

„Geld- und fiskalpolitische Herausforderungen im Euroraum: Was ist geschafft, was bleibt zu tun?“

Vortrag an der Friedrich-Schiller-Universität Jena am 29. April 2015

Franz Josef Benedikt, Präsident der Hauptverwaltung in Sachsen und Thüringen

**“Long before I became Governor I
said that my ambition was for
monetary policy to be boring.”**
(Mervyn King, 23 January 2007)

**“Central bankers nowadays enjoy
the popularity of rock stars ...”**
Raghuram Rajan, 19 October 2012

**„Wenn die Geldpolitik wieder langweilig würde, wäre
das ein echtes Glücksgefühl für einen Zentralbanker.“**

(Yves Mersch, 14. Mai 2014)

Verlauf der Finanz- und Staatsschuldenkrise

Stressindikator^{*)}

Tageswerte



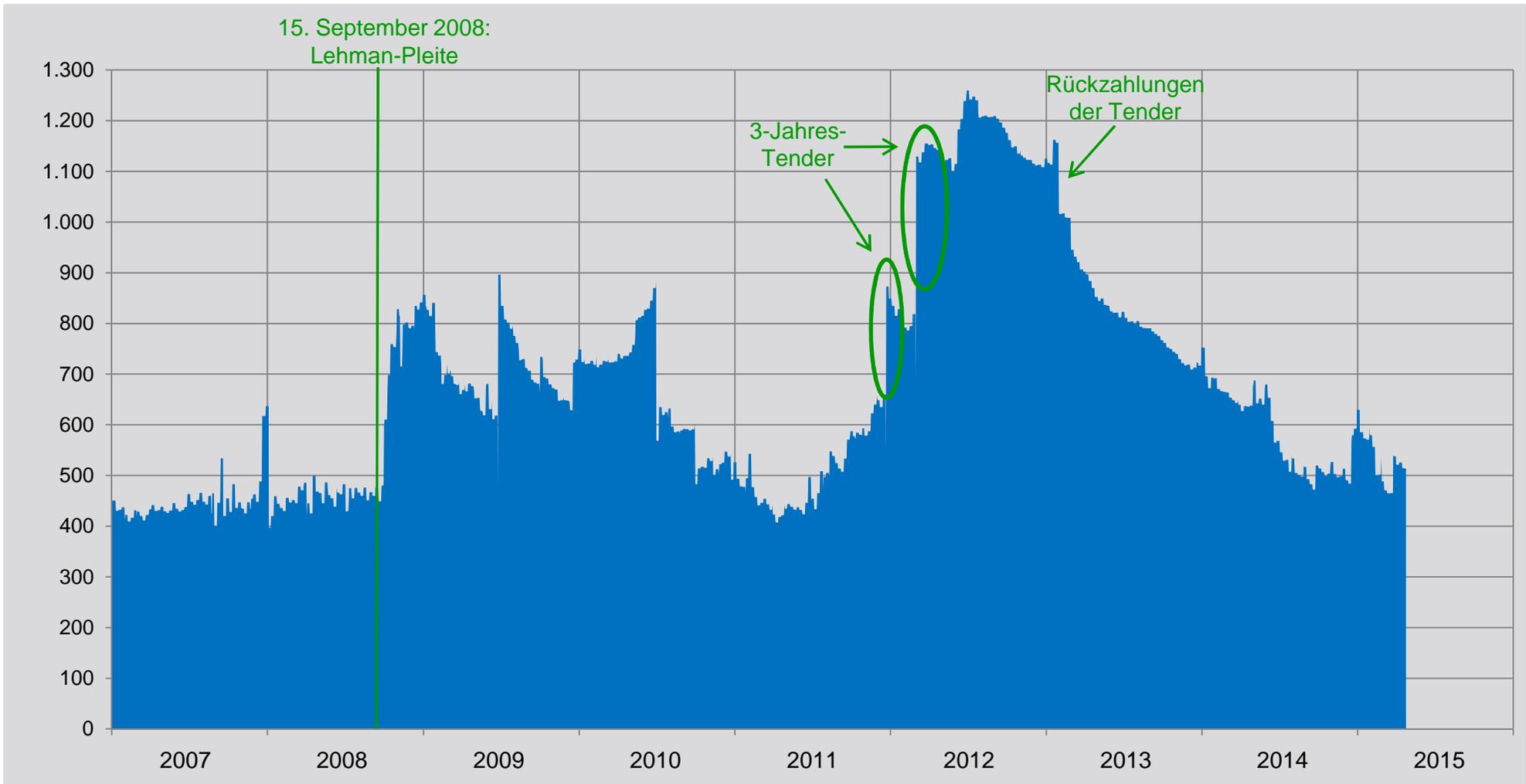
* Der Indikator setzt sich aus zehn Zeitreihen für Kreditrisikoaufschläge bzw. Volatilität in ausgewählten europäischen Marktsegmenten zusammen, wobei die einzelnen Variablen unterschiedlich gewichtet werden. Je höher der ausgewiesene Wert, umso höher ist der Stress.

Deutsche Bundesbank

24 Apr 2015, 10:54:45, HVSTHPR0001.Chart

Bereitgestellte Liquidität des Eurosystems in der Krise

Mrd Euro



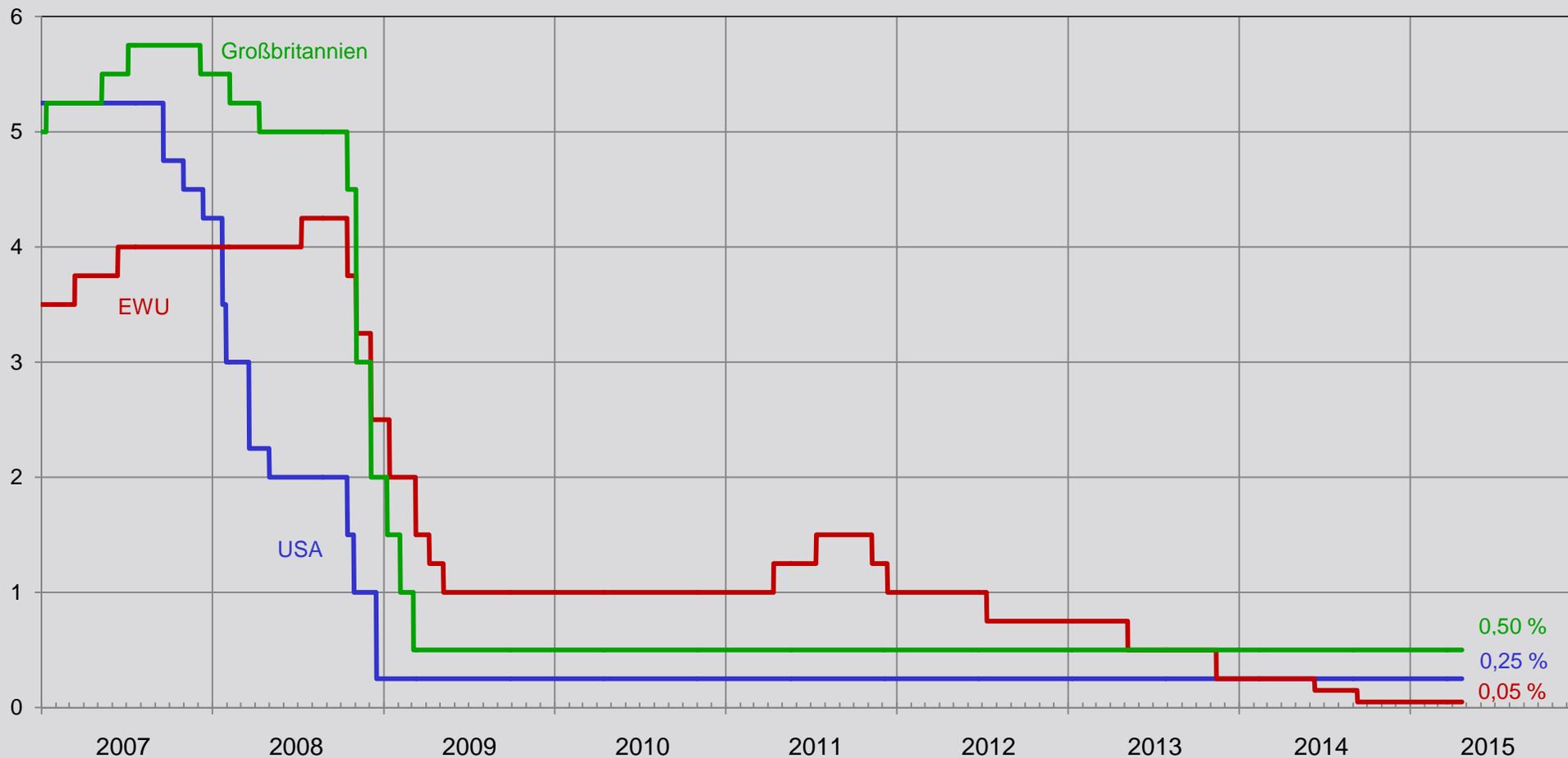
Quelle: EZB

Letzte Angaben vom 24. April 2015

Notenbanken weiter im „Krisenmodus“

Notenbankzinsen

Prozent



USA: Federal Funds Rate (Zielband aktuell 0 % - 0,25 %), Großbritannien: Official Bank Rate, EWU: Hauptrefinanzierungssatz

Das geldpolitische Krisen-Instrumentarium des Eurosystems

konventionell

- Zinssenkungen (für Hauptrefinanzierungsgeschäfte, Spitzenrefinanzierungs- und Einlagefazilität; Zinssatz für Einlagefazilität seit Juni 2014 negativ)
- Feinsteuerungsoperationen (liquiditätsbereitstellende und absorbierende Feinsteuerung, Devisenswapgeschäfte)
- Halbierung des Mindestreservesatzes auf 1 %

unkonventionell

- Vollzuteilung der Gebote bei Refinanzierungsgeschäften mindestens bis Dezember 2016
- Ausweitung der Laufzeiten der Refinanzierungsoperationen
- Ausweitung des Sicherheitenrahmens
- Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen
- Ankauf von öffentlichen Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet (SMP)
- Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, deren Höhe von Kreditvergabe an den Privatsektor abhängt und für Kredite an Realwirtschaft verwendet werden sollen (TLTRO)
- Ankauf von Asset-Backed Securities – ABS

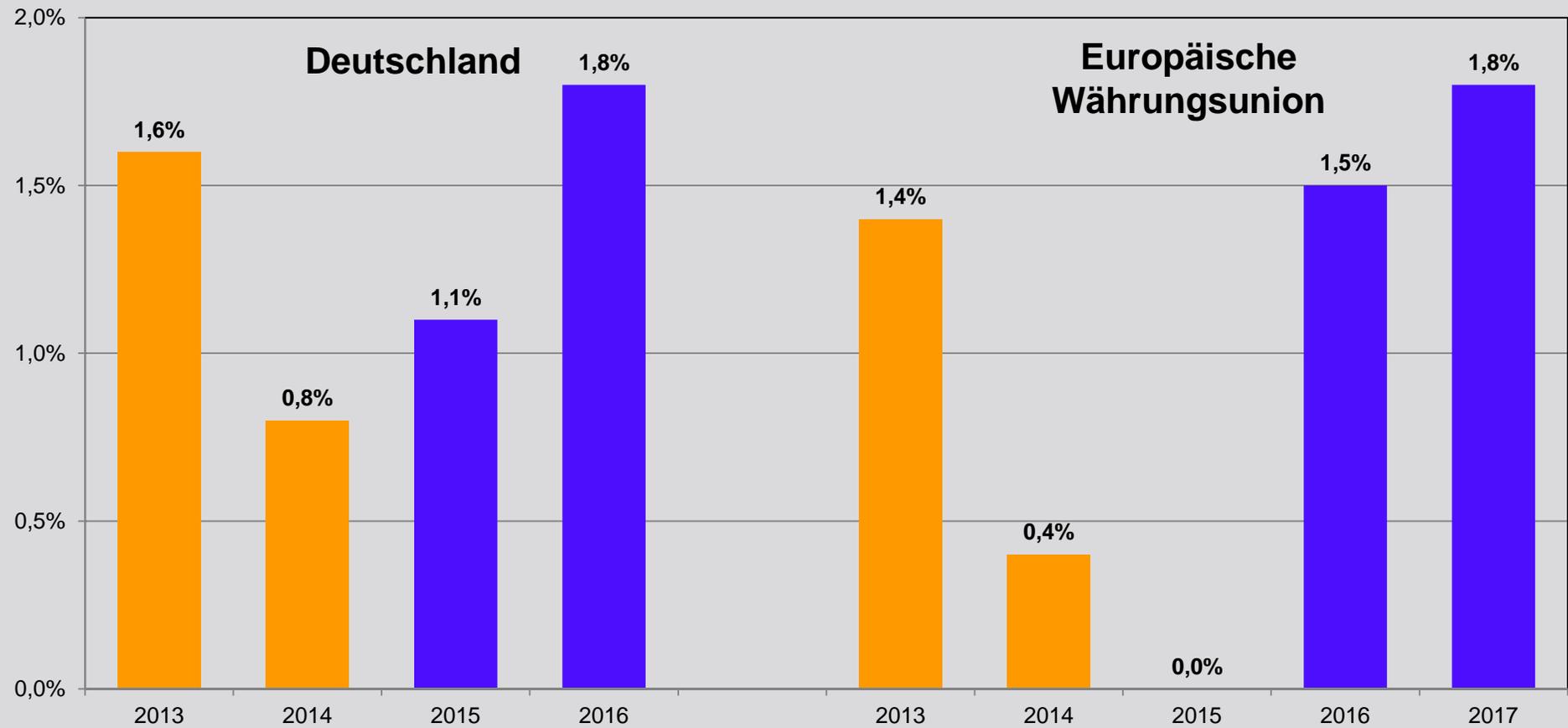
QE-Beschluss des EZB-Rats vom 22. Januar 2015

- Ankäufe von monatlich 60 Mrd € laufen von März 2015 bis mindestens September 2016 (insgesamt 1,14 Bio €) bzw. bis eine nachhaltige Übereinstimmung des Inflationspfades mit dem 2%-Ziel gesehen wird
- Zu den bereits laufenden Ankäufen von Covered Bonds und ABS kommen seit März Staatsanleihen hinzu
- Aufteilung der Anleihekäufe richtet sich nach den Kapitalanteilen der Länder im Eurosystem
- Käufe finden am Sekundärmarkt statt und unterliegen einer Maximalgrenze von 33% pro Emittent und 25% pro einzelner Emission

Inflationsprognosen für 2015, 2016 und 2017

Harmonisierter Verbraucherpreisindex HVPI

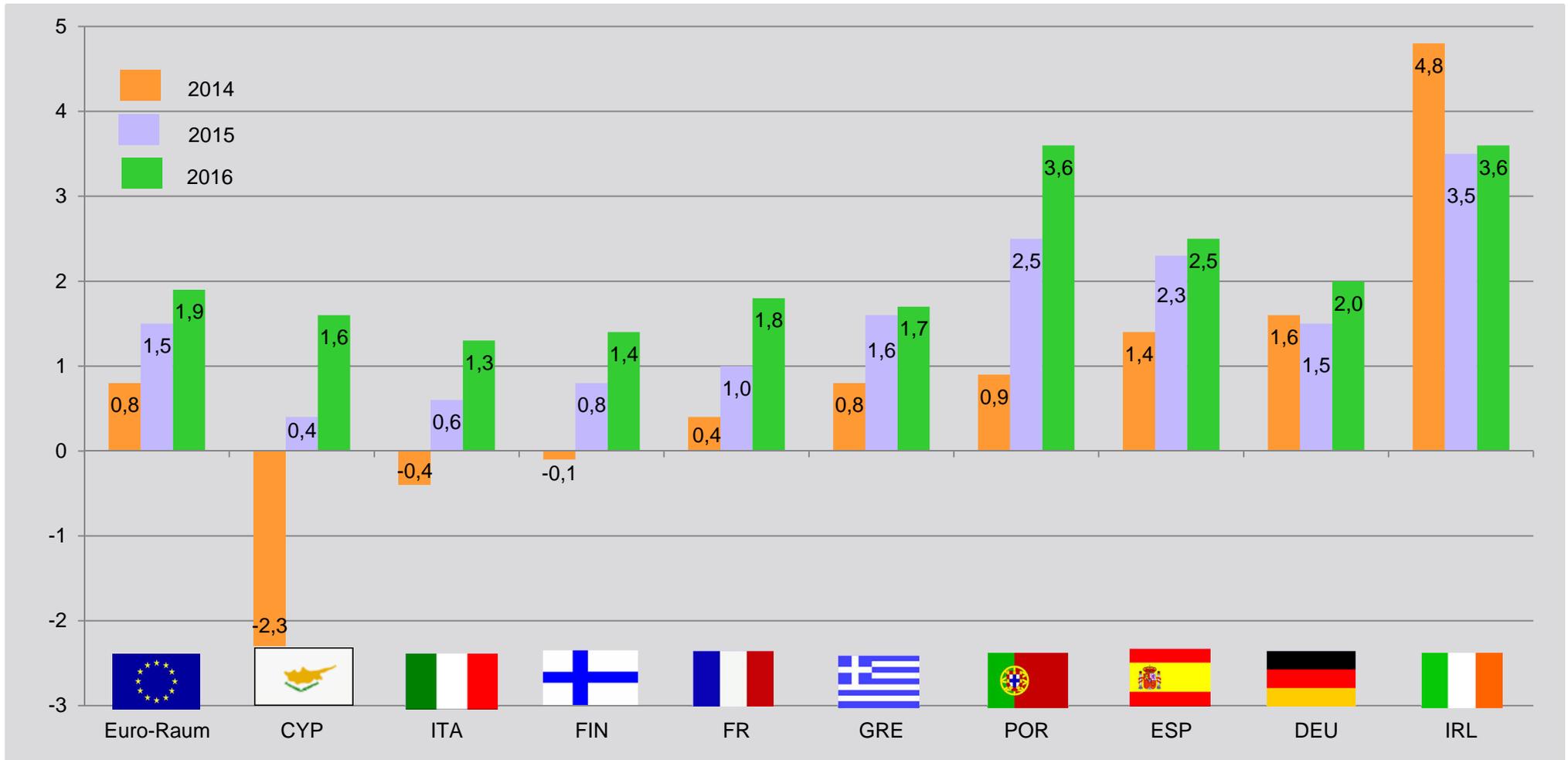
in % gegenüber Vorjahr



Quelle: Destatis/Eurostat, Deutschland 2015 - 2016 Prognose der Deutschen Bundesbank, EWU 2015 - 2017 Projektion der EZB

BIP-Wachstum ausgewählter EWU-Länder

Prozent



Quelle: Eurostat (2014), Winterprognose der EU-Kommission Februar 2015 (2015 und 2016; Euro-Raum: EZB-Projektion März 2015)

Bewertung des QE-Beschlusses aus Sicht der Deutschen Bundesbank

- Staatsanleihekäufe in der Währungsunion kein Instrument wie jedes andere; **Hürden** für Einsatz sollten besonders **hoch** sein
- **Ankauf von Staatsanleihen** ist im Grenzbereich zur **monetären Staatsfinanzierung** und führt zu einer **Umverteilung fiskalischer Risiken** zwischen den Steuerzahlern im Euroraum (Modalitäten von EAPP begrenzen die Risiken)
- Schwächere **Anreize** für Banken und Regierungen, notwendige Anpassungen und Strukturreformen vorzunehmen
- Historische Zinstiefstände erhöhen Anreize zu risikoreicheren Investments; **Gefahr von Verzerrungen** der Preisbildung an Finanz- und Immobilienmärkten

Folgen des Niedrigzinsumfelds

Vorteile

- Historisch **günstige Finanzierungsbedingungen** für gewerbliche **Investitionen** und für den **Wohnungsbau** (Mangel an Anlagealternativen, Nachholbedarf)
- **Konsumneigung** der Verbraucher wird begünstigt
- **Höhere Steuereinnahmen** durch höheres Wirtschaftswachstum und höhere Beschäftigung
- **Niedrigere Staatsausgaben** durch geringere Zinsaufwendungen

Nachteile

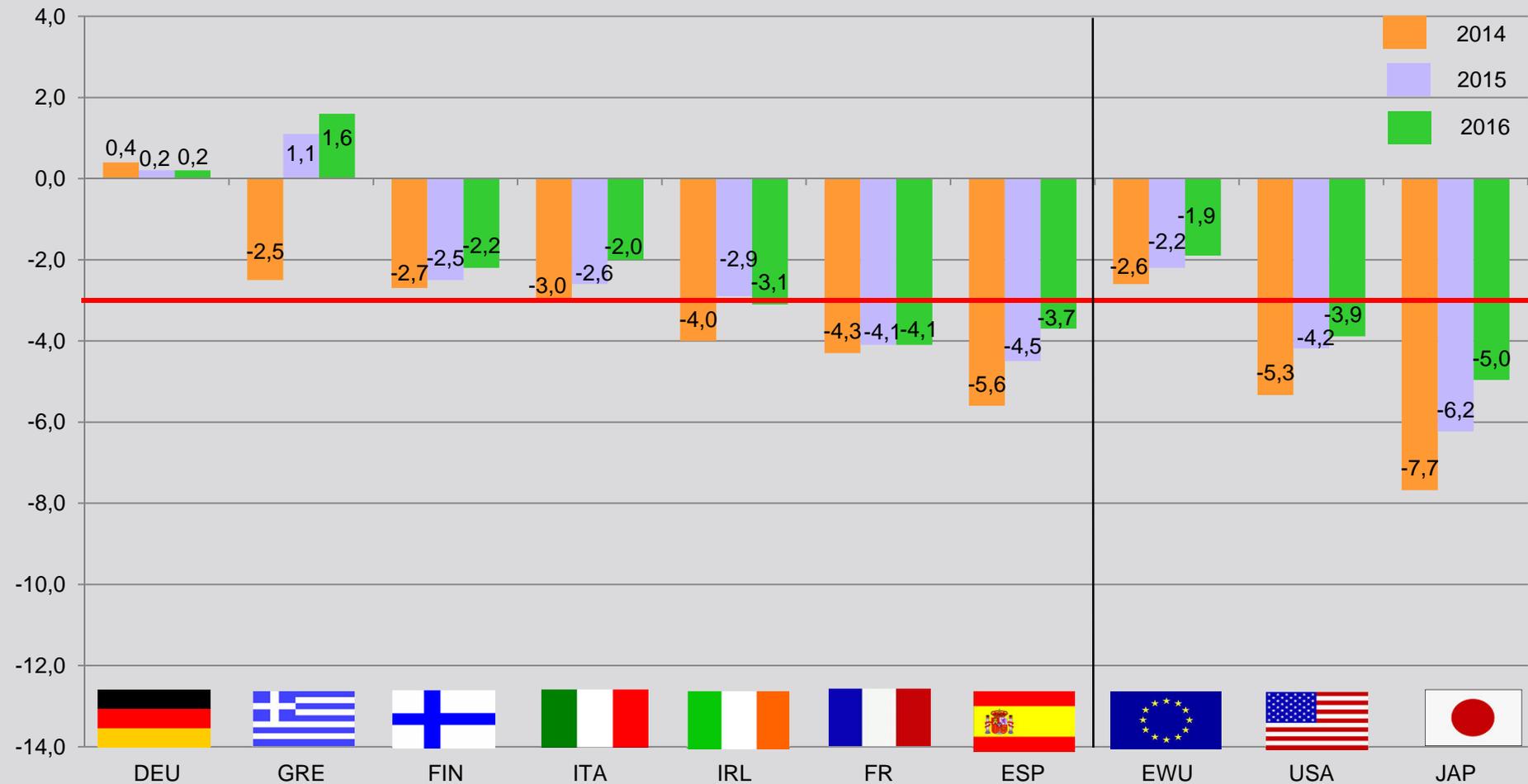
- **Realvermögensverluste** für Sparer, sofern Einlagenzins unterhalb Inflationsrate
- „**Jagd nach Rendite**“: Gefahr von **Preisübertreibungen** in verschiedenen Finanzmarktsegmenten; **Rückschlagpotential** bei Zinswende
- Geringere Ansprüche aus **Altersvorsorgeprodukten**
- **Banken** unter Ertragsdruck (sinkende Zinsspanne)
- **Lebensversicherungen**: Probleme, Garantieverzinsung zu erzielen
- **Wirksamkeit** der Niedrigzinspolitik **nimmt** im Zeitablauf **ab**, Gefahren nehmen zu; **Gewöhnungseffekte** bei Staaten, Banken und Finanzinvestoren

Was ist zu tun?

- **Krise** kann und darf **nicht über** die **Notenbankpresse** „gelöst“ werden; Geldpolitik hat hierfür nicht die geeigneten Instrumente
- **Haushaltskonsolidierung** in den EWU-Problemstaaten **ohne Alternative**
- **Sparen** aber allein ist **nicht genug**; **Strukturreformen** sind notwendig, um **Wettbewerbsfähigkeit** zurückzugewinnen und **Wachstum** zu fördern
- **Verwundbarkeit des Finanz- und Bankensystems** hat sich als wesentliche Schwachstelle der Euroraumes erwiesen; **Bankenunion** ist wichtig für Auflösung des unheilvollen Nexus zwischen Banken und Staaten und damit für mehr Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors

Entwicklung der Budgetsalden wichtiger Industrieländer

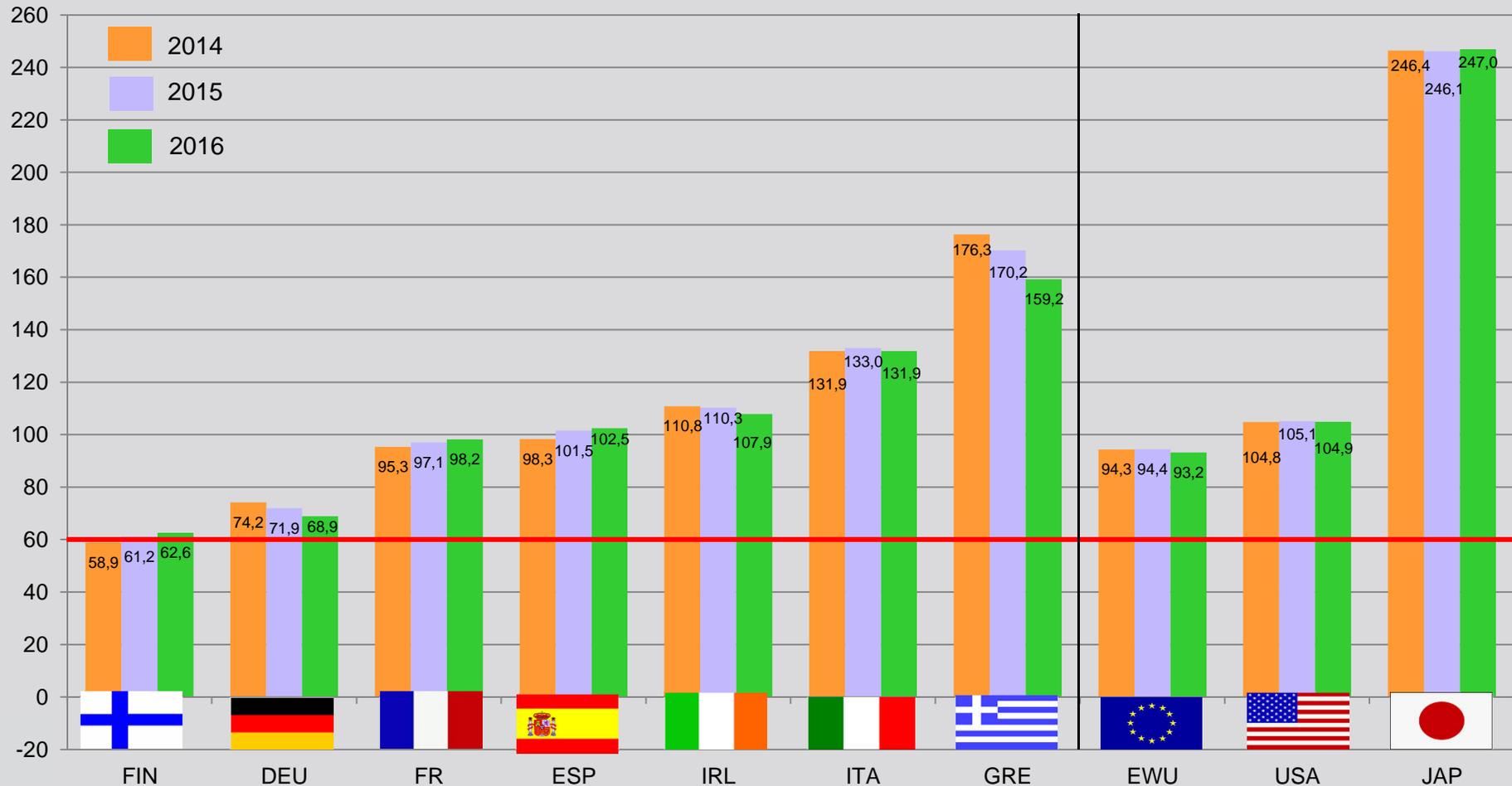
% des BIP



Quelle: Winterprognose der EU-Kommission Februar 2015; IWF World Economic Outlook April 2015 (USA und Japan)

Entwicklung der Gesamtverschuldung wichtiger Industrieländer

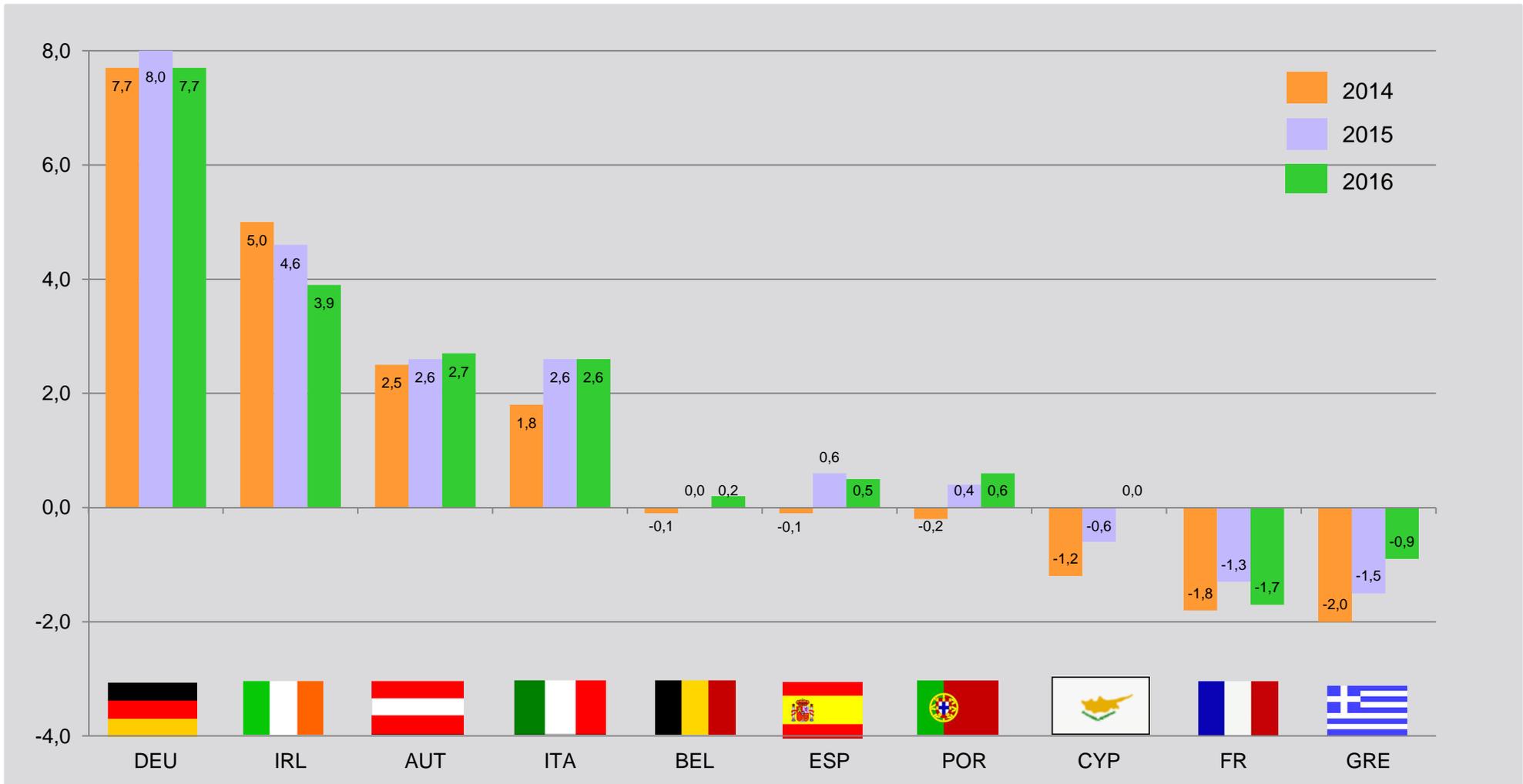
% des BIP



Quelle: Winterprognose der EU-Kommission Februar 2015; IWF World Economic Outlook April 2015 (USA und Japan)

Makroökonomische Ungleichgewichte im Euroraum

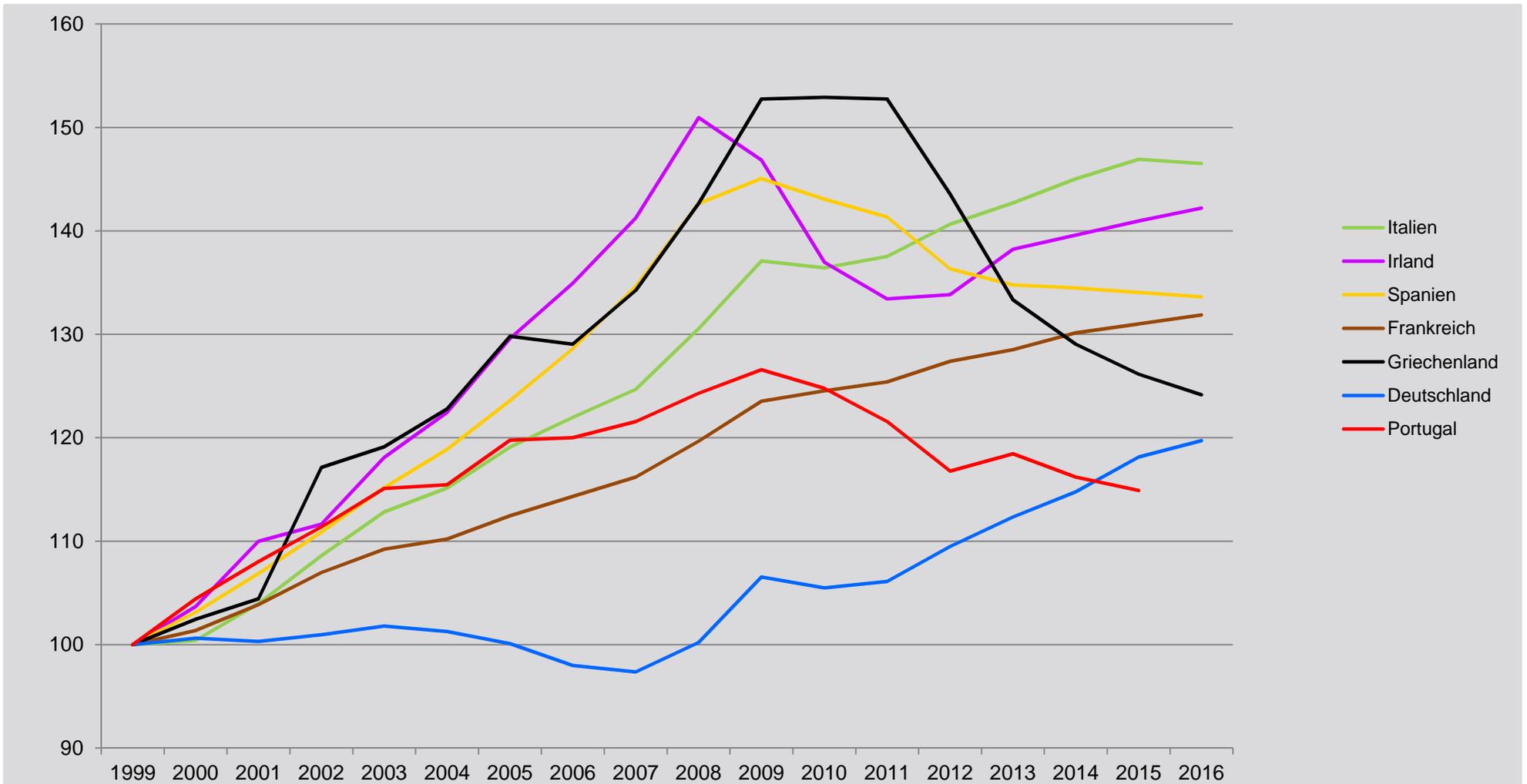
Leistungsbilanzsalden in % des BIP



Quelle: Winterprognose der EU-Kommission Februar 2015

Entwicklung der Lohnstückkosten

Index 1999 = 100



Quelle: OECD, 2014, 2015 und 2016 Prognosen

Nachhaltigkeit der EWU nur mittels zweier Optionen zu erreichen

Alternative Wege
für das
Eurosystem

```
graph TD; A[Alternative Wege für das Eurosystem] --> B[„Maastricht Plus“]; A --> C[„Fiskalunion“];
```

„Maastricht Plus“

Rückkehr zum geltenden
Ordnungsrahmen mit Härtung der
entscheidenden Schwachstellen

„Fiskalunion“

Übertragung fiskalpolitischer
Kompetenzen auf die europäische
Ebene

Europäische Bankenunion

Einheitlicher Aufsichtsmechanismus (SSM)

- Aufsichtsgremium installiert
- Asset Quality Review und Stresstest abgeschlossen
- Veröffentlichung der Ergebnisse am 26.10.2014
- EZB übernahm am 04.11.2014 direkte Aufsicht über 120 bedeutende Banken (derzeit: 123) und indirekte Aufsicht über alle anderen Banken

Restrukturierungs- und Abwicklungsmechanismus einschließlich Abwicklungsfonds (SRM)

- Abwicklungsinstrumente (neu: Bail-In)
- Haftungskaskade
- Abwicklungsgremium (SRB)
- Abwicklungsfonds (SBRF)
- vollumfänglich erst ab 2016 wirksam

Gemeinsame Einlagensicherung

- *Derzeit nur Harmonisierung der nationalen Einlagensicherungssysteme vorgesehen*



***Am Ende wird alles gut. Wenn nicht,
ist es noch lange nicht das Ende.***

(Oscar Wilde)