

Wolfram Morales

Kein Ausbruch aus der geldpolitischen Zeitschleife

1. Die EZB ruft angesichts der niedrigen Inflation, des wenig ermutigenden volkswirtschaftlichen Umfelds und angesichts ihrer Machtlosigkeit die Regierungen der Euro-Zonen-Staaten und die Tarifpartner um Hilfe.
2. Die Euro-Zonen-Regierungen und die Tarifpartner ignorieren den Hilferuf der Zentralbank, haben kein Interesse für die volkswirtschaftlichen Argumente der EZB und bleiben untätig.
3. Die EZB sieht sich allein gelassen und zementiert die lockere Geldpolitik in ihrer Not weiter (oder ersinnt neue Lockerungsübungen) um die Zielinflation doch noch irgendwie zu erreichen.
4. Proteststürme in Deutschland, das sich nun noch stärker im Würgegriff einer Verschwörung des Südens sieht und die EZB zur Umkehr auffordert.
5. Zurück zu 1.

Und wenn die Sparer leiden, dann ist nicht die EZB Ursache.

Demnächst zu sehen: Im Frühjahr 2016, vielleicht schon im März und wohl leider auch darüber hinaus.

Kurzfassung

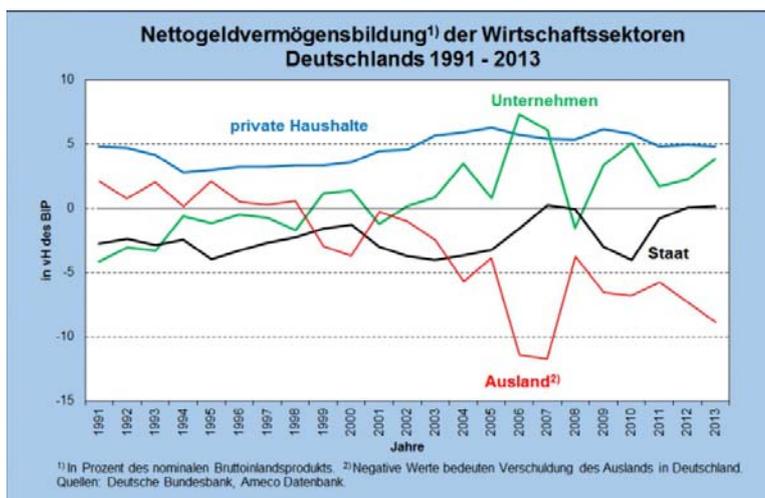
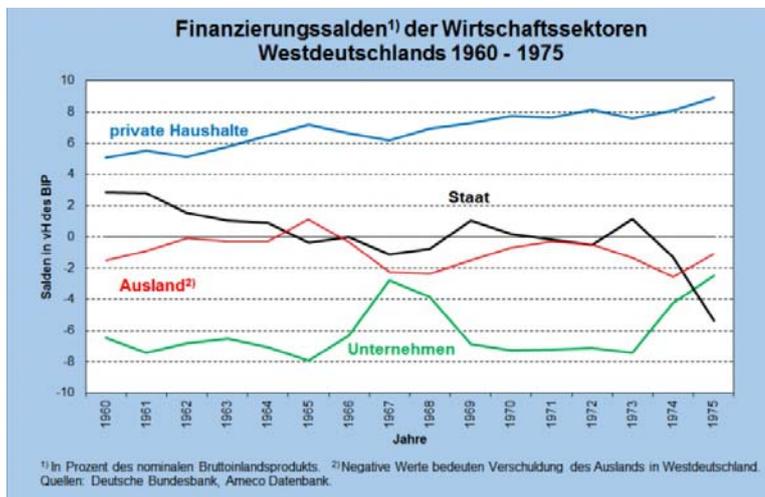
Wer A sagt muss auch B sagen. Wer fest daran glaubt, dass die EZB die Inflation in beide Richtungen steuern kann und für die Einhaltung eines Inflationsziels weitgehend allein zuständig ist, muss - schon um in Zeiten von Null-Inflation logisch konsistent zu bleiben - die Politik der Niedrigzinsen und des Quantitative Easing (QE) unterstützen.

Eigentlich könnte die Lösung des Niedriginflations- und Wirtschaftsstagnationsproblems in der Euro-Zone so einfach sein und ginge ohne Super-Niedrigzins und QE. Wahrscheinlich auch noch schneller. In den Südländern müsste dazu die Austeritätspolitik (Haushaltskürzungen und Steuererhöhungen in Zeiten schlechter wirtschaftlicher Entwicklung) beendet werden. Einige dieser Staaten bräuchten nach jahrelangem verordnetem Aderlass inzwischen wohl nationale Investitions- und Aufbauprogramme.

Deutschlands eigener Beitrag könnte z. B. so aussehen:

- Beendigung der Situation, dass alle volkswirtschaftlichen Sektoren Netto-Sparer sind (nur das Ausland Netto-Kreditnehmer ist) und Rückkehr zur früheren Situation, in der Unternehmen Netto-Kreditnehmer waren und der Staat Ausschläge bei den Finanzierungssalden von privaten Haushalten und Unternehmen ausglich

Die beiden folgenden Grafiken zeigen im Zeitablauf, welcher Sektor wann Netto-Sparer und welcher Sektor wann Netto-Kreditnehmer war. Oberhalb der Nulllinie befinden sich die Netto-Sparer, darunter die Netto-Kreditnehmer. Sparen und Kreditnahmen müssen sich zu jedem Zeitpunkt ausgleichen (jeder Ersparnisbildung steht immer eine Kreditneuaufnahme gegenüber).



Quelle: flassbeck-economics

- Beendigung der einseitigen Staatshaushaltskonsolidierungs- und der Schuldenbremsen-Politik zugunsten einer flexiblen Politik gemäß konjunkturellen Erfordernissen
- Wiederherstellung einer Situation, in der Unternehmen ihre Position als Netto-Sparer verlieren, die sie dank früherer Steuerreformen seit 2002 innehaben (Unternehmen schwimmen seit 14 Jahren im Geld und investieren es nicht. Anders als die These der Steuersenkung einst versprach, führen steigende Gewinne nicht zu parallel wachsenden Investitionen)
- Beendigung der zwischen Gewerkschaften und Arbeitgeberverbänden nach der Jahrtausendwende vereinbarten Lohnpolitik der Abkopplung der Lohn- und Gehaltszuwächse von den Produktivitätszuwächsen und der Inflationsentwicklung bzw. dem Inflationsziel. D. h. Rückkehr zu einer Tarifpolitik, die in Deutschland durchschnittliche Lohn- und Gehaltserhöhungen nach der Formel $1\% \text{ Produktivitätswachstum} + 2\% \text{ Inflationsziel} = 3\% \text{ Lohn- und Gehaltserhöhungen je 12 Monate}$ sicherstellt, um EZB-Inflationszielkonform zu handeln.

So könnte man national übersetzen, was Mario Draghi Ende Januar, als er die Staaten der Euro-Zone um Hilfe gerufen hat, andeutete. Die EZB scheint zu erkennen, dass sie allein das Inflationsziel nicht sicherstellen kann.

Die Mahnung im Wortlaut: „*Der Blickpunkt unserer Beratungen wird auf zwei Aspekte gerichtet sein. **Erstens, auf die Auswirkung der niedrigen importierten Inflation auf die heimische Lohn- und Preisbildung und auf die Inflationserwartungen...** Zweitens... werden wir die Wirksamkeit unserer geldpolitischen Impulse durch das Finanz-*

system und insbesondere durch die Banken analysieren. Wenn einer dieser beiden Faktoren für die Preisstabilität Abwärtsrisiken mit sich bringt, werden wir nicht zögern zu handeln...

Parallel zur Geldpolitik sollten andere Politikbereiche helfen, die Europäische Wirtschaft auf eine festere Grundlage zu stellen. Es wird immer klarer, dass die Finanzpolitik die Erholung durch mehr öffentliche Investitionen und niedrigere Steuern unterstützen muss. Zusätzlich sind strukturelle Maßnahmen notwendig. Insbesondere sollte das Umfeld der Unternehmen durch eine adäquate öffentliche Infrastruktur verbessert werden, um produktive Investitionen zu erhöhen, Arbeitsplätze zu schaffen und die Produktivität zu erhöhen.“

Langfassung

Häufig trifft man seit der deutlichen Lockerung der Geldpolitik durch die EZB in Deutschland die Auffassung an, der EZB-Rat würde seine Geldpolitik willkürlich betreiben, sozusagen nach Laune, um den südlichen Ländern der Euro-Zone ihre Zinslasten für die Staatsschulden zu erleichtern und Bundesminister Schäuble die schwarze Null zu ermöglichen.

Nicht zur Kenntnis genommen werden dabei die Daten und volkswirtschaftlichen Erkenntnisse sowie Analysen, die definitiv der EZB-Politik zugrunde liegen.

Man kann es nicht oft genug wiederholen. Die EZB – wie auch die anderen großen Zentralbanken der Welt - folgt einer fundierten Theorie (die man nicht teilen muss und sogar angreifen kann). Sie beobachtet dabei einen umfangreichen Datenkranz, analysiert die weltwirtschaftliche Entwicklung, erstellt volkswirtschaftliche Prognosen, bezieht die realen und die zu erwartenden Aktivitäten der Politik in ihre Analyse ein und gleicht alles miteinander sowie mit ihrem Mandat und dessen Interpretation ab.

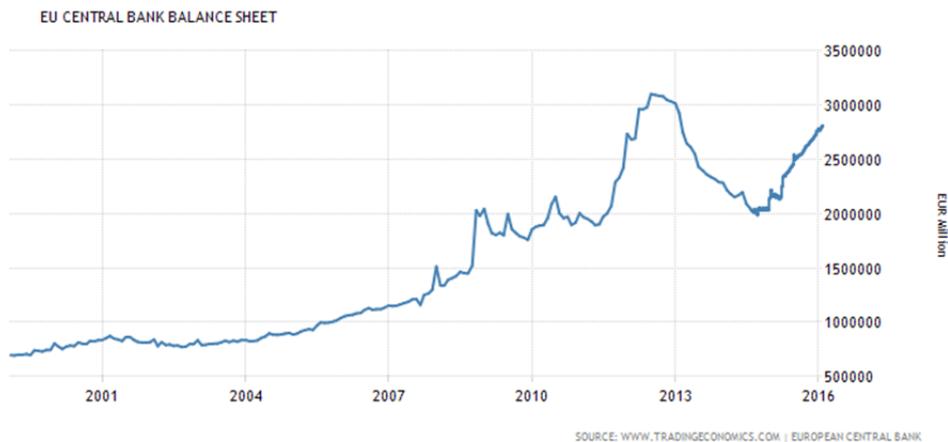
Es bedarf damit keiner Verschwörungsthese, um das Handeln der Zentralbank zu verstehen. Die Geldpolitik war im Prinzip noch nie so gut vorhersagbar wie heute.

Die EZB geht davon aus, dass die Inflation bei knapp zwei Prozent liegen muss und dass sie selbst die Inflation relativ punktgenau steuern kann. Folglich reagiert sie auf anhaltend niedrige Zinsen mit lockerer Geldpolitik. Sie wird das solange tun, bis die Gesamtlage der Volkswirtschaft in der Euro-Zone eine Prognose ermöglicht, die auf ein mittelfristiges Einschwenken der Verbraucherpreise in das Umfeld um die Zielinflation zeigt.

In der deutschen Kritik der lockeren Geldpolitik der EZB stehen in der Regel die am 22. Januar 2015 angekündigten und dann auch begonnenen Ankäufe von Staatsanleihen und Anleihen von privaten Schuldern, also die Ausweitung der Zentralbank-Bilanz um 1.1 Bill. EUR ganz besonders im Zentrum. Dabei wird die vorangegangene Entwicklung ausgeblendet und die große Zahl gegen die EZB medial vermarktet.

Was tatsächlich geschehen ist, das zeigt die nachstehende Grafik.

Entwicklung der EZB-Bilanz



Die EZB-Bilanz wurde von 2007 bis 2013 von 1 Bill. EUR auf 3 Bill. EUR ausgeweitet, dann von 2013 bis 2015 wieder um rund 1,1 Bill. EUR zurückgefahren. Die EZB hat umgangssprachlich zuvor „ausgeschüttetes Geld“ eingesammelt und vernichtet. Es lassen sich interessanterweise keine zum Abbau der Bilanz begleitenden Lob-Kommentare finden, wo doch dies heute eine Hauptforderung ist.

Stattdessen kommentierte die Draghi-kritische „Welt“ am 30. Januar 2013, da hatte die EZB ihre Bilanz gerade einmal um etwas über 200 Mrd. EUR zurückgefahren, wie folgt: *„Ausgerechnet die Europäische Zentralbank, die den Euro stabilisieren will, ist für den unaufhaltsamen Aufstieg verantwortlich und nimmt dabei in Kauf, am Ende die exportabhängige Euro-Zone zu schwächen. Während nämlich sämtliche Notenbanken kräftig Geld drucken, um die eigene Währung zu drücken, fährt die EZB ihre Liquiditätsversorgung sogar noch zurück. Sie nimmt Euro aus den Märkten und positioniert sich im Währungskrieg defensiv. Wenn aber immer weniger Euro und immer mehr Yen, Dollar oder Pfund existieren, muss sich nach dem Gesetz von Angebot und Nachfrage die Gemeinschaftswährung verteuern... Wenn sich aber jetzt der Euro zu stark aufwertet, riskiert die EZB eine abermalige Destabilisierung, weil ein teurer Euro die Wettbewerbsfähigkeit der Länder auf den Weltmärkten verschlechtert.“*

(<http://www.welt.de/finanzen/article113252777/Die-EZB-wird-zum-Opfer-des-eigenen-Erfolgs.html>)

Die EZB kann es ihren Kritikern einfach nicht recht machen.

Die Zahlen betrachtet ist das 2015 von der Notenbank verkündete Quantitative-Easing-Ziel die Wiederherstellung des Standes von Ende 2012. Kein einmalig beispielloser Vorgang. Von den 1,1 Bill. EUR in Form von Ankäufen von Wertpapieren sind bis Jahresende 2015 rund 0,8 Bill. EUR getätigt worden.

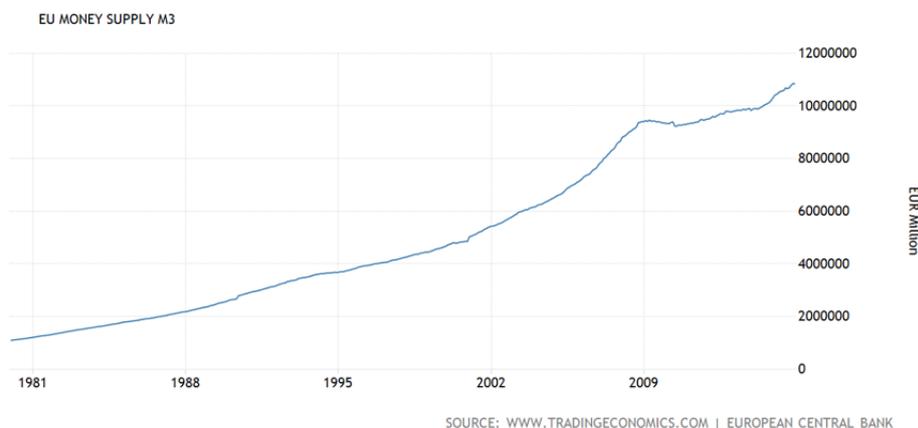
Die Reaktionen auf die Entscheidung zum Quantitative Easing waren hierzulande zu meist emotional gehalten und mehrheitlich durch wenig Datenanalyse geprägt.

Dabei ist die EZB unter den Zentralbanken nicht einmal sonderlich forsch ans Werk gegangen. Sie liegt vielmehr im Geleitzug. So hat die Bank of England ihre Bilanzsumme gegenüber 2008 vervierfacht, die Bank of Canada ihre Bilanzsumme verzweieinhalbfacht und die Schwedische Reichsbank ihre Bilanzsumme etwas über verdreifacht.

Zusätzlich wird in der Kommentierung der EZB-Geldpolitik völlig unbeachtet gelassen, dass die Zentralbankgeldmenge nur der geringste Teil der umlaufenden Geldmenge ist. Der größte Teil davon wird nämlich durch die Kreditinstitute geschaffen.

Die folgende Grafik zeigt die Entwicklung der Geldmenge im Euroraum, zurückgerechnet bis 1981. Aktuell beträgt sie etwa 10,8 Bill. EUR. Ohne Quantitative Easing würde sie heute 10 Bill. EUR betragen.

Entwicklung der Geldmenge



Die volkswirtschaftlichen Daten, die der EZB die Lage und die Signale für die weitere Verbraucherpreisentwicklung anzeigen, sehen wie folgt aus.

Die aktuelle Verbraucherpreisentwicklung liegt bei 0,4% und ist damit weit, etwa 1,5 Prozentpunkte, entfernt von der 1,9% Ziel-Rate.

EU-Verbraucherpreisentwicklung



Es wird oft damit argumentiert, dass die EZB sich durch den Ölpreisverfall täuschen lässt. Dieser sei bestimmend für die niedrige Inflation und von der EZB auch nicht zu beeinflussen. Folglich solle sie nicht so eng auf die Verbraucherpreise sehen. Einige Politiker fordern gar die Neufestlegung des 1,9%-Zieles.

Auch dieses Argument lässt sich sehr gut statistisch prüfen. Es stellt sich heraus, dass die Disinflation bereits 2013 begann, der Ölpreisverfall dagegen aber erst im zweiten Halbjahr 2014. Und die Kerninflationsrate, also die Verbraucherpreisrate ohne Energie-, Lebensmittel- und Tabak- sowie Alkoholpreise, ebenfalls einen deutlich sinkenden Trend aufweist.

Aktuell liegt sie bei 1,0 Prozent, etwa der Hälfte der Ziel-Rate. Das scheinbare Anti-EZB-Argument verkehrt sich also bei Datensichtung in sein Gegenteil und stützt eher die EZB-Sicht auf die Welt.

Kerninflationsrate und Trend

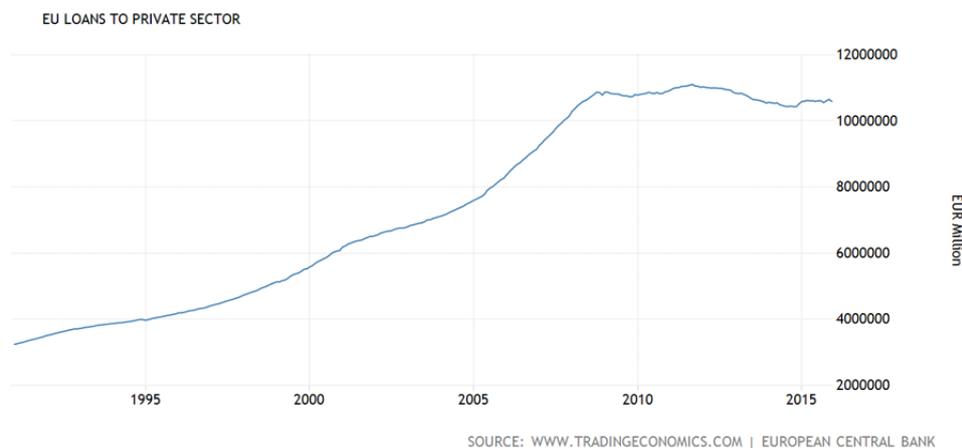


Auch der Trend der Verbraucherpreisentwicklung zeigt der EZB keine Verbesserung an.



In einer rund laufenden Volkswirtschaft wachsen die Kredite an den Privatsektor deutlich. Irgendwann kommt dann zusätzliches Geld beim Verbraucher an, z.B. durch Lohnsteigerungen. Seit Ausbruch der Krise im Jahr 2008 ist aber das Kreditwachstum in der Euro-Zone regelrecht abgebrochen. Die Kreditbestände der Privathaushalte und Unternehmen stagnieren seit sieben Jahren, wie die folgende Grafik verdeutlicht.

Kreditbestände des Privatsektors



Von daher erhält die EZB ein depressives Signal.

Der Blick auf die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in konstanten Preisen bestätigt die Zentralbank in ihrem Pessimismus ebenfalls. Seit 2008 herrscht in der Euro-Zone Stagnation. Diese ist nicht zufällig so langanhaltend. Sie ist direkte Folge der Politik der Austerität und der Haushaltskonsolidierung, die den einen aufgezwungen wurde und die die anderen freiwillig betreiben.

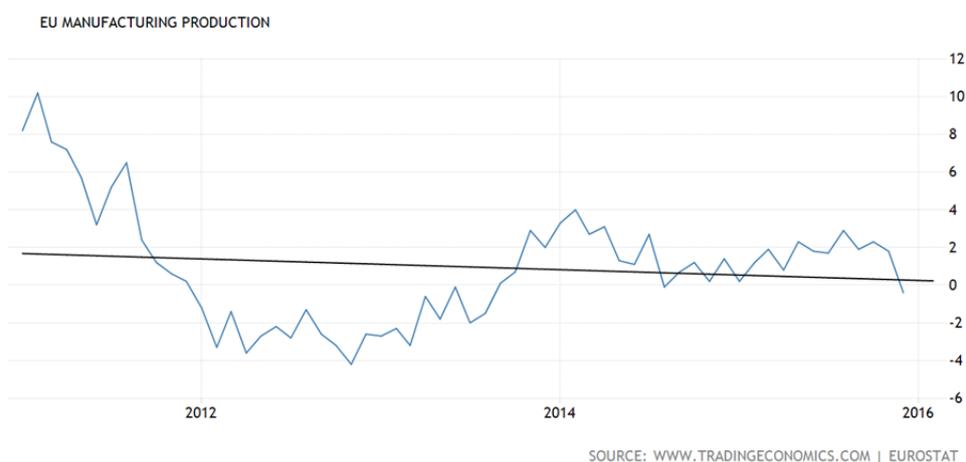
Bruttoinlandsprodukt in konstanten Preisen



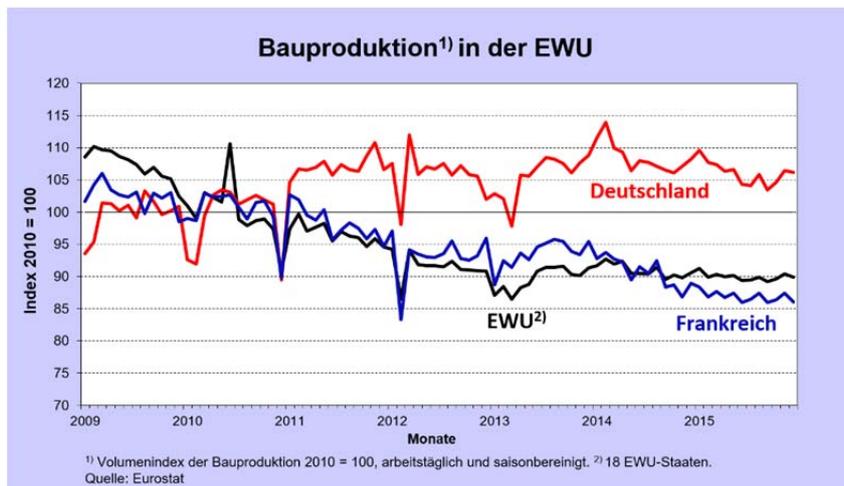
Zwar errechneten die statistischen Ämter zuletzt für einige Euro-Länder Zuwächse des BIP, die ermittelten Zuwachsraten stammen aber fraglos aus der intransparenten Grauzone für die es keine Statistiken gibt, beruhen also auf Schätzungen durch die Ämter. Diese Schätzung umfasst z.B. die Dienstleistungen und den Staatssektor.

Durch die vorhandenen harten Daten (Produktion in Industrie und Bau) werden die gemeldeten BIP-Zuwächse jedenfalls nicht bestätigt. Diese zeigen weiterhin Stagnation an.

Industrieproduktion und Trend



Bauproduktion



Quelle: flassbeck-economics

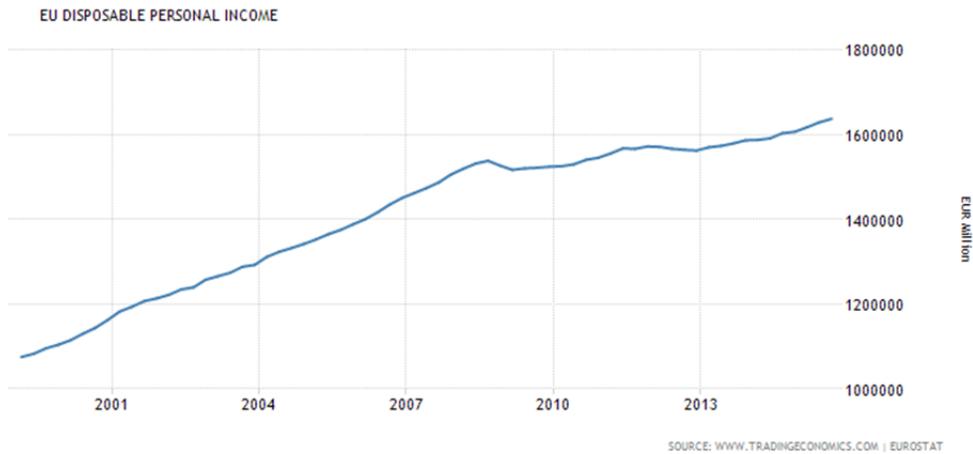
Begleitet wird diese Entwicklung von einer anhaltend viel zu hohen Arbeitslosigkeit. Sie liegt mit über 10 Prozent deutlich über dem Wert, der gemeinhin als Vollbeschäftigung angesehen wird (2 bis 5 Prozent). Es gibt zwar einen Rückgang seit 2013, hier wäre aber die Zahl der Entmutigten gegenzurechnen, also jener, die es aufgegeben haben in den Arbeitsämtern Arbeit nachzufragen oder die nach x-Jahren „ausgesteuert“ sind. Ebenso die Kranken und in Maßnahmen Befindlichen.

Arbeitslosenquote



Feststellen lässt sich auch, dass der nominale Zuwachs der verfügbaren Einkommen in der Euro-Zone mit Krisenausbruch nachgelassen hat, was angesichts der bisher gezeigten Daten nicht überrascht. Real, also inflationsbereinigt, würde die folgende Kurve noch deutlicher stagnieren.

Verfügbares Einkommen in der EU, laufende Preise



Die EU-Kommission lässt mit dem Verbrauchervertrauen das Optimismus-Niveau der Konsumenten der Euro-Zone in die Wirtschaftsentwicklung ermitteln. Nach repräsentativer Umfrage wird ein Wert in der Spanne von -100 bis +100 errechnet. Dabei bedeutet -100 extremer Pessimismus, 0 weder Pessimismus noch Optimismus und +100 extremer Optimismus.

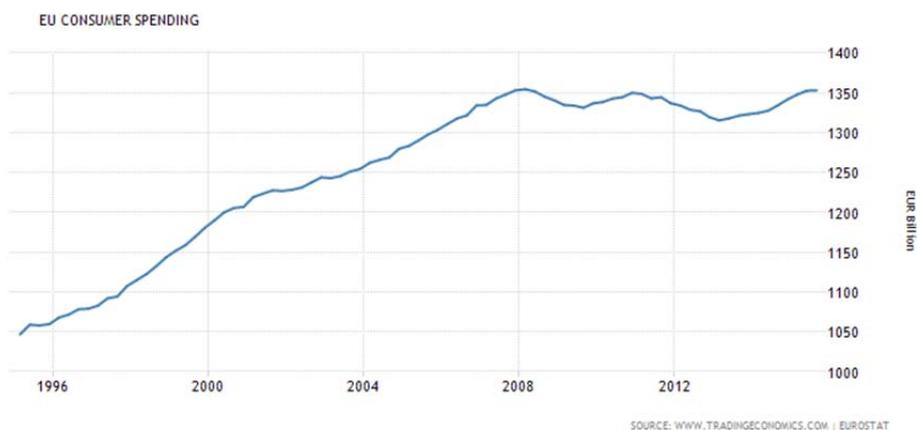
Das Verbrauchervertrauen ist aktuell mit -8,8 im Februar 2016 weiterhin leicht negativ. Positive Botschaft wäre hier, dass die Stimmung zwar negativ ist, sie aber schon schlechter war. Der Trend ist aufwärtsgerichtet. Nach expansiv ausgabenfreudigen Euro-Europäern, die Preiserhöhungen vor lauter Optimismus hinnehmen, sieht das jedenfalls nicht aus. Eher nach einer Sparstimmung, zumal sich das Vertrauen zuletzt auch noch eingetrübt hat.

Verbrauchervertrauen

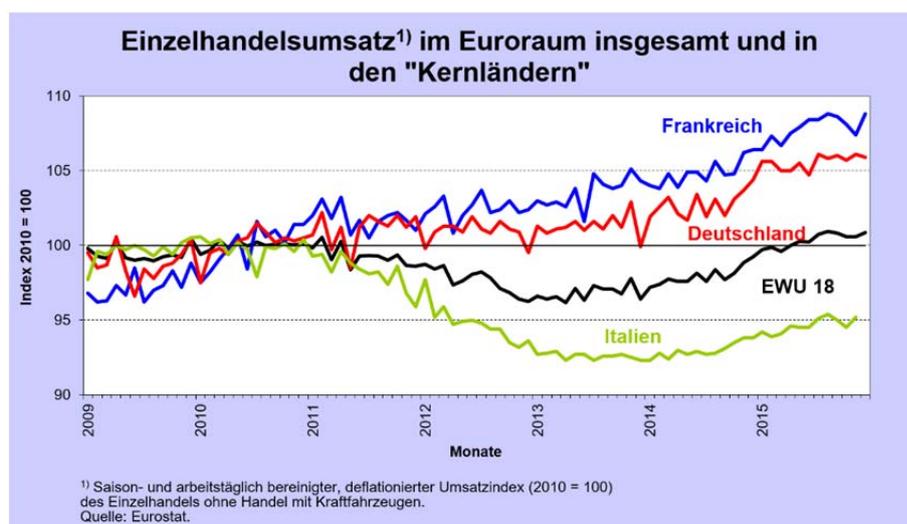


Das bestätigen die Daten für die Konsumentenausgaben. Insbesondere in der mehrjährigen Sicht, also seit 2008 bis Ende September 2015, stagnierten sie deutlich.

Verbraucherausgaben



Die blaue Kurve oben lässt Hoffnung aufkommen, dass zuletzt ein leichtes Anziehen bei den Verbraucherausgaben stattfand. Leider zeigt die folgende Grafik des Einzelhandelsumsatzes (unten schwarze Kurve), dass es sich dabei eher um eine inzwischen wieder in den Stagnationsmodus übergegangene Entwicklung handeln dürfte. Und es ist noch anzumerken, dass „Erholung“ lediglich bedeutet, dass nach Jahren des Rückgangs der Wert von 2010 erneut erreicht wurde.



Quelle: flassbeck-economics

Die Einwohner der Euro-Zone sind also pessimistisch. Sie spüren seit sieben Jahren real keinen nennenswerten Zuwachs in ihrem Geldbeutel und halten die Groschen bzw. Cent zusammen.

Für die EZB ein ganz schlechtes Signal.

Abgerundet wird das Bild durch dazu passende Daten zum Optimismus in der Wirtschaft der Euro-Zone. Er ist mit +0,29 ebenfalls nicht euphorisch zu nennen. Die Wirtschaft ist leidenschaftslos. Von Aufbruchs- und Investitionsstimmung keine Spur (Da können EZB und Banken noch so viel Geld ins Schaufenster stellen).

Vertrauen der Wirtschaft und Trend



Mario Draghi hat am 15. Februar 2016 vor dem Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europäischen Parlaments Stellung zur aktuellen Lage genommen.

Er sagte zunächst: *„Die Erholung verläuft in einem moderaten Tempo... Investitionen bleiben schwach, da erhöhte Unsicherheiten in Bezug auf die Weltwirtschaft und größere geopolitische Risiken die Stimmung der Anleger und das Investorenvertrauen drücken. Darüber hinaus hat sich der Bausektor noch nicht erholt... Um die Eurozone widerstandsfähiger zu machen sind Beiträge aus allen Politikbereichen nötig...“*

Außerdem führte über die weitere Geldpolitik aus: *„Der Blickpunkt unserer Beratungen wird auf zwei Aspekte gerichtet sein. **Erstens, auf die Auswirkung der niedrigen importierten Inflation auf die heimische Lohn- und Preisbildung und auf die Inflationserwartungen. Dies hängt von Ausmaß und der Zählebigkeit des Öl- und Rohstoffpreisverfalls sowie damit verbundener Zweitrundeneffekte auf die inländischen Löhne und Preise ab.** Zweitens... werden wir die Wirksamkeit unserer geldpolitischen Impulse durch das Finanzsystem und insbesondere durch die Banken analysieren. **Wenn einer dieser beiden Faktoren für die Preisstabilität Abwärtsrisiken mit sich bringen, werden wir nicht zögern zu handeln.**“*

Ganz klar und nachvollziehbar geht die EZB davon aus, dass die Gefahr besteht, dass die sinkenden Ölpreise zu sehr zurückhaltenden Tarifabschlüssen führen, nach dem Motto „Die Gehaltserhöhung liefert schon der Ölpreistrückgang“.

Nicht hinreichend hohe Lohn-Abschlüsse würden dann tendenziell weiteren Preisdruck nach unten ausüben. Oder anders ausgedrückt: Stellt die EZB zu niedrige Lohnabschlüsse fest, dann ist das – neben weiteren Faktoren - für sie ein Gewicht auf die Waagschale zur weiteren geldpolitischen Lockerung

Insgesamt schätzt Draghi noch ein, dass die ersten Wochen dieses Jahres gezeigt haben, dass die Eurozone und die EU vor signifikanten Herausforderungen stehen.

Er fährt fort: „Eine große Anstrengung aller Politikbereiche wird notwendig sein, diese zu überwinden. Parallel zur Geldpolitik sollten andere Politikbereiche helfen, die Europäische Wirtschaft auf eine festere Grundlage zu stellen. Es wird immer klarer, dass die Finanzpolitik die Erholung durch mehr öffentliche Investitionen und niedrigere Steuern unterstützen muss. Zusätzlich sind strukturelle Maßnahmen notwendig. Insbesondere sollte das Umfeld der Unternehmen durch eine adäquate öffentliche Infrastruktur verbessert werden, um produktive Investitionen zu erhöhen, Arbeitsplätze zu schaffen und die Produktivität zu erhöhen.“

Auch Draghi sieht, dass die EZB die Krise allein nicht lösen kann. Er bittet um Unterstützung der Politik, vor allem um ein Ende der Sparpolitiken um ihrer selbst willen und das auch noch in der Krise.

Genau dieser Politik-Schwenk ist in der aktuellen machtpolitischen Konstellation in der Euro-Zone aber wohl nicht denkbar. Eher werden die Euro-Zonen-Regierungen Draghi mit dem Inflationsziel der EZB im Regen stehen lassen.

Für Deutschland könnten die Schlussfolgerungen aus all diesen Überlegungen, die in der Zusammenfassung auf Seite 1 dargestellten sein.

Die EZB wird die Tatenlosigkeit der Euro-Zonen-Regierungen wahrscheinlich aus Erfahrung antizipieren und das bereits eingeschlagene Konzept konsequent weiterverfolgen.

Sie wird versuchen, die bereits lockere Geldpolitik irgendwie abermals zu lockern.

In Deutschland wird es erneut zu scharfer EZB-Schelte kommen und die These von der Verschwörung der Südeuropäer gegen die deutschen Sparer wird wieder beliebt.

Klar bleibt wohl leider auch: Weiterhin werden die verfügbaren Daten nicht zur Kenntnis genommen. Schon gar nicht wird die Wirtschafts-, Arbeitsmarkt-, Lohn-, Steuer und Haushaltspolitik der letzten zwei Jahrzehnte hinterfragt.

In der Summe bestehen darum derzeit beste Voraussetzungen für die weitere Zementierung der Niedrigzinsen.

Die Sparer leiden zwar, aber eben nicht unter der EZB. Auch, wenn es vordergründig so aussieht und es viel bequemer ist daran zu glauben.