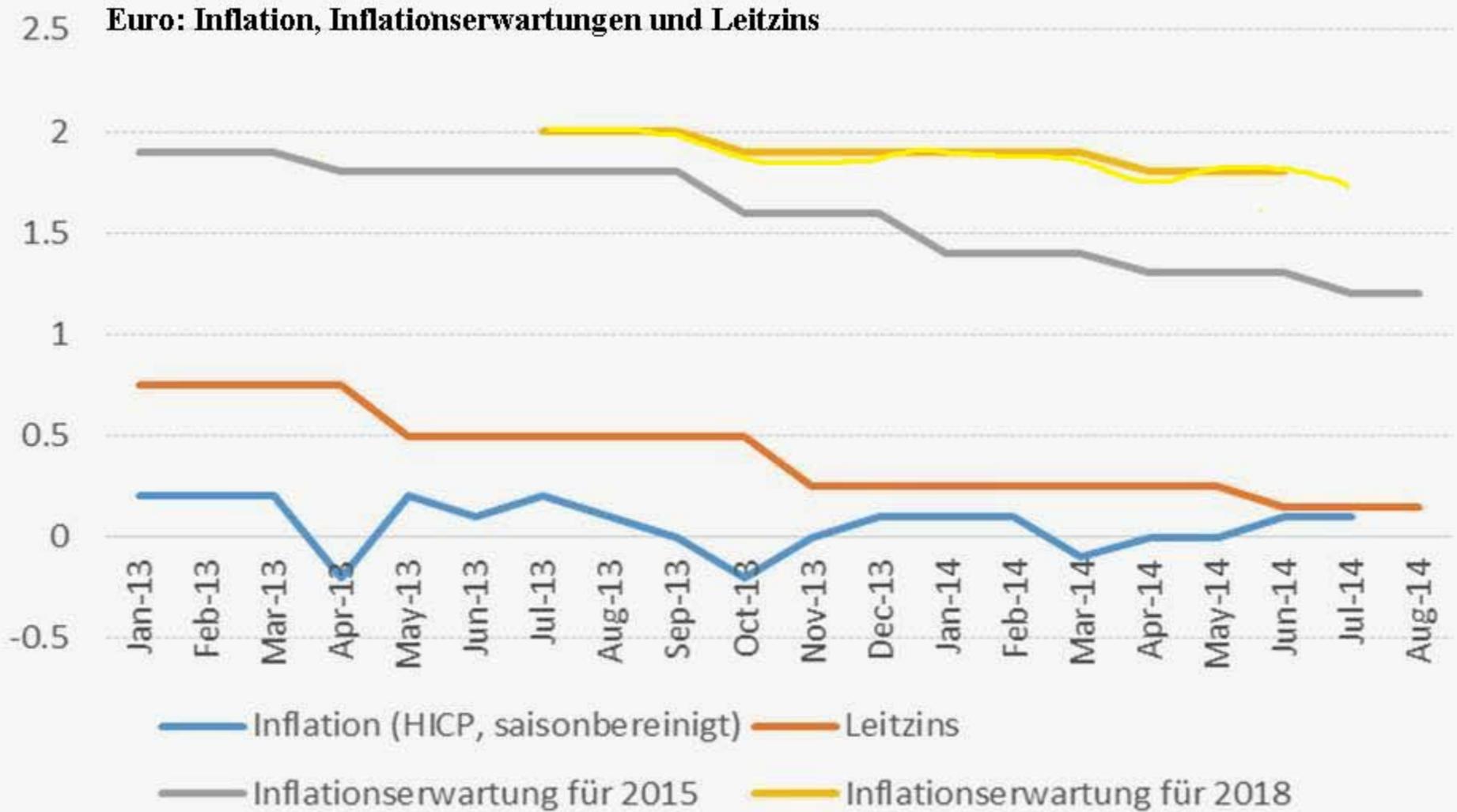
Euroraum: Inflationsraten im letzten Jahr (HVPI)



Deflationstendenz: Wie geht es 2015 weiter?

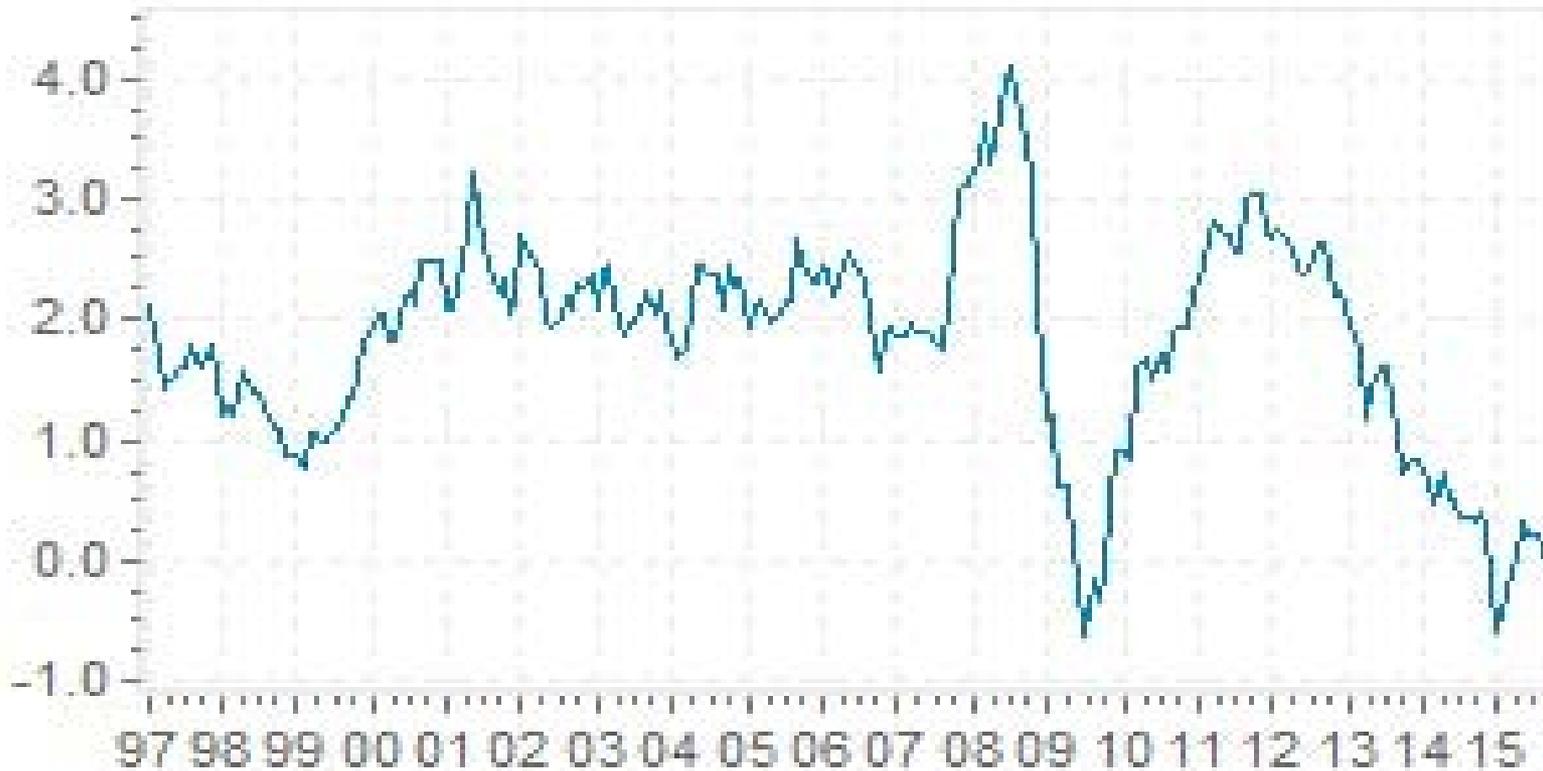


Eurowirtschaft auf sinkende Inflationserwartungen eingestellt



Inflationsraten (HVPI) Deutschland 1997 – 2015

Minusraten : Januar 2015 -0,520 / September – 0,171 %

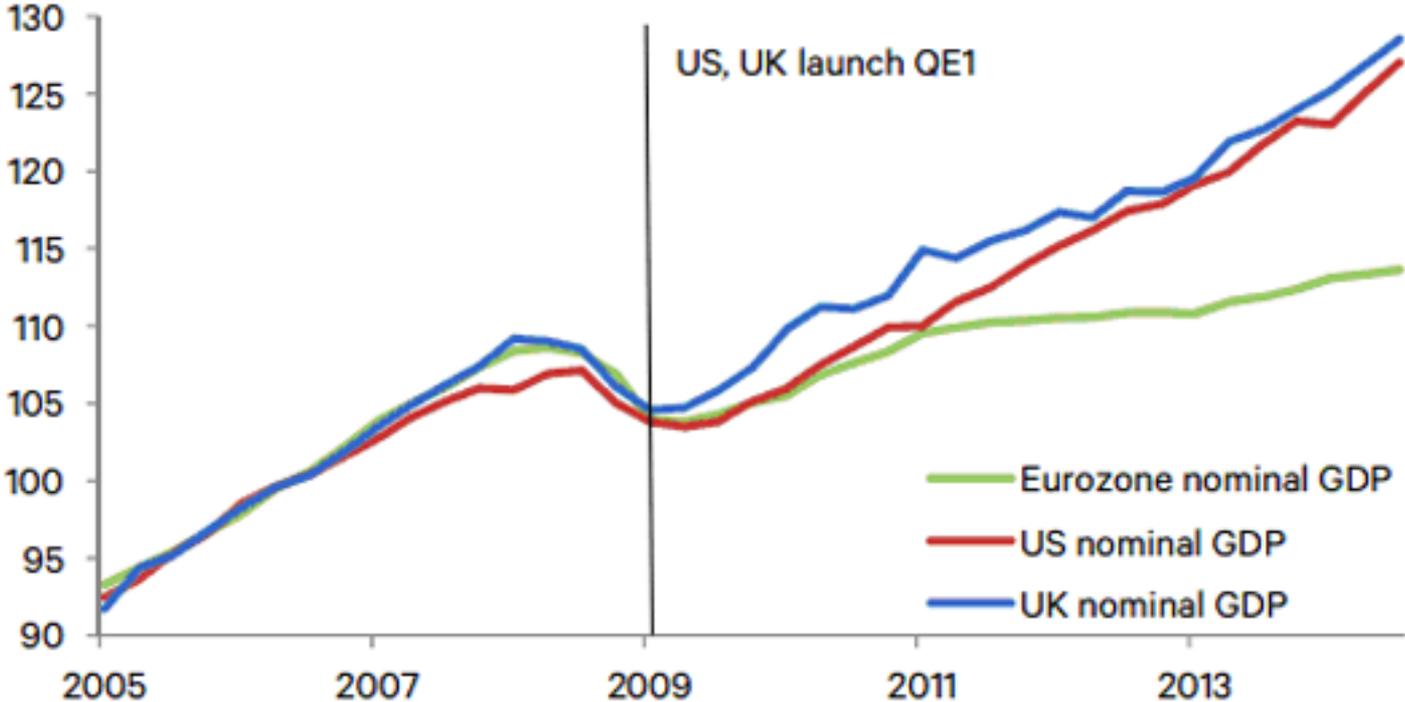


US \$- Preis für einen Euro (Wechselkurs) vom November 2014 – bis September 2015

Anleiheprogramm seit März 2015 hat den Eurowechselkurs gesenkt



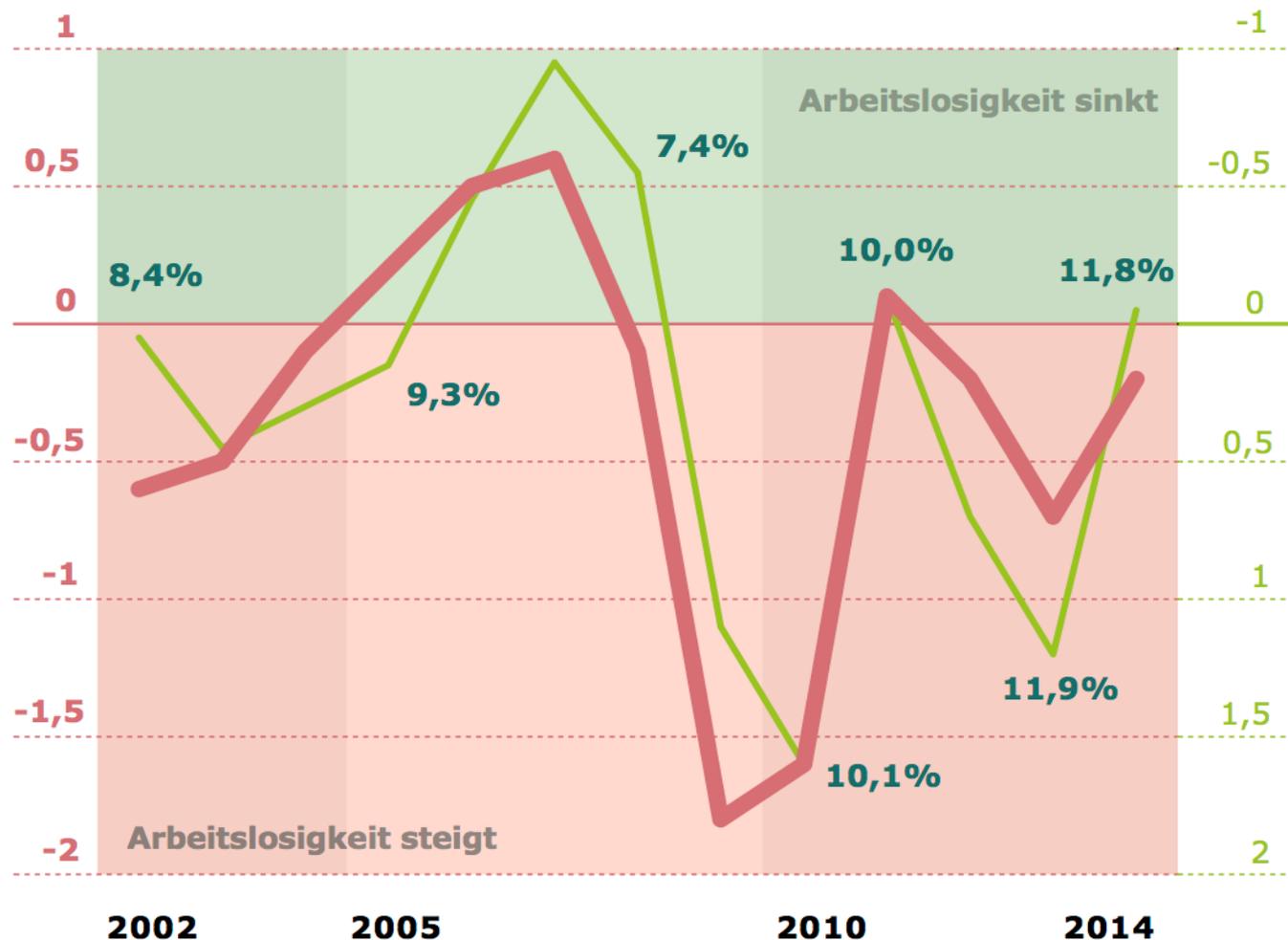
Eurowirtschaft wächst langsamer als Gesamtwirtschaft in den USA und Großbritannien



Euro-Arbeitsmarkt - ein Desaster

Private Nettoinvestitionen in % des BIP*
(Prozentpunkte im Vgl. zum Vorjahr)

Arbeitslosenquote (invertiert)**
(Prozentpunkte im Vgl. zum Vorjahr)



* jeweils zum Jahresbeginn (gleitende Zweijahresdurchschnitte); 2014 EU-Prognose

** tatsächliche Veränderungen jeweils zum Jahresbeginn, Prozentwerte=Quoten

Notwendiger Rückblick: Die Ursachen der €-Systemkrise

Massive Gründungsfehler im Maastrichter Vertrag

(ausgehandelt Ende 1990, ratifiziert 1992)

- Vorrang für die Schaffung der Währungsunion: Hoffnung auf eine automatisch vorangetriebene realökonomische Konvergenz
- Konvergenzkriterien für die Mitgliedschaft: ausschließlich auf Geldwertstabilität ausgerichtet (auch die fiskalischen Konvergenzkriterien von maximal 3% Neuverschuldung bzw. 60% Gesamtverschuldung am BIP)
- „No Bailout“- Regel: Verbot der Rettung von schwächeren Mitgliedern: Heutige Krise kam im Gründungskonzept nicht vor

Seit 2010 startete ein mühseliger, unvollendeter Lernprozess:

- Rettungsschirme, stark expansive Geldpolitik
- Auf dem Weg zur Transfer- und Verantwortungsunion

Europäische Zentralbank: Geldpolitische Herausforderungen

- **Einheitliche Geldpolitik im Eurowährungsraum,**
d.h. die Geldpolitik ist nicht nationalstaatlich teilbar:
Der Leitzins gilt einheitlich beispielsweise in Berlin, Paris, Athen, Rom
- **EZB- Geldpolitik steht vor der völlig neuen, doppelten Herausforderung:**
 - * **Durch die Gefahr einer Deflation geprägte wirtschaftliche Wachstumsschwäche**
 - * **EZB muss das gesamte Finanzmarktsystem als Voraussetzung einer funktionsfähigen Geldpolitik unter Ausschluss der Spekulanten stabilisieren**

Suche nach der optimalen Geldpolitik unter dieser doppelten geldpolitischen Herausforderung

Ein kurzer Rückblick auf die klassische Geldpolitik, die die Lehrbücher und das vorherrschende Denken beherrscht:

- * **Geldmengensteuerung** der Notenbank (NB) unter der Zielsetzung, inflationsfreies Wirtschaftswachstum monetär ermöglichen: Bei Vermeidung der Inflation genügend Geld (Geldmenge M3) außerhalb des monetären Finanzsystems beim Publikum platzieren.
- * **Steuerungsinstrumente:** Zinssätze, die die Notenbank den Banken zur Liquiditätsbesorgung anbietet - vorrangig Offenmarktgeschäfte mit dem Hauptrefinanzierungssatz (Leitzins)
- * **Lehrbuch-Beispiel:** NB senkt Zinssatz, Banken erhalten billige Liquidität, die Kreditvergabe steigt wegen sinkender Zinslasten, fremdfinanzierte Realinvestitionen werden ausgelöst
Unterstellt: Kreditabhängigkeit der Unternehmen /Zinselastizität der Investitionen

Neue Herausforderungen: EZB im geldpolitischen Dilemma

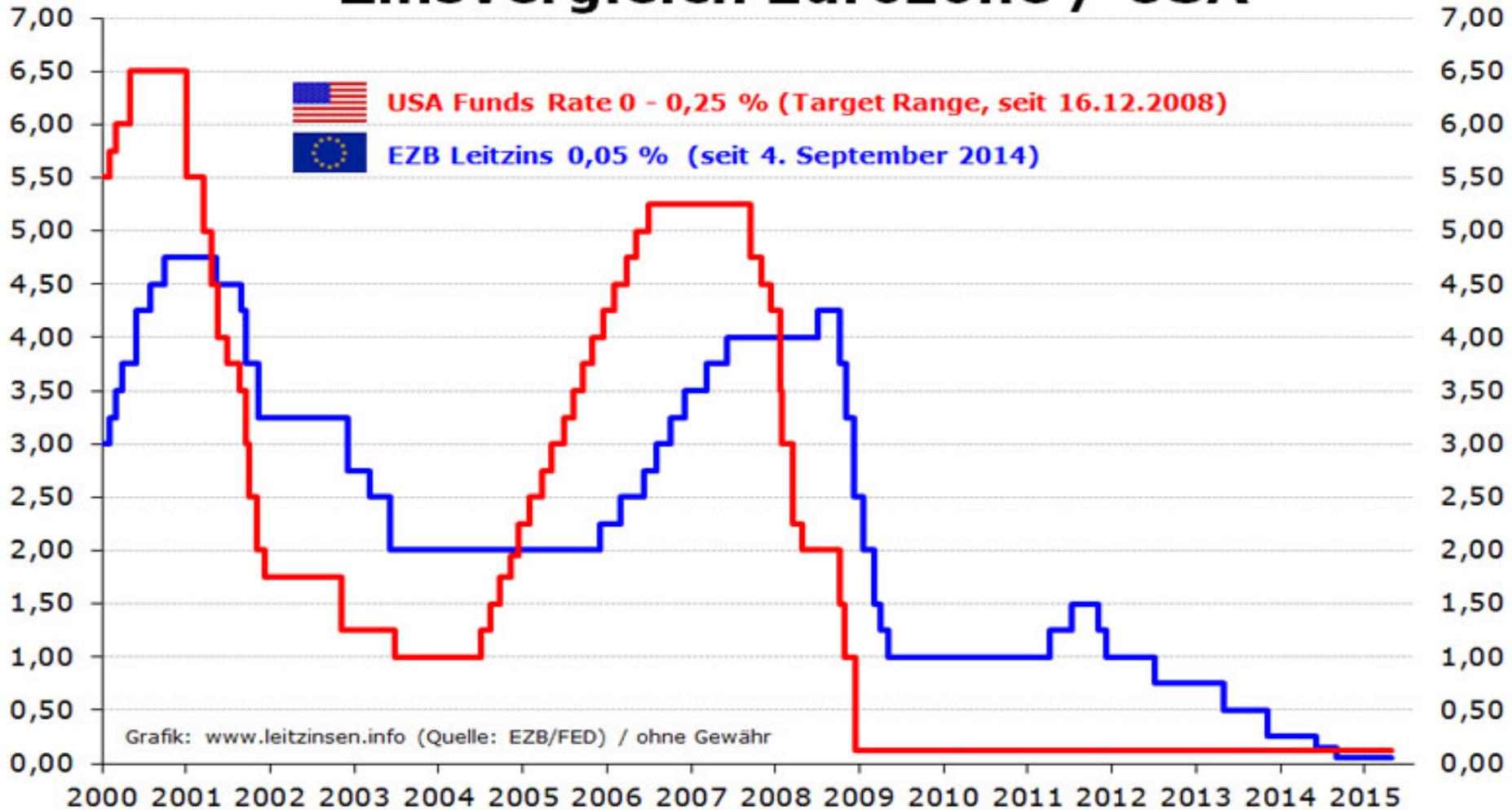
- Mittelfristige Niedrigzinsphase (Forward Guidance):

- * **Leitzins** bei 0,05% und Strafzinsen von 0,2% für Einlagen der Banken bei der EZB (Einlagenfazilität -0,2%)
- * Von der **Nullzone** aus kein weiteren Zinssenkungen möglich
- * Zinsabhängige Zuwächse **kreditfinanzierter Realinvestitionen** nicht auslösbar

Systemische Gründe der Versagens der zinspolitischen Steuerung

- * **Kreditabhängigkeit** der Produktionsunternehmen von der über Banken vermittelten Fremdfinanzierung ist geschrumpft
- * **Banken** sind bei Kreditvergabe (auch wegen Basel III) restriktiv
- * **Heutige Investitionsentscheidung** nicht abhängig von Bankenzinsen: Vielmehr erwartete effektive Nachfrage entscheidend!

Zinsvergleich Eurozone / USA



Die revolutionäre Wende der Euro-Geldpolitik: Wunderwaffen der EZB

Dreifache Zielsetzung

- 1. Politik gegen die drohende Gefahr der Deflation, Umkehr mittelfristig verankerter rückläufiger Inflationserwartungen:**
Mehr Inflation bis zur Zielinflationsrate von 2% erzeugen
- 2. Umstritten, ob durch die EZB gezielt gewollte Folgewirkung:**
Verluste des Euroaußenwerts (Wechselkurs) beispielsweise gegenüber dem US \$ zugunsten der Euro-Exportwirtschaft
- 3. Überlagerndes Ziel: Verteidigung des Eurosystems gegenüber**
Spekulationen auf dessen Zusammenbruchs durch massive Anleiheaufkäufe

Was ist Deflation und ist diese im Euroraum dominant?

1. Das Gegenteil von **Inflation**: also auf breiter Front steigende Preise, vor allem auch angemessene Inflationserwartungen (gemessen mit dem HVPI)
2. **Deflation** beschreibt den Verfall der Preise auf breiter Front
Achtung: Preisindex ist ein gewichteter Durchschnitt.....Während bei der Deflation die Preise auf breiter Front sinken, können auch wichtige einzelne Preise zunehmen)
Absturz des Ölpreises erklärt Deflation nicht (Blick auf Kerninflationsrate)
3. **Wirkungen** der Deflation:
 - * Durch Deflation sinkt die nominale Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen (aufgeschobene Ausgaben kaum relevant)
 - ` Sachinvestitionen und Produktion mangels Gewinnerwartungen reduziert
 - ` Sich verstärkender Einkommens- und Beschäftigungsrückgang
4. **Die geldpolitische Revolution: EZB will Inflationserwartungen in Richtung maximal 2 % erzeugen**: Größerer Preiserhöhungsspielraum für Unternehmen (derzeit mangels Erlösmargen Entlastung vom irrationalen Kostendruck)

***Draghis Ceterum censeo* (... Carthaginem esse delendam”): Zum Einsatz bereits bekannter Waffen im Kampf um die Stabilität**

1. Geldpolitischer Wechsel bereits durch Jean Claude Trichet eingeleitet:
Ankauf von Anleihen

2. Historische Ankündigung am 26. Juli 2012 in London vor einer kleinen Gruppe weltweit für die Finanzmärkte relevanter Investoren:
What ever it take! (“...was auch nötig ist, um den Euro zu retten. Und glauben Sie mir, es wird genug sein“)

3. Erfolgreiche Wirkungen:

- * Geldpolitische Gesamthaftung und erstmals indirekte Garantie der EZB für Staatsschulden
- * Zusammen mit dem Rettungsfonds erfolgreiche Verbannung der Spekulanten mit aGeschäften auf den Euro-Zusammenbruch
- * Erkennbarer Abbau der Risikoaufschläge (Spreads) vor allem in Krisenländern

Konzeptionswechsel: Quantitative Easing (strukturelle Operationen)

Grundidee: Die EZB pumpt über das Bankensystem massive Liquidität in die Wirtschaft

Draghis Vergleich mit Kriegswaffen: Bazooka / Dicke Bertha

Die wichtigsten Instrumente:

- * Neben CBPP 1/2/3 (gedeckte Schuldverschreibungen) vor allem **SMP (Securities Market Programm)** vom Mai 2010 bis Sept. 2012; Aufkauf von staatlichen und privaten Anleihen auf dem Markt: Zentralbankgeld gegen Anleihen.
 - Draghi verglich die Leihgeschäfte zum Jahresende 2011 und Anfang 2012 mit der „Dicken Bertha“, aus heutiger Sicht **Dicke Bertha 1.0**
 - Massive Geschäfte zur Geldversorgung über Banken auch mit einem Einsatz der **Bazooka** verglichen
- * **Emergency Liquidity Assistance:** Mit Genehmigung der EZB vergeben nationale Notenbanken Kredite an Krisenbanken (wichtiges Instrument in Griechenland)
- * **OMT (Outright Monetary Transactions)** im September 2012 durch EZB beschlossen, jedoch niemals eingesetzt
- * **Die jüngste 1,14 €-Billionen-Spritze: Expanded Asset Purchase Programm – Die dicke Bertha 2.0**
Ab März 2015 bis September 2016 monatlicher Aufkauf am Sekundärmarkt im maximalen Umfang von 60 Mrd. € für Anleihen von Staaten, Agencies und privaten Institutionen und zwar zu 80% dezentral über nationale Notenbanken.‘

Konzeptionswechsel: Quantitative Easing (strukturelle Operationen)

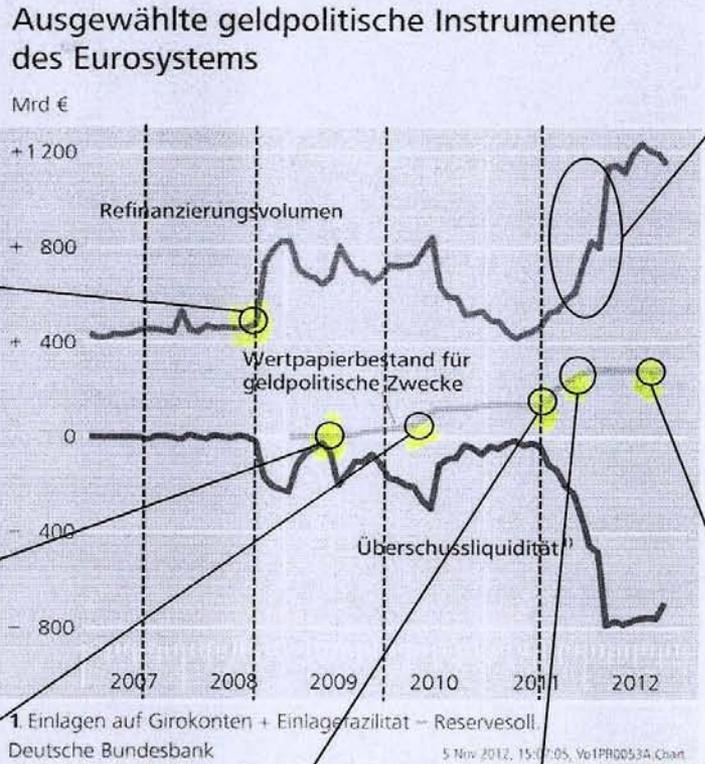
*** Die jüngste 1,14 €-Billionen-Spritze: Expanded Asset Purchase Programm – Die dicke Bertha 2.0**

- Ab März 2015 bis September 2016 monatlicher Aufkauf am Sekundärmarkt im Umfang bis zu 60 Mrd. € für Anleihen von Staaten, Agencies und privaten Institutionen und zwar zu 80% dezentral über nationale Notenbanken:
 - * Restlaufzeit 2 bis 30 Jahre,
 - * Gekauft werden nur am Markt gehandelte Anleihen (Sekundärmarkt);
 - * Aufteilung 44 Mrd. € Staatsanleihen und Anleihen von Emittenten mit Förderauftrag, 6 Mrd. € supranationale Institutionen, 10 Mrd. € Pfandbriefe und vermögensbesicherte Anleihen.
- Bis 16.10.2015 hat die EZB im Umfang von 371 Mrd. € Anleihen aufgekauft.
- Der EZB-Präsident behält sich eine Intensivierung des Ankaufsproramms im Fall drohender Deflation vor (Erhöhung der Tranchen und/oder Verlängerung über September 2016 hinaus: Realisierung recht wahrscheinlich!

EZB schießt mit Aufkaufprogrammen schon seit Juni 2009 Liquidität in das Euro- Bankensystem (bis OMT von 2012)

Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen: Liquiditätswirkung ausgewählter geldpolitischer Maßnahmen

Dezember 2011/März 2012: Zwei zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte mit Laufzeiten von 3 Jahren (s.a. Laufzeitwirkung).



Oktober 2008: Mengentender mit Vollzuteilung und Erweiterung des Sicherheitenrahmens

Juni 2009: erstes Programm zum Ankauf gedeckter Bankschuldverschreibungen (CBPP1) in Höhe von 60 Mrd €

Mai 2010: Einführung des „Programms für die Wertpapiermärkte“ (SMP)

August 2011: Ausweitung des SMP

November 2011: CBPP2 (40 Mrd €)

September 2012: OMT wird beschlossen

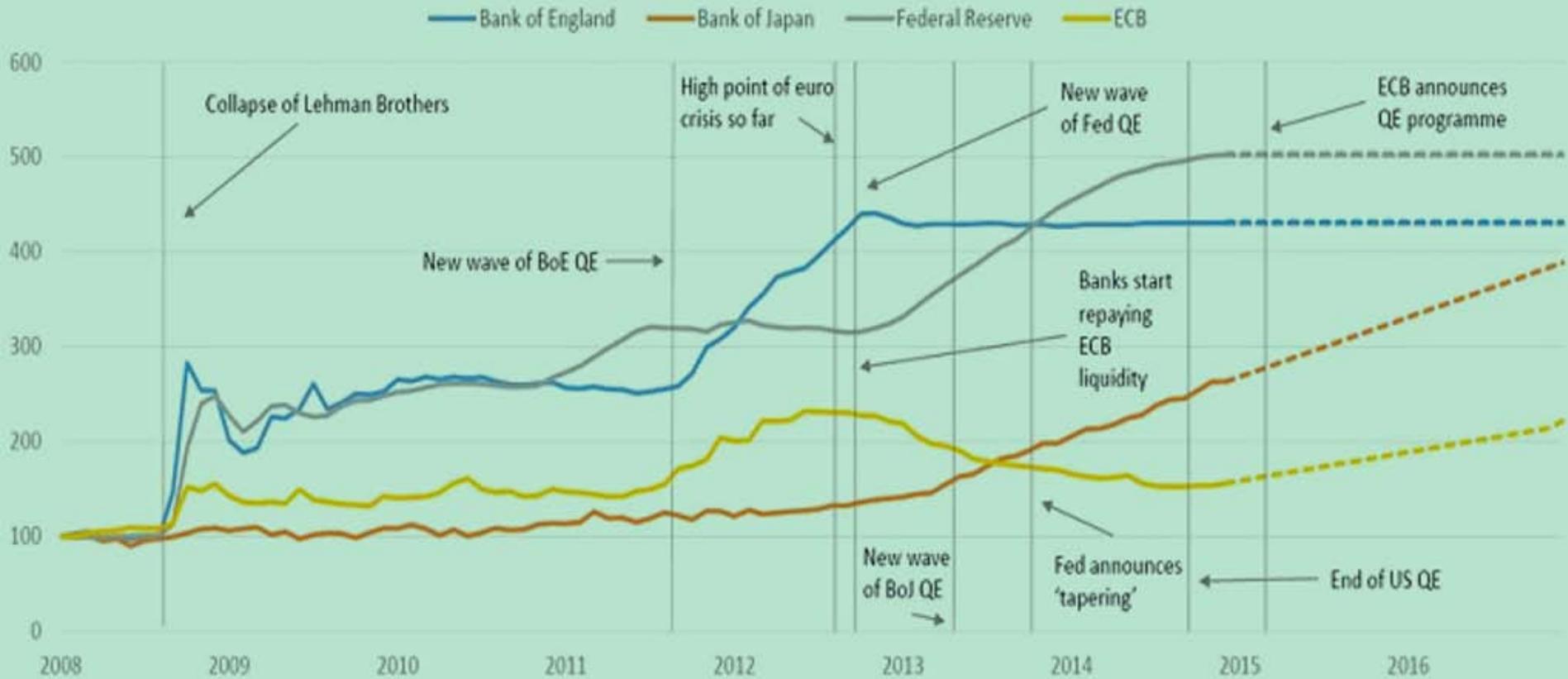
Quantitative Easing – Andere haben es der EZB vorgemacht

- * **Japanische Notenbank** begann 2001 und kaufte in immer wieder neuen Runden japanische Staatsanleihen: Nach anderthalb Jahrzehnten sind Inflation und Wachstum immer noch schwach. Jahresinflationsrate auf Basis November 2014 bei 2,8 %.
- * **Amerikanische Notenbank FED** startete 2009 mit einem Aufkaufprogramm für US-Staatsanleihen. Offiziell wurde das Programm im Okt. 2014 beendet. Die Bilanzsumme der FED ist innerhalb von fünf Jahren vor allem durch diese Ankäufe auf rund 4,5 Billionen \$ angestiegen. Das Wirtschaftswachstum hat sich deutlich erholt: Prognose 2015 bei 3%; Jahresinflationsrate auf Basis Dezember 2014 mit 0,75%; Erhöhung der Leitzinsen angekündigt!
- * Die **Bank of England** in Großbritannien begann ebenfalls 2009 mit Anleiheaufkäufen. Trotz der Folgen der Bankenkrise, die Wirtschaft wächst 2015 um rund 3%. Jahresinflationsrate auf Basis Dezember 2014 bei 0,54 %.

Erinnerung: Auch die **Deutsche Bundesbank** betrieb kurze Zeit eine QE-Politik. 1975 kauften die Geldwerthüter aus Frankfurt deutsche Anleihen im Wert von 7,6 Mrd. DM, also 1% des jährlichen Bruttoinlandsprodukts. Auch damals ging es darum, die Zinsen zu drücken und das Wachstum anzukurbeln.

Quantitative easing at leading central banks

Pursuit of quantitative easing – central bank assets, national currencies, 1 Jan 2008 = 100



Source: FRED, ECB

Zweifel an der Verfassungskonformität:

Die vorherrschende Meinung in der Wissenschaft, der Politik und an den Stammtischen; Der doppelte Vorwurf

Art 123 AEUV:

Die **Kreditvergabe** durch die EZB für Einrichtungen der EU sowie den öffentlichen Haushalten sind „ebenso verboten wie der unmittelbare **Erwerb von Staatsschuldtiteln** ... durch die EZB oder die nationalen Zentralbanken.“

Art 125 AEUV (No Bailout- Klausel) :

„Die **Union** haftet nicht für die Verbindlichkeiten ... und tritt nicht für die Verbindlichkeiten“ aller staatlicher Einrichtungen sowie öffentlicher Unternehmer ein. Die Haftung ist auch für einen **Mitgliedsstaat** gegenüber seinen öffentlichen Haushalten ausgeschlossen. Ein Mitgliedsstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten eines **anderen Mitgliedsstaats**“.

- 1. Die Anleihekaufprogramme stellen keinen direkten Erwerb staatlicher emittierter Schuldpapiere dar. Gekauft wird auf dem Sekundärmarkt, auf dem die Anleihen gehandelt werden (Umgehung lässt sich vermeiden).**
- 2. Art 125 AEUV: Längst durch das System der Rettungsschirme (EFFES, EFS) mit der Haftung der EU, der Mitgliedsstaaten, der EZB und des IWF für Krisenstaaten überwunden.**

Mit der Krise des Eurosystems ist im Lernprozess aus den Fehlern des Maastrichter Vertrags eine gemeinschaftliche Verarbeitung der Staatsschuldenkrise durchgesetzt worden.

Nicht vertragliche Rechthaberei, sondern die Erfolgchancen von expansiver Geldpolitik und Rettungsprogramme sind entscheidend!

Kann die EZB pleitegehen?

1. Das Geschäft Anleihekauf:

- Die EZB kauft Anleihen; Forderung auf der Aktivseite
- Die Geschäftsbank erhält das durch die EZB nur schaffbare Zentralbankgeld (Gutschrift auf dem Bankkonto); oft als Einsatz der „Gelddruckmaschine“ wahrgenommen

Wirkungen: Bilanzverlängerung; EZB- Risiken abhängig von Anleihebonität

2. Die EZB kann nicht insolvent (zahlungsunfähig) werden:

- Die EZB schafft das Geld nach Regeln für ihre Geldpolitik
- Gewinne fließen nach einem Schlüssel in den Reservefonds
- Verluste bei Notenbanken sind keine Seltenheit (Veränderte Bewertung der Gold- und Währungsreserven)
- Verluste werden aus dem Reservefonds bzw. durch Kapitalerhöhungen aufgefangen
- Steuerzahlerinnen und Steuerzahler nicht betroffen

Die EZB wird am Ende nur mit der Auflösung des €-Systems verschwinden!

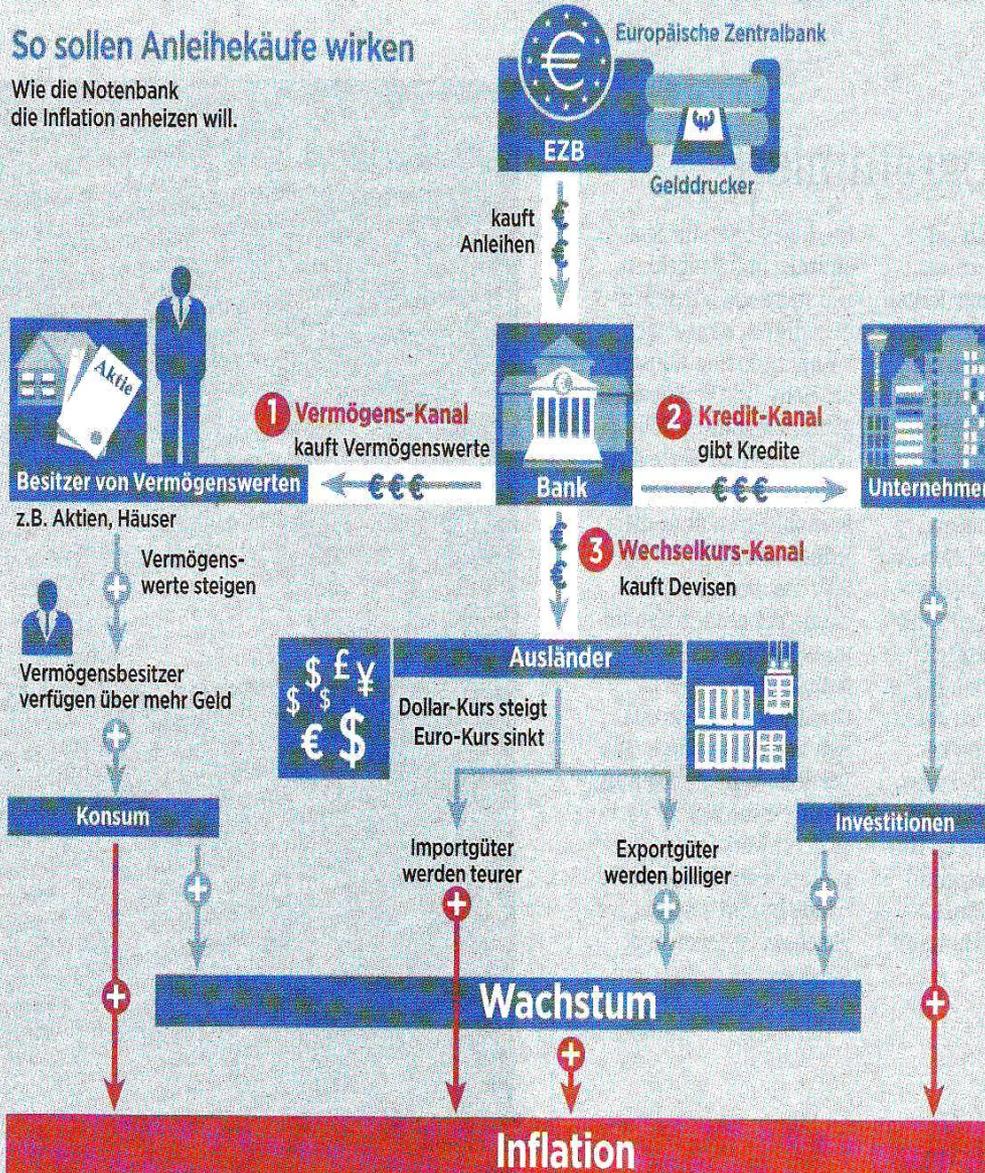
3. Wem gehört die EZB: Den neunzehn Notenbanken im Eurosystem und den neun EU-Mitgliedern außerhalb des €-Systems (mit Großbritannien)

Eigenkapital (31.12. 2014) insgesamt: 10,825 Mrd.; €-Mitgliedsländer 7,61 Mrd. €, davon 25,56% von Bundesbank mit 7,99 Mrd. €(KapitalschlüsselGesamtkapital 17,9%)

Überblick zur erwarteten Funktionsweise der Dicken Bertha 2.0

So sollen Anleihekäufe wirken

Wie die Notenbank die Inflation anheizen will.



Die EZB kauft den Banken Staatsanleihen ab. Das hat zwei Effekte: Erstens steigen die Kurse der Anleihen, und ihre Rendite sinkt. Zweitens haben die Banken frisches Geld, das sie anlegen müssen. So sollen Wachstum und Inflation angefacht werden. Dafür gibt es drei Mechanismen:

- 1 Vermögens-Kanal** Die Banken stecken das Geld in andere Vermögenswerte – wie Unternehmensanleihen, Aktien oder Immobilien –, was deren Preise hochtreibt. Die Besitzer fühlen sich reicher und geben mehr Geld für den Konsum aus. Das stützt das Wachstum und die Inflation.
- 2 Kredit-Kanal** Die Banken kaufen Unternehmensanleihen oder vergeben mehr Kredite. Dadurch können die Unternehmen mehr investieren. Das stützt die Nachfrage und das Wachstum. Beides treibt die Preise nach oben.
- 3 Wechselkurs-Kanal** Die Banken legen das Geld in Währungsräumen an, in denen es höhere Zinsen gibt. Die Nachfrage nach ausländischen Währungen wie dem US-Dollar steigt. Das Resultat: Der Euro wertet ab. Importe in die Euro-Zone werden teurer, wodurch das Preisniveau insgesamt steigt. Exporte europäischer Produzenten werden billiger.

Die unterstellten Wirkungen: Wird die Inflation nach oben getrieben und die Kreditnachfrage angeregt?

Der erhoffte Kredit-Kanal:

Die Banken kaufen mit der Liquidität entweder mehr Unternehmensanleihen oder vergeben mehr Kredite. Dadurch investieren die Unternehmen mehr. Durch Investitionen steigen die effektive Nachfrage und das Wirtschaftswachstum. Die Preise und damit die Inflation werden nach oben getrieben.

Der gefährliche Vermögens-Kanal:

Die Banken kaufen andere Vermögenswerte – wie Unternehmensanleihen, Aktien oder Immobilien. Die Vermögenspreise steigen (Vermögenspreisinflation). Die Besitzer fühlen sich reicher und konsumieren mehr. Über steigende Vermögenspreise nehmen auch die Güter- und Dienstleistungspreise zu.

Der spekulative Wechselkurs-Kanal:

Banken legen Geld in Währungsräumen mit höheren Zinsen an. Durch die Nachfrage nach ausländischen Währungen wie dem US \$ wertet der Euro ab. Importe in die Eurozone werden teurer und am Ende steigt das gesamte Preisniveau. Die Exporteure verdienen beim Umtausch in Euro mehr.

Absehbare Auswirkungen der „Dicke Bertha 2.0“

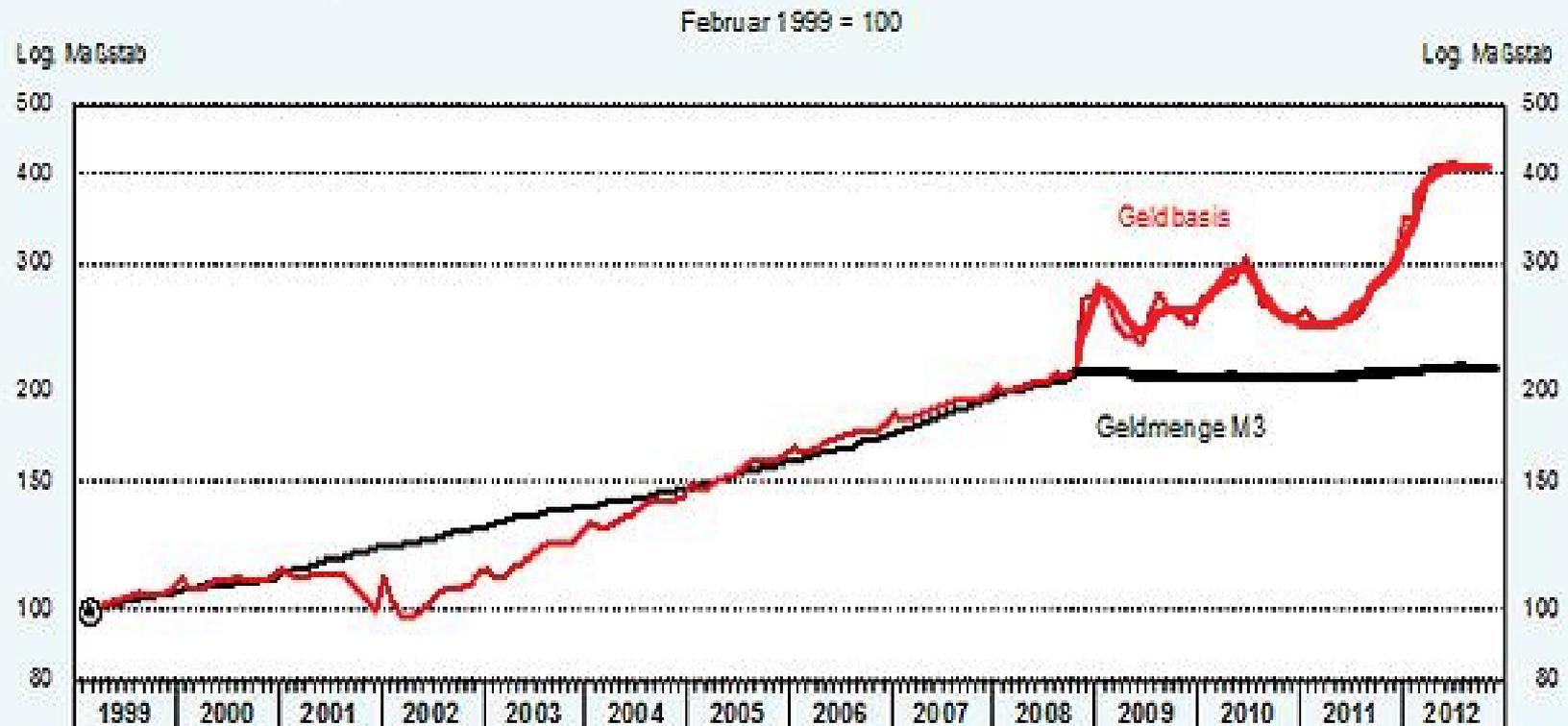
1. Die bei einer derartigen Liquiditätsschwemme erwartete **Inflationsdynamik in Richtung Hyperinflation** tritt nicht ein. Im Gegenteil, die gewollte Inflationserhöhung auf maximal 2% wird durch die noch dominierenden Deflationskräfte behindert.
2. Entscheidend ist, dass zwar die **Geldbasis** (Zentralbankgeld) und damit die Bilanzsumme der EZB massiv zugenommen haben. Dagegen entwickelt sich die Geldmenge (M3) beim Publikum (nicht monetäre Sektoren: Unternehmen, private und öffentliche Haushalte sehr schwach. Diese Geldmenge ist für die effektive Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen und im Fall zu geringer Produktionskapazitäten für Inflation entscheidend (Grafik: „Liquiditätsschwemm: Geldbasis und Geldmenge).
3. Der gewollte Anstieg der **Kreditnachfrage** zur Finanzierung von Investitionen kommt nicht zustande (Grafik „Kreditvergabe der Banken“). Ursache: Selbst extrem niedrige Kreditzinsen lösen kaum einen Anreiz für Investitionen aus.
4. Die durch die Zentralbank erzeugte Liquidität strömt auf die Finanzmärkte, insbesondere auf die Finanzmärkte (Asset Inflation).

Wie geht es mit der Geldwertentwicklung weiter?
Der Trend zur Deflation wird nur bei Wirksamkeit der expansiven
Geldpolitik zusammen mit einer expansiven Finanzpolitik durchbrochen



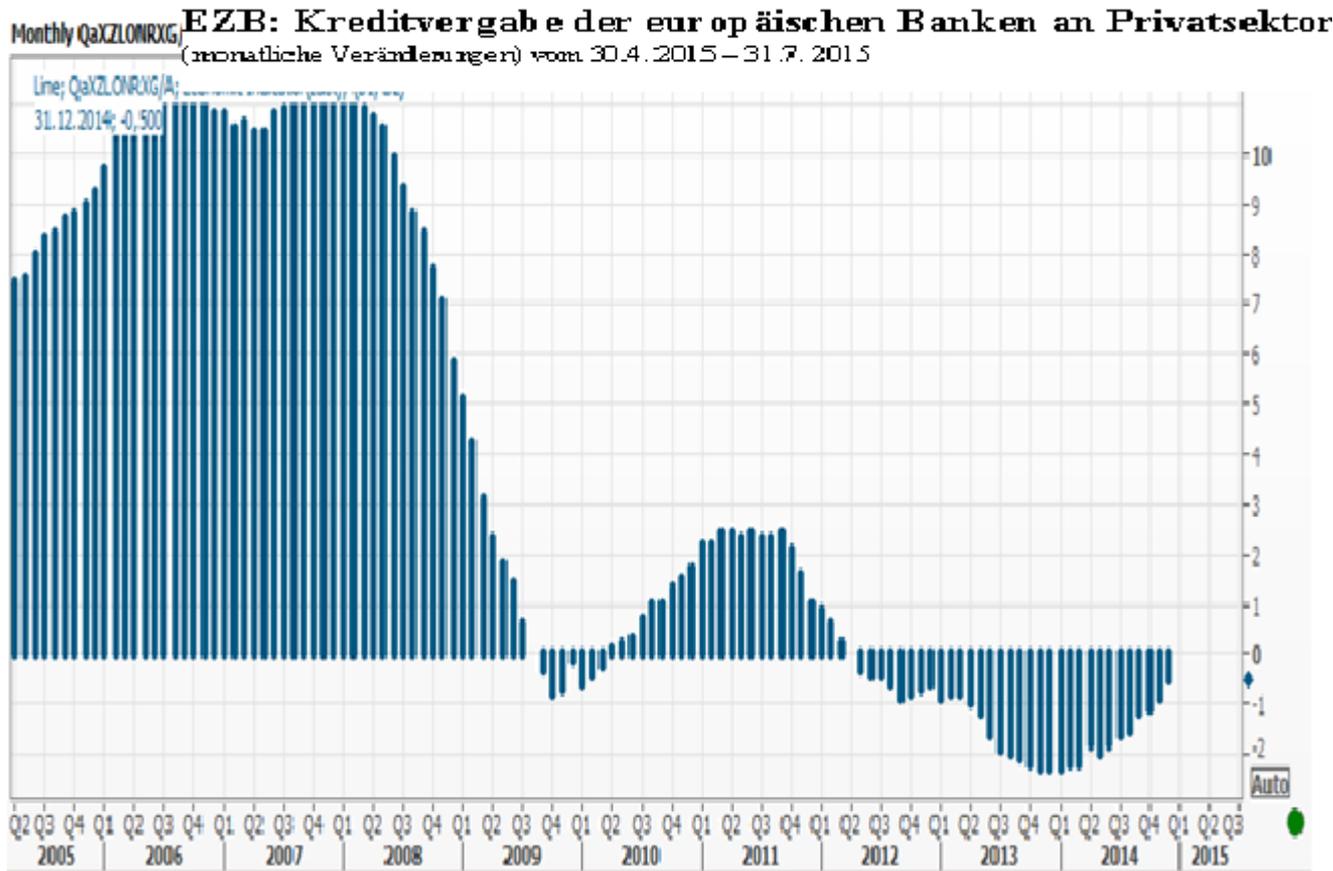
Die Ausweitung des flüssigen Geldes (Liquidität) bei den Banken (Geldbasis) schlägt nicht auf die Zunahme der für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage entscheidenden Geldmenge (M 3) durch – Eine sich steigernde Inflation ist nicht zu erwarten!

Liquiditätsschwemme Geldbasis und Geldmenge M3 im Euro-Raum



Quelle: Thomson Financial Datastream

Kreditvergabe der Banken im EZB-Bereich an den Privatsektor von 2005 – 2015: Wachsender Geldbasis durch Anleiheaufkäufe bei den Banken steht sinkende Kreditvergabe gegenüber



Der Außenwert des Euro ist mit der Ankündigung der Dicken Bertha 2.0 abgestürzt: Nach starken Schwankungen seit dem Start zum 1.1.1999 ist der Euro so schwach wie noch nie: Derzeit unter der Erstnotierung am 4.1. 1999 an der Frankfurter Börse 1 € = 1,1789 US)

Der Euro so schwach wie seit Jahren nicht mehr



QUELLEN: BLOOMBERG, EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

NZZ INFOGRAFIK/ckh

60 Mrd. € von März 2015 bis September 2016: Wo landet die Munition der Dicken Bertha?

1. Die durch die EZB erzeugte Liquidität wird **nicht** den Unternehmen außerhalb der Banken sowie privaten und staatlichen Haushalten zugeführt. Beispielsweise bleibt die Lohnsumme und die damit verbundene Nachfrage unberührt.
2. Dies erklärt auch, warum keine ernsthafte Inflation (Verbraucherpreisindex) beim privaten Konsum ausgelöst wird (Grafik „Inflationsrate“). Die Geldschwemme wird gegenüber dem gesamtwirtschaftlichen Produktionsangebot nicht nachfragewirksam. Die **Geldmenge** außerhalb der monetären Institutionen, also beim Publikum (Unternehmen, private und öffentliche Haushalte), wächst trotz Liquiditätsschwemme kaum. Der Indikator ist die **Geldmenge M 3**: Beim Publikum Bargeld, praktisch jederzeit verfügbare Sichteinlagen, das Quasigeld Termineinlagen befristet unter 4 Jahren der Nichtbanken bei Banken sowie Sparguthaben, Geldmarktpapiere und Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren.
3. Die EZB erhöht die durch die Zentralbankgeldmenge, die **Geldbasis**. Durch den zeitlich befristeten Ankauf von Anleihen steigt die Bilanzsumme der EZB. Erwartet wird, dass die Banken das billige Geld zur Vergabe von Krediten nutzen und damit die Sichteinlagen steigern (Giralgeldschöpfung). Da dies bisher nicht gelingt, wächst die Geldbasis erheblich schneller als die Geldmenge M3 (Grafik „Liquiditätsschwemme“).

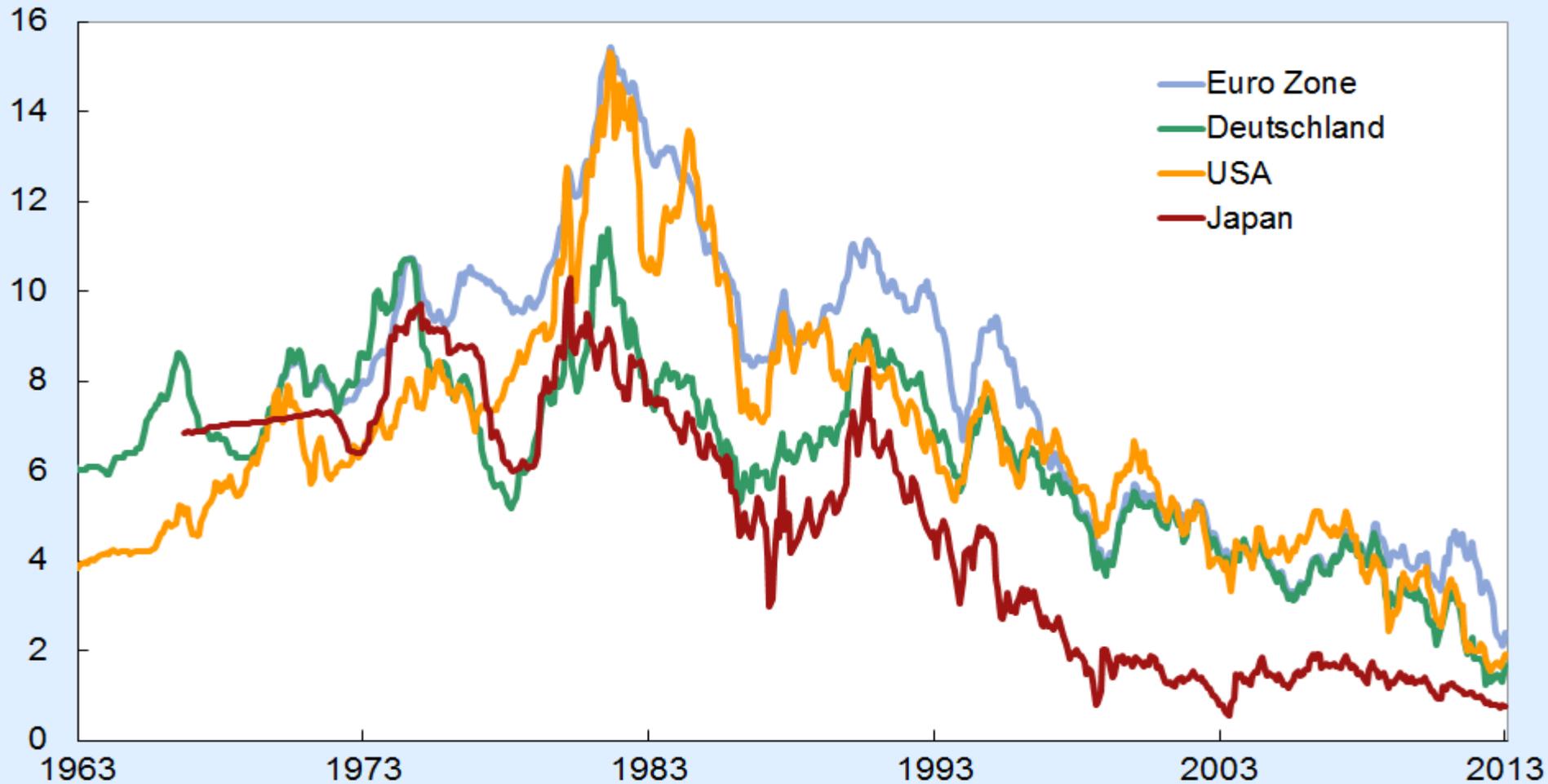
EZB: Niedrigsparzinsen: Enteignung der Sparerinnen und Sparer? Was sind die Alternativen?

1. **Fakt:** Niedrigzinsen auf Sparbücher (unter 0,5%) sowie bei einer bei einer Inflationsrate von knapp 1% und Besteuerung führt zu sinkendem realem Sparvermögen (Geldvermögensverlust). Davon betroffen sind auch die Lebensversicherungen.

Hinweis: Auch die Zinssätze auf den Kapitalmärkten – etwa für Staatsanleihen - sind derzeit extrem niedrig (Grafik: „Langfristige Zinsen“)

2. **Folgewirkung** einer Niedrigzinspolitik gegen Deflationsgefahr bzw. Rezession der Eurowirtschaft.
3. **Alternative Kosten** einer durch die EZB nicht bekämpften Rezession wären durch Arbeitsplatzverluste und Einkommensrückgang erheblich größer.
4. **Forderungen an die Altersvorsorge:** Durch gesetzliche Mindestsicherung Alterssicherung vom Zwang zur Anlage auf den riskanten Finanzmärkten befreien!

Achtung: Nicht nur die Zinssätze für Spareinlagen, auch die Zinssätze auf den Kapitalmärkten seit den 1980er Jahren rückläufig
Langfristige Zinsen ¹⁾



1) Government Bond Yields (10 Jahre)
Quelle: EcoWin

Fazit: Quantitative Easing - eine Verzweiflungstat in der Liquiditätsfalle

- * Überschüssige Liquidität findet nicht den Weg in die Finanzierung volkswirtschaftlich zukunftsfähiger Ausgaben.**
- * Die durch die EZB geschaffene Liquidität wird nicht zur gewollten Kreditnachfrage, sondern zum Kauf etwa von Finanzmarktprodukten (vor allem Aktien) eingesetzt.
Der Deflation auf den Warenmärkten steht eine Vermögenspreis-inflation gegenüber. Es können sich Vermögensblasen bilden.
Kritik zu ungerechten Verteilungswirkungen: Geldpolitik belastet die Kleinsparer und fördert die Vermögenskonzentration zugunsten der Reichen (Hinweis durch die Präsidentin der US-Notenbank, Janet Louise Yellen).**
- * Die EZB kann Banken in der gegebenen Ordnung nicht zu geldpolitisch konformem Verhalten zwingen. Sie kann nur umfangreiche Anreize setzen. Diese allein reichen jedoch nicht aus**
- * Maßgeblich ist eine Stärkung der Nachfrage, über die es für Unternehmen wegen der Gewinnerwartungen attraktiv wird, Kredite für Investitionen aufzunehmen: Lohn- und Finanzpolitik sind gefordert.**

Kurze Erklärung der Liquiditätsfalle: Zinspolitik allein scheitert mit der Aufgabe, die Wirtschaft anzukurbeln

Bedingungen:

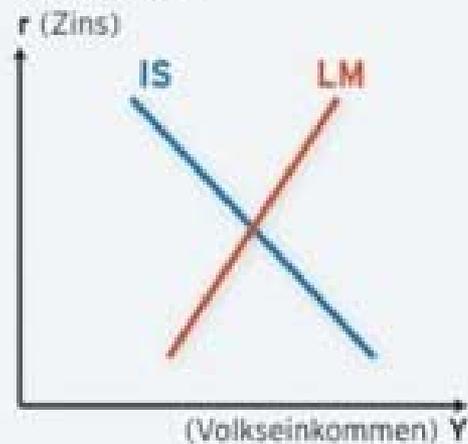
- **Die Notenbank senkt Leitzins, erhöht das Geldangebot: Der Impuls bleibt jedoch in der Liquiditätskasse hängen, Geldnachfrage zinselastisch, d.h. Geldangebot steigt, jedoch die gesamtwirtschaftliche Produktion bewegt sich nicht.**
- **Sachinvestitionen mangels Vertrauen in die wirtschaftliche Entwicklung bleiben die Niedrigzinsen wirkungslos, also zinsunelastisch: sinkende Zinssätze lösen mangels nachfragebedingter Gewinnerwartungen keine Sachinvestitionen aus.**

Geldpolitik allein kann Deflationsspirale mangels effektiver Nachfrage nicht durchbrechen!

John Maynard Keynes hat den Weg aus der Liquiditätsfalle unter der Erfahrung der Weltwirtschaftskrise Ende der 1920er Jahre gewiesen

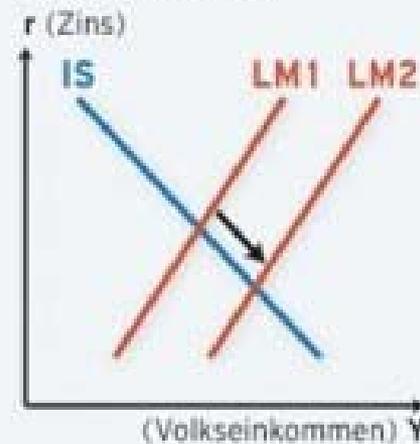
Wie Ökonomen Keynes' Theorie schematisiert haben - eine Kurvendiskussion

Das Grundmodell



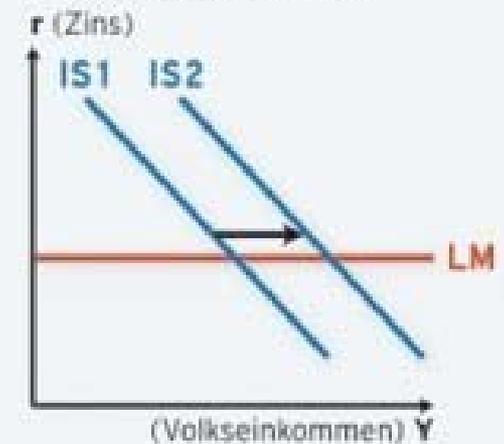
Auf der **IS-Kurve** gilt: Investition = Ersparnis. Auf der **LM-Kurve** gilt: Geldnachfrage = reales Geldangebot. Beides muss im Gleichgewicht der Wirtschaft erfüllt sein. Darum markiert der Schnittpunkt von IS- und LM-Kurve den Zustand, in dem sich die Wirtschaft befindet.

Geldpolitik im Grundmodell



Im Normalfall steigt das Volkseinkommen, wenn die Zentralbank die Zinsen senkt.

Fiskalpolitik in der Liquiditätsfalle



Wenn Zinssenkungen nicht mehr wirken, kann der Staat das Volkseinkommen erhöhen, indem er seine Ausgaben/Investitionen steigert.

Was tun?

Expansive Geldpolitik durch aktive Finanzpolitik unterstützen: Gesamtwirtschaftliche Nachfrage generieren

- Restriktionen durch Fiskalpakt abbauen: Öffentliche Haushalte gesamtwirtschaftlich zur Nachfragestärkung einsetzen
- Für die gesamte EU: Öffentliche Investitionsoffensive - Junckerplan mit 315 Mrd. Volumen geht in die richtige Richtung; allerdings unterstellte Hebeleffekte zugunsten privater Investitionen naiv; unterstellter Multiplikator von 15 - 100 €öffentlich veranlasste Investitionen sollen bei einem Multiplikator das Bruttoinlandsprodukt um 150 €erhöhen.
- Krisenländer wie Griechenland: Wechsel von der Austeritätspolitik zu einer Politik des ökonomischen Aufbaus (Herkulesplan) + Reformen
- Für Deutschland: Ein Infrastrukturfonds
 - * 10 Jahre pro Jahr 10 Mrd. €
 - * Abbau des Substanzverluste beim öffentlichen Vermögen
 - * Stärkung der Gemeinden und Städte

Ausbau des Eurosystems zur Haftungs- und Verantwortungsunion!