

## IfW-Box 2013.4

### Zum Risiko einer anhaltenden monetären Expansion für Deutschland

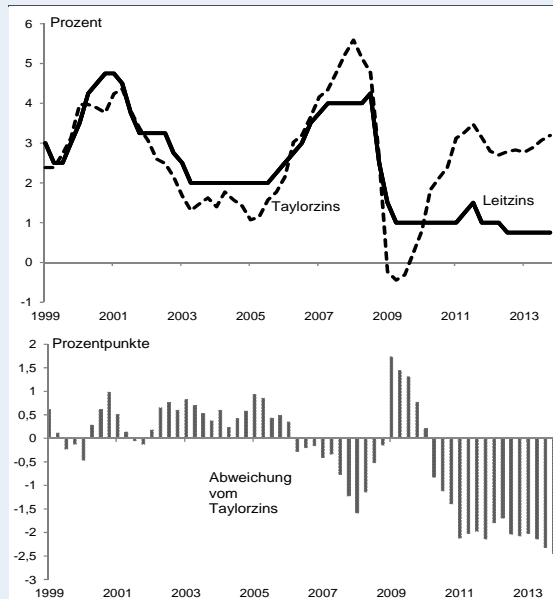
Björn van Roye

Während sich viele Länder im Euroraum in einer Rezession befinden, zeigt sich die deutsche Konjunktur trotz der schwachen Auslandsnachfrage seitens der europäischen Nachbarn und der immer wieder aufkommenden Unsicherheit im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise vergleichsweise robust. Da sich die Europäische Zentralbank (EZB) bei ihren geldpolitischen Entscheidungen an der durchschnittlichen Entwicklung im Euroraum orientiert, sieht sich Deutschland vor diesem Hintergrund einer besonderen geldpolitischen Situation gegenüber. So ist die geldpolitische Ausrichtung der EZB – gemessen an der Kapazitätsauslastung und der Inflation in Deutschland – bereits seit einigen Jahren zu expansiv ausgerichtet (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2010). Die maßgeblichen Leitzinsen liegen nach wie vor deutlich unter dem (normativen) Taylor-Zins, zuletzt in einer Größenordnung von reichlich 2 Prozentpunkten (Abbildung 1).<sup>a</sup>

Mit den unkonventionellen Maßnahmen der EZB haben sich darüber hinaus Kanäle aufgetan, die derzeit zusätzlich auf Deutschland wirken. Die hohen Liquiditätszuflüsse in das deutsche Bankensystem haben das Geldschöpfungspotenzial dramatisch erhöht. Unterstellt man eine Normalisierung des Geldmengenmultiplikators auf das Vorkrisenniveau, d.h. den vollständigen Abbau der Überschussreserven, würde sich die Geldmenge M3 verdoppeln. Gleichzeitig haben sich in den vergangenen Jahren die privaten nichtfinanziellen Sektoren merklich entschuldet und sind damit ein zunehmend attraktiver, potenzieller Kreditnehmer für die Geschäftsbanken (Abbildung 2).

Trotz der sehr expansiven Ausrichtung der Geldpolitik für Deutschland ist das Kreditvolumen hierzulande bislang noch nicht stark gestiegen. So legten sowohl die Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften als auch die Kredite an private Haushalte in den vergangenen drei Jahren nur moderat zu. Diese Entwicklung dürfte nicht zuletzt darauf zurückzuführen sein, dass angesichts der Krise in vielen Ländern des Euroraums die Unsicherheit von Unternehmen und privaten Haushalten recht hoch war, und sie sich deshalb mit Investitionen zurückgehalten haben.<sup>b</sup> In der Folge wird auch die Kreditnachfrage gedämpft. Zudem dürften bei einer hohen Unsicherheit wohl auch die Banken mit der Ausreichung von Krediten vorsichtiger sein.<sup>c</sup>

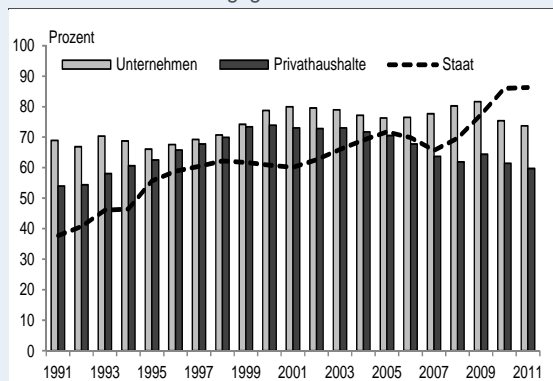
Abbildung 1:  
Taylorzins und tatsächlicher Zins in Deutschland 1999–2013



Quartalsdaten.

Quelle: EZB, Monatsbericht, OECD, Economic Outlook; eigene Berechnungen.

Abbildung 2:  
Sektorale Verschuldungsgrade 1991–2011



Jahresdaten. Fremdfinanzierung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt; Unternehmen: Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften; Privathaushalte: inkl. private Organisationen ohne Erwerbszweck.

Quelle: Statistisches Bundesamt, Destatis; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht; eigene Berechnungen.

Ein extrem expansiv ausgerichtetes monetäres Umfeld kann beträchtliche Risiken auch über andere als den unmittelbaren Kreditkanal (d.h. in Form einer übermäßigen Kreditvergabe) hervorrufen. So führt ein Niedrigzinsumfeld typischerweise dazu, dass Vermögensgüter (z.B. Aktien, Immobilien) höher bewertet werden, da alternative Anlageformen nunmehr weniger attraktiv sind. Solche Vermögenspreisanstiege können zu Vermögensillusionen führen und realwirtschaftliche Fehlentscheidungen auslösen (z.B. Reduktion der Ersparnis). Ferner könnten Anleger in Niedrigzinsphasen dazu verleitet werden, ihre bisherigen Renditeziele dadurch aufrecht zu erhalten, dass sie höhere Risiken eingehen („search for yield“) – über diesen Risikokanal kommt es dann zu einer Verzerrung der Risikobepreisung und in der Folge ebenfalls zu realwirtschaftlichen Fehlallokationen.

Angesichts der äußerst schwachen konjunkturellen Aussichten für die europäischen Krisenländer und damit auch für den Euroraum insgesamt sowie mittel- und langfristiger Inflationserwartungen, die knapp unter dem anvisierten Ziel der EZB liegen, dürfte die EZB die Leitzinsen auch in den kommenden beiden Jahren auf einem sehr niedrigen Niveau belassen. Legt man unsere Prognose der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung für den Euroraum für die Jahre 2013 und 2014 zugrunde, sind die Kapazitäten im Euroraum insgesamt auch Ende des Jahres 2014 nicht voll ausgelastet (Boysen-Hogrefe et al. 2013). Darüber hinaus dürfte die EZB angesichts der erheblichen strukturellen Probleme und eines sehr hohen Abschreibungsbedarfs der Geschäftsbanken in den Peripherieländern ihre unkonventionellen Maßnahmen auch in den kommenden beiden Jahren fortführen. Hinzu kommt, dass die dreijährigen Refinanzierungsgeschäfte, die die EZB im Dezember 2011 und im Februar 2012 durchgeführt hatte, nur zu einem kleinen Teil vorzeitig getilgt wurden. Die übrige Liquidität steht den Geschäftsbanken daher mindestens bis Dezember 2014 und Februar 2015 zur Verfügung.

Sollte sich die Unsicherheit verringern und die Banken ihr Kreditschöpfungspotenzial zunehmend zur Vergabe von Krediten nutzen, ergeben sich in der Folge erhebliche Gefahren für die Geldwertstabilität, die die Geldpolitik vor erhebliche Zielkonflikte stellen würde.

---

<sup>a</sup>Zu einer Diskussion der Messung des angemessenen Zinsniveaus mit der Taylor-Regel siehe Ahrend et al. (2008) und Taylor (2012). — <sup>b</sup>Zu einer Analyse der Auswirkungen von Unsicherheit auf die Konjunktur siehe Boysen-Hogrefe et al. (2012: Kasten 1). — <sup>c</sup>So zeigen Bonciani und van Roye (2013), dass ein Anstieg der allgemeinen Unsicherheit sich unter bestimmten Bedingungen dämpfend auf die Kreditvergabe von Banken auswirkt.

---

## Literatur

- Ahrend, R., B. Cournede und R. Price (2008). Monetary policy, market excesses and financial turmoil. OECD Economics Department Working Papers 597. OECD, Paris.
- Bonciani, D., und B. van Roye (2013). Uncertainty shocks and economic activity in the euro area: the amplifying effects of the bank lending channel. Kiel Working Paper 1843. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, B. van Roye und J. Scheide (2012). Deutschland: Ausgeprägte Konjunkturschwäche. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2012. Kieler Diskussionsbeiträge 514/515. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., D. Dominik Groll, B. van Roye, J. Scheide und T. Schwarzmüller (2013). Euroraum löst sich nur mühsam aus der Rezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2013. Kieler Diskussionsbeiträge 518/519. IfW, Kiel.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2010). Deutschland im Aufschwung – Wirtschaftspolitik vor wichtigen Entscheidungen. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2010. München.
- Taylor, J.B. (2012). Monetary policy rules work and discretion doesn't: a tale of two eras. *The Journal of Money, Credit and Banking* 44 (6): 1017–1032.