

IW-Zinsausblick Oktober 2015

Niedriginflation: Eine Herausforderung für Zentralbanken

Autoren:

Michael Hüther
Telefon: 0221 4981-600
E-Mail: huether@iwkoeln.de

Markus Demary
Telefon: 0221 4981-732
E-Mail: demary@iwkoeln.de

19. Oktober 2015

Inhalt

Zusammenfassung	3
1. Niedriginflation: Eine Herausforderung für Zentralbanken	4
2. Eurozone: EZB wird Wertpapierkäufe vermutlich ausweiten.....	6
3. USA: Zinserhöhung durch die Fed wahrscheinlich	9
4. Fazit und Politikempfehlung	11
Literatur	14

JEL-Klassifikation:

E31: Preisniveau, Inflation, Deflation

E52: Geldpolitik

E58: Zentralbanken und ihre Politiken

Zusammenfassung

Niedrige Inflationsraten fordern die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Federal Reserve Bank (Fed) heraus. Während die wirtschaftliche Erholung der Eurozone immer noch schleppend verläuft, wächst die US-Wirtschaft robust und der US-Arbeitsmarkt verbesserte sich soweit Richtung Vollbeschäftigung, dass die Fed ein Ziel ihres dualen Mandats nun erfüllt. Während die US-Inflation immer noch niedrig ist, verhielt sich die Kerninflationsrate aber stabil. Eine Zinserhöhung durch die Fed ist zu erwarten. Die effektive Federal Funds Rate von aktuell 0,14 Prozent erlaubt eine Ausweitung des Zielkorridors auf 0,25 bis 0,50 Prozent, ohne dass das Wirtschaftswachstum beeinträchtigt würde. Eine Zinserhöhung wäre zudem ein starkes Signal, dass die Fed die wirtschaftliche Erholung für ausreichend befindet und dass sie eine Rückkehr der Inflation zu ihren Zielwert im kommenden Jahr erwartet. Es ist aber aufgrund der niedrigen Inflationsrate wenig wahrscheinlich, dass die Fed in der ersten Hälfte des kommenden Jahres ihren Leitzinskorridor noch einmal ausweiten wird bzw. den traditionellen Durchschnittszielwert wiedereinführen wird.

Hingegen erlaubt die wirtschaftliche Erholung der Eurozone noch keine Zinserhöhung. Die Nullzinsschranke schränkt EZB sehr stark ein und ihr Wertpapierkaufprogramm wirkt noch nicht inflationär, da die gleichgewichtigen Realzinsen durch die geringe Investitionsnachfrage noch immer gering sind. Das Wertpapierkaufprogramm der EZB wird erst dann inflationär wirken, wenn die gleichgewichtigen Realzinsen so stark steigen, dass die Finanzierungskosten weiter unterhalb der Investitionsrenditen liegen werden. In der aktuellen Situation kann die EZB deshalb nur verhindern, dass die Preise weiter fallen werden. Damit Inflation und Zinsen auf ein normales Niveau zurückkehren können, muss die Investitionstätigkeit angekurbelt werden. Obwohl der Aufbau einer Europäischen Kapitalmarktunion ein wichtiger Schritt ist, um die europäischen Kapitalmärkte zu re-integrieren und grenzüberschreitende Investitionen zu fördern, sind weitere angebotsseitige Reformen für eine Normalisierung von Inflation und Zinsen erforderlich. Vor dem Hintergrund, dass sich die Inflation noch nicht verbessert hat, ist zu erwarten, dass die EZB ihren Leitzins bei 0,05 Prozent behalten wird und ihr Wertpapierkaufprogramm um mindestens ein Jahr ausdehnen wird.

Table 1: IW-Zinsausblick Oktober 2015

Leitzinsen, in Prozent

	September 2014	September 2015	Prognose für Okt. 2015	Prognose für Dez. 2015
EZB Hauptrefinanzierungszins	0,05	0,05	0,05	0,05
Federal Funds Rate Target	0,00 – 0,25	0,00 – 0,25	0,00 – 0,25	0,25 – 0,50

1. Niedriginflation: Eine Herausforderung für Zentralbanken

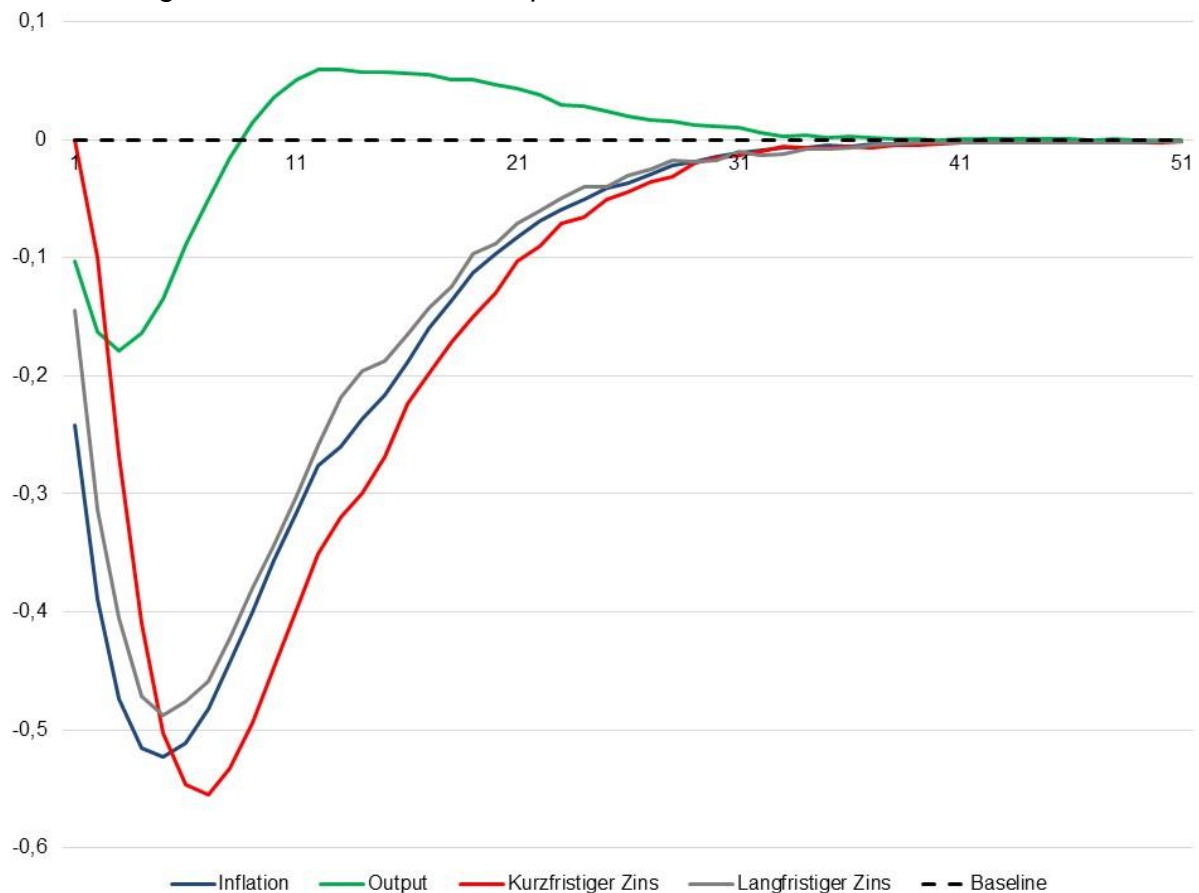
Am 22. Oktober 2015 wird sich der EZB-Rat zum vorletzten Mal in diesem Jahr beraten und eine Zinsentscheidung treffen oder sie auf dem jetzigen Niveau belassen. Das Federal Open Market Committee (FOMC) der US-amerikanischen Federal Reserve Bank (Fed) berät sich zwischen dem 27. und 28. Oktober zum vorletzten Mal und hält nach seinem letzten Treffen zwischen dem 15. und dem 16. Dezember die letzte Pressekonferenz für dieses Jahr ab.

Bei der letzten Pressekonferenz der EZB im September 2015 überraschte EZB-Präsident Mario Draghi die Marktteilnehmer damit, dass er auf eine mögliche Erweiterung des Wertpapierkaufprogramms der EZB (*Quantitative Easing*) hindeutete. Dies begründete er mit der schwächer als erwartet verlaufenden konjunkturellen Erholung im Euroraum und der nur langsamen Zunahme der Inflationsraten (Draghi, 2015). Fed-Chefin Janet Yellen enttäuschte die Märkte im September durch die Verschiebung der bereits für Oktober erwarteten Zinswende auf möglicherweise Ende des Jahres 2015. Sie argumentierte, dass “[t]he Committee continues to anticipate that the first increase in the federal funds rate will be appropriate when it has seen some further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term” (FOMC, 2015). Sie wies aber auch darauf hin, dass “[m]ost participants [of the FOMC] continue to expect that economic conditions will make it appropriate to raise the target range for the federal funds rate target later this year, although four participants now expect that such conditions will not be seen until next year or later” (FOMC, 2015).

Beide Zentralbanken werden durch Niedriginflation und Zinsen nahe der Nullzins-schranke herausgefordert. Hieraus ergibt sich eine Situation, in der die Geldpolitik sehr expansiv sein müsste, um höhere Inflation und höhere Marktzinsen zu erreichen, in der die Zentralbank aber bei der Durchführung der Geldpolitik eingeschränkt wird. Abbildung 1 zeigt die Situation mit sich verschlechternden Inflationserwartungen in einem stilisierten makroökonomischen Modell aus Demary (2015). Nachdem die Inflationserwartungen in diesem Modell gesunken sind und ihren nominalen Anker verlassen haben, sinken auch das BIP und die Inflationsrate. Die langfristigen Zinsen fallen ebenfalls, da sie Erwartungen über die zukünftige Inflation und die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung enthalten, die sich beide verschlechtert haben. In einer solchen Situation ist der Leitzins der Zentralbank zu hoch, so dass sie diesen senken muss. In der Realität senkten die EZB und die Fed ihre jeweiligen Leitzinsen auf fast Null und behielten sie dort. Diese Politik ergänzten sie durch die Absicht, Zinsen für einen ausgedehnten Zeitraum nahe Null zu halten (*Forward Guidance*) sowie durch Programme für den Aufkauf von Wertpapieren (*Quantitative Easing*). Solange Inflationserwartungen nicht fest verankert sind, ist ein niedriger Zins notwendig, damit die aggregierte Nachfrage nicht fällt. Für den Fall, dass die niedrigen

Zinsen und die Käufe der Wertpapiere erfolgreich sein sollten, wird das BIP aber wieder anziehen und seinen langfristigen Trend überschreiten und darüber zu Inflationsdruck führen. Dieser Inflationsdruck erlaubt es wiederum der Zentralbank, ihren Leitzins zurück auf ein neutrales Niveau anzuheben, auch um zu verhindern, dass die Inflation ihren langfristigen Zielwert überschreitet. Aus der Abbildung wird aber deutlich, dass die Zentralbank für eine Zinserhöhung nicht warten muss, bis die Inflation ihren Zielwert erreicht hat. Sie kann schon vorher eine Zinswende einleiten, und zwar dann, wenn sich die Inflationsrate auf ihren Zielwert zubewegt. Eine sich stabilisierende Inflation führt dann auch dazu, dass langfristige Zinsen wieder steigen können und ein Ausstieg aus dem Niedrigzinsumfeld möglich ist (Demary / Hüther, 2015).

Abbildung 1: Reaktion einer Zentralbank auf gesunkene Inflationserwartungen
Abweichung von Baseline, in Prozentpunkten



Anmerkung: Simulierte Verschlechterung der langfristigen Inflationserwartungen und Stabilisierung der Inflationserwartungen durch die Zentralbank. Die Simulation basiert auf dem Modell aus Demary (2015).

Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Jedoch liegt die eigentliche Herausforderung für die EZB und die Fed darin, dass ihre jeweiligen Leitzinsen nahe an der Nullzinsgrenze liegen, d.h. sie befinden sich in einer Situation, in der sie die Zinsen nicht weiter senken können. Diese Situation kann

sich sogar verschlechtern, wenn vorrausschauende Marktteilnehmer erwarten, dass die Zinsen nicht weiter fallen können, was zu einer Verschlechterung der Inflationserwartungen führen kann und darüber zu deflationären Entwicklungen (Demary/Hüther, 2015). Aus diesem Grund zielen die EZB und die Fed auf eine Steuerung der langfristigen Zinsen an, die sie über ihre Absicht, die kurzfristigen Zinsen für lange Zeit niedrig zu halten (Forward Guidance) und über großangelegte Wertpapierkäufe (Quantitative Easing) versuchen zu steuern.

Andolfatto/Williamson (2015) kommen in einem monetären Modell zu dem Ergebnis, dass Quantitative Easing an der Nullzinsschranke auch deflationär wirken kann. Dieser Effekt stellt sich bei Investitionsattentismus ein. Während Quantitative Easing in normalen Zeiten die Finanzierungskosten der Unternehmen senkt und darüber zur Investitionstätigkeit anregt, führt Quantitative Easing bei Investitionsattentismus, z.B. durch ein Deleveraging von Unternehmen oder einem Mangel an Investitionsmöglichkeiten hervorgerufen, nur zu geringeren Zinsaufwendungen bei Unternehmen, was über deren Preissetzungsverhalten dann den Kostendruck auf die Inflation nimmt. Eine zu geringe Investitionsnachfrage kann möglicherweise erklären, warum die Wertpapierkaufprogramme der EZB und der Fed bisher nicht inflationär gewirkt haben. Es scheint vielmehr der Fall zu sein, dass Quantitative Easing nur dann inflationär wirkt, wenn die Renditen auf Investitionen die Finanzierungskosten der Unternehmen übersteigen. Hieraus kann geschlossen werden, dass ein höheres Wirtschaftswachstum mit einer höheren Investitionsnachfrage vonnöten ist, damit sich die Inflationsrate stabilisieren und die Zinsen zu einem neutralen Niveau zurückkehren können. Hierzu müssen aber strukturelle Probleme gelöst werden, auf die die Geldpolitik keinen Einfluss hat.

2. Eurozone: EZB wird Wertpapierkäufe vermutlich ausweiten

Die Indikatoren der Eurozone haben sich bisher noch nicht soweit verbessert, dass in der näheren Zukunft Inflationsdruck entstehen könnte. Vielmehr verschlechterte sich die Inflationsrate von ihrem ohnehin schon niedrigen Wert von 0,3 Prozent im September 2014 auf -0,1 Prozent im September 2015. Zudem liegen die Inflationserwartungen immer noch unterhalb von 2 Prozent. Die Output-Lücke verbesserte sich von -3,2 Prozent im letzten Jahr auf -2,7 Prozent in diesem Jahr, und bleibt damit weiterhin negativ. Inflationsdruck wird aber erst dann entstehen, wenn das BIP der Eurozone seinen langfristigen Trend übersteigen wird. Indikatoren für die Output-Lücke können aber durch Messfehler verzerrt sein. Das geringe reale Wachstum des BIP von 0,7 Prozent im vergangenen und in diesem Jahr deutet aber nicht auf eine Überhitzung der Eurozone und auf inflationäre Entwicklungen hin. Vielmehr deutet die hohe Arbeitslosenquote des Euroraums von 11,5 Prozent darauf hin, dass das BIP

der Eurozone noch immer unterhalb seines Potentials verläuft. Deflationäre Tendenzen halten in diesem Umfeld mit niedrigem Wachstum an.

Tabelle 2: Indikatoren der Eurozone

In Prozent

	Vorjahreswerte	Aktuelle Daten
Inflationsrate	0.3	-0.1
Kerninflationsrate	0.8	0.9
Inflationserwartungen für kommendes Jahr	1.2	1.3
Output-Lücke	-3.2	-2.7
Wachstumsrate des realen BIP	0.7	0.7
Wachstumsrate Geldmenge M3	2.1	4.8
Arbeitslosenquote	11.5	11.5

Quellen: EZB, Eurostat, OECD, IW Köln

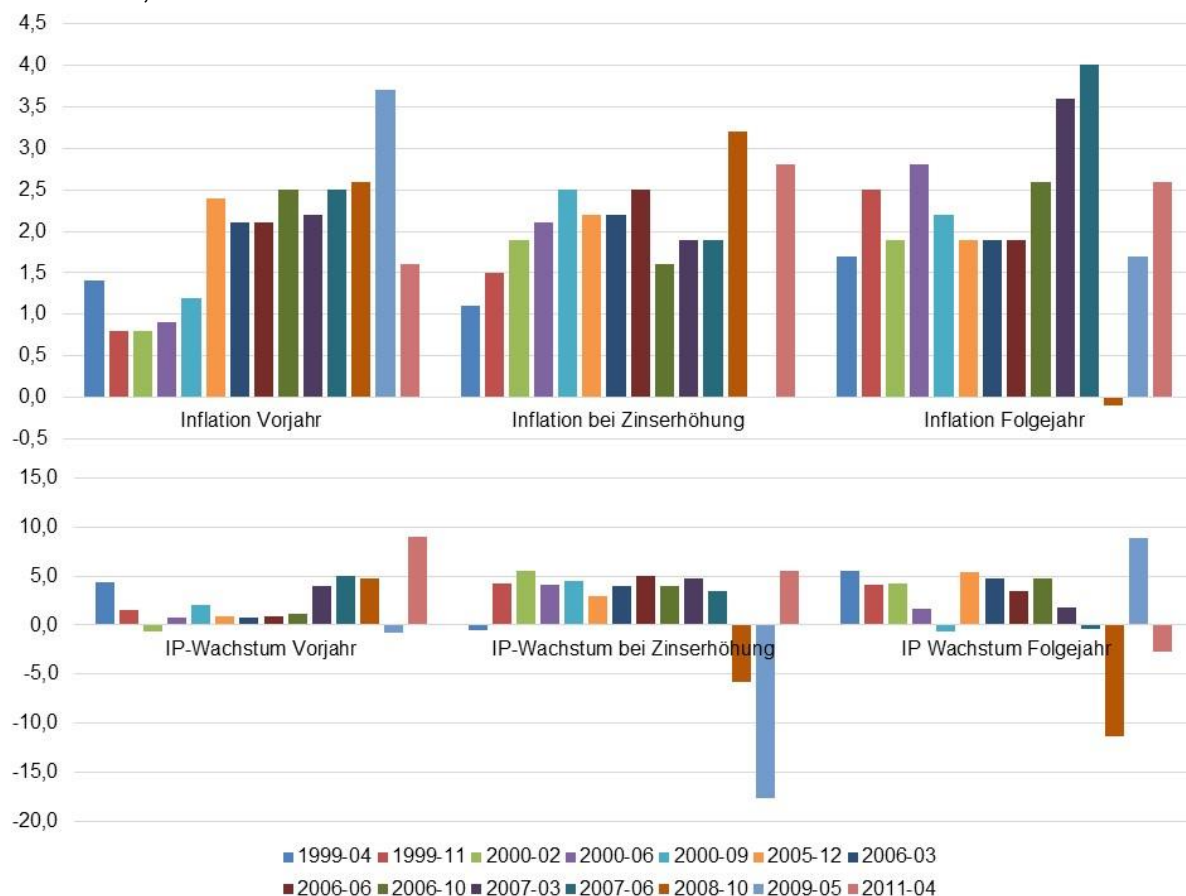
Der einzige Indikator, der auf eine Normalisierung hindeutet, ist die Wachstumsrate des Geldmengenaggregats M3. Diese sank in Folge der Bankenkrise im Euroraum und benötigte eine lange Zeit, um sich zu normalisieren. Mit einer aktuellen Wachstumsrate von 4,8 Prozent ist M3 zurück bei einem Wert, der mit einem stabilen Preisniveau vereinbar ist. Es ist aber zu bezweifeln, dass die Normalisierung von M3 ausreichend sein wird, damit die EZB ihren Leitzins von 0,05 Prozent in näherer Zukunft um zumindest einen kleinen Betrag anheben kann. Stattdessen zeigen sich eher Anzeichen dafür, dass die EZB ihr Wertpapierkaufprogramm ausweiten wird, da es bisher nicht inflationär gewirkt hat und die Inflationsentwicklung sich in Richtung Deflation verschlechtert hat.

Historische Evidenz zu den Zinserhöhungen der EZB deuten darauf hin, dass die EZB ihren Leitzins nicht in diesem Jahr und vermutlich auch nicht in der ersten Hälfte des kommenden Jahres anheben wird, denn Zinserhöhungen haben bisher in einem stabileren wirtschaftlichen Umfeld stattgefunden. Abbildung 2 zeigt die Inflationsrate der Eurozone und die Wachstumsrate der Industrieproduktion der Eurozone an drei Zeitpunkten: ein Jahr vor der Leitzinserhöhung, zum Zeitpunkt der Leitzinserhöhung und ein Jahr danach für die historischen Zeitpunkte, in der die EZB ihren Leitzins erhöhte. Die Daten deuten darauf hin, dass die EZB in der Vergangenheit sehr auf die Inflationsentwicklung und implizit auch auf die Inflationserwartungen achtete und weniger stark auf den Konjunkturzyklus, wenn sie ihren Leitzins erhöhte. Auch wenn die Wachstumsrate der Industrieproduktion im Jahr vor der Leitzinserhöhung niedrig oder auch negativ war, so führte die EZB eine Anhebung des Zinses durch, sofern die Inflationsrate im Vorjahr der Leitzinserhöhung bei mindestens 0,8 Prozent und häufig auch bei mindestens 1,5 Prozent lag. Im Monat der Leitzinserhöhung betrug die Inflationsrate in der Regel bei mindestens 1,5 Prozent mit Ausnahme des Jahres 2009

als die EZB ihren Leitzins trotz einer Inflationsrate von 0,0 Prozent erhöhte. Ein Grund für diese Leitzinserhöhung war vermutlich, dass die Inflationsrate im Vorjahr bei 3,5 Prozent und damit oberhalb des Inflationsziels lag. Zudem war die Inflation in den Jahren nach der globalen Finanzkrise volatiler geworden und damit vermutlich auch für die EZB schwerer zu prognostizieren. Mit Ausnahme der Jahre 2008 und 2009 erhöhte die EZB ihren Leitzins in einem Umfeld mit stabilem Wachstum, in dem sich die Wachstumsrate der Industrieproduktion auf zwischen 4 und 5 Prozent belief. Zudem zeigt sich, dass die Inflationsrate im Jahr nach der Zinserhöhung bis auf einen Zeitpunkt mindestens einen Wert von 1,5 Prozent aufwies. Zu fünf Zeitpunkten lag sie im Jahr nach der Leitzinserhöhung sogar bei über 2,0 Prozent. Aus diesen Zahlen sollte aber nicht geschlossen werden, dass Leitzinserhöhungen einen inflationären Effekt haben. Sie sollten vielmehr so interpretiert werden, dass die EZB ihren Leitzins dann erhöhte, wenn der EZB-Rat eine hohe Inflationsrate für die Zukunft erwartet hat. Im Vergleich dazu deuten die aktuellen Inflationsprognosen aber nicht auf eine Erhöhung des Leitzinses durch die EZB hin.

Abbildung 2: Inflation und Wachstumsrate der Industrieproduktion zum Zeitpunkt vor, während und nach einer Leitzinserhöhung durch die EZB

Euroraum, in Prozent



Quellen: Europäische Zentralbank, Eurostat, IW Köln

Unter der Annahme, dass die EZB konsistent mit ihren bisherigen Entscheidungen handelt, ist eine Leitzinserhöhung in diesem Jahr und vermutlich auch zum Anfang des kommenden Jahres äußerst unwahrscheinlich. Mit einer aktuellen Inflationsrate von -0,1 Prozent und einer Inflationsrate von 0,3 Prozent im Vorjahresmonat in Kombination mit Inflationsprognosen, die weit unterhalb des mittelfristigen Inflationsziels von unter, aber nahe 2 Prozent liegen, könnte eine Leitzinserhöhung zu einer Verschlechterung der Inflationsdynamik führen. Es scheint eher wahrscheinlich, dass der EZB-Rat die deflationären Entwicklungen im Euroraum ernst nimmt und sein Wertpapierkaufprogramm um mindestens ein Jahr verlängern wird, um die Inflation zu ihrem Zielwert zurückzubringen.

3. USA: Zinserhöhung durch die Fed wahrscheinlich

Die Aussichten für eine Zinserhöhung in den USA stehen besser als im Euroraum. Auch wenn die US-Inflationsrate auf 0,2 Prozent gefallen ist, so lag sie im vergangenen Jahr noch bei 1,7 Prozent. Im Vergleich zum Euroraum scheinen die deflationären Tendenzen weniger persistent zu sein. Während die Kerninflationsrate im Euroraum aktuell bei 0,9 Prozent liegt, weisen die USA eine Kerninflationsrate von 1,3 Prozent auf, die nur um 0,7 Prozentpunkte von dem Inflationsziel der Fed entfernt liegt.

Tabelle 3: Indikatoren für die USA

In Prozent

	Vorjahreswerte	Aktuelle Daten
Inflationsrate	1.7	0.2
Kerninflationsrate	1.6	1.3
Inflationserwartungen für kommendes Jahr	2.1	2.1
Output-Lücke	-3.0	-2.4
Wachstumsrate des realen BIP	2.6	2.7
Wachstumsrate Geldmenge M2	5.8	6.7
Arbeitslosenquote	5.9	5.1

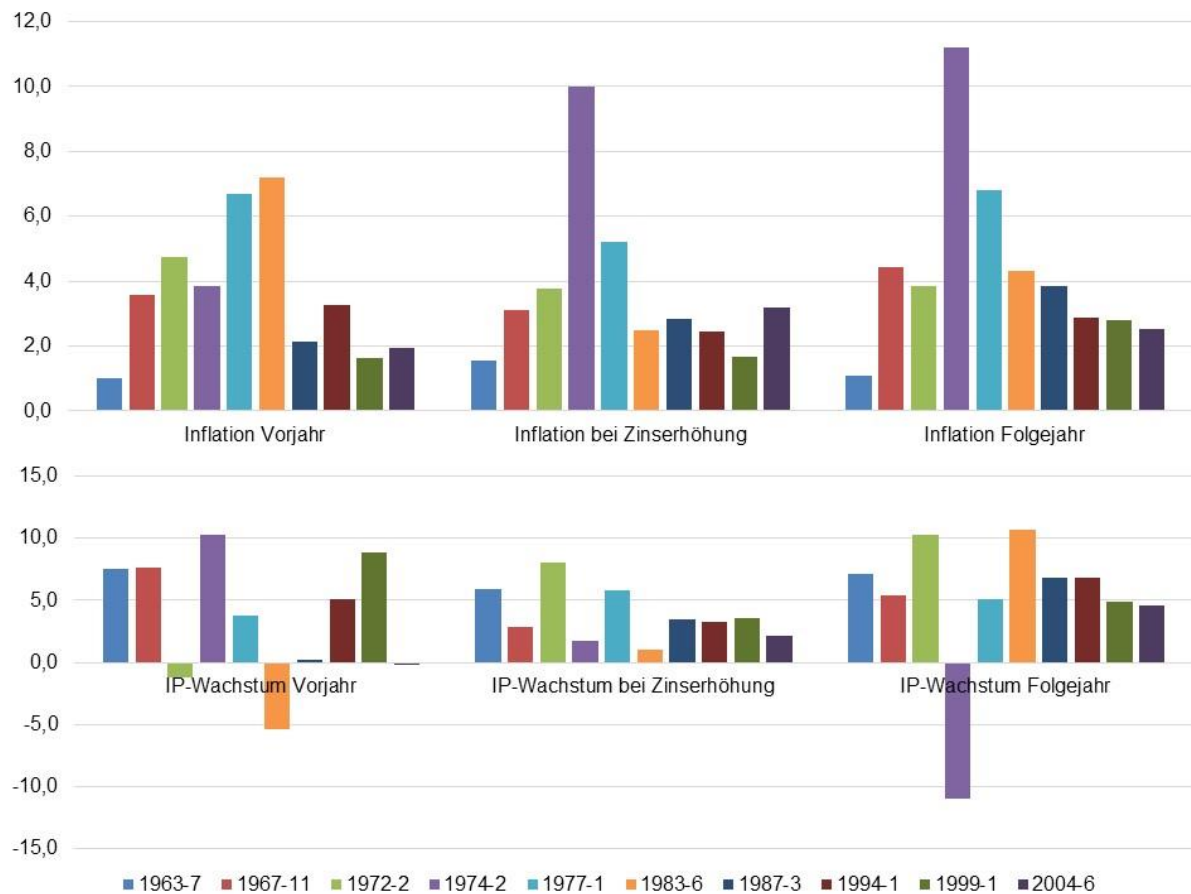
Quellen: Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Bank of Philadelphia, OECD, IW Köln

Ähnlich wie in der Eurozone verläuft das BIP der USA unterhalb seines Potentials. Die Output-Lücke in diesem Jahr beläuft sich auf -2,4 Prozent, im vergangenen Jahr lag sie noch bei 3,0 Prozent. Inflationsdruck kann aber in der näheren Zukunft entstehen, da das Wachstum des BIP robust bei 2,7 Prozent liegt. Es scheint durchaus möglich, dass das BIP der USA schneller zu seinem Potential zurückkehren wird als im Euroraum. Zudem kann Inflationsdruck aus den Geldmengenaggregaten entstehen. Das Geldmengenaggregat M2 weist aktuell eine Wachstumsrate von 6,7 Prozent auf. Im Jahr zuvor lag die Wachstumsrate noch bei 5,8 Prozent. Auch wenn die

Inflationsrate noch unterhalb des Zielwertes von 2,0 Prozent liegt, so hat sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt soweit verbessert, dass die Arbeitslosenquote nun sehr nahe bei ihrem Zielwert von 5 Prozent liegt. Inflationsdruck wird dann entstehen, wenn der Arbeitsmarkt Vollbeschäftigung erreicht.

Abbildung 3: Inflation und Wachstumsrate der Industrieproduktion zum Zeitpunkt vor, während und nach einer Leitzinserhöhung durch die Fed

USA, in Prozent



Quellen: Federal Reserve Bank of St. Louis, IW Köln

Der aktuelle Korridor für die Federal Funds Rate liegt bei 0,0 bis 0,25 Prozent mit einer effektiven Federal Funds Rate von aktuell 0,14 Prozent. Auch wenn die Inflationsentwicklung im Vergleich zu historischen Zinswenden nicht direkt auf eine Zinserhöhung hindeutet, so kann die Fed eine symbolische Zinserhöhung hin zu einem Korridor von 0,25 bis 0,50 Prozent wagen. Diese kleine Erhöhung wird den Inflationsausblick nicht trüben, denn der neue Zielkorridor wird die Funds Rate nur von durchschnittlich 0,125 Prozent um 0,25 Prozentpunkte auf durchschnittlich 0,375 Prozent erhöhen. Eine erwartete effektive Federal Funds Rate von 0,375 Prozent lässt zudem immer noch Raum nach oben und nach unten zu. Mit einer solchen symbolischen Zinswende kann die Fed ihr Vertrauen in die wirtschaftliche Erholung

bestärken. Ein Festhalten an einem Zielkorridor anstelle eines Zieles in Form eines Mittelwertes ist deshalb wahrscheinlich, da die Fed vermutlich um einen fließenden Exit aus der Niedrigzinspolitik bemüht ist.

Obwohl es Raum für eine kleine Zinserhöhung gibt, ist zu bezweifeln, dass es zu Beginn des kommenden Jahres zu weiteren Leitzinserhöhungen kommen wird. Im Vergleich zur historischen Evidenz haben die Leitzinserhöhungen immer in einem Umfeld mit höherer Inflation stattgefunden (Abbildung 3). In der Vergangenheit lag bei den Erhöhungen des Zielkorridors nicht nur die Inflationsrate bei Werten von nahe 2 Prozent und höher, sondern auch im Jahr zuvor und im Jahr danach. Vor allem im Jahr nach der Leitzinserhöhung fielen die Inflation und auch das Wachstum der Industrieproduktion häufig höher als im Jahr der Zinserhöhung aus. Im Hinblick auf diese Ergebnisse kann durchaus angenommen werden, dass die Fed vorausschauend gehandelt hat und die Federal Funds Rate erhöht hat, weil das FOMC mit einer zukünftig höheren Inflation und einem ausreichend starken zukünftigen Wirtschaftswachstum gerechnet hat.

Aus der historischen Evidenz kann geschlossen werden, dass die Fed ihren Leitzins nur um einen kleinen und eher symbolischen Betrag in diesem Jahr erhöhen wird, während die die Federal Funds Rate zum Anfang des kommenden Jahres auf diesem Niveau belassen wird, um erst einmal zu analysieren, ob sich das Wirtschaftswachstum und die Inflationsentwicklung verstetigen werden. Die Fed wird ihren Leitzins vermutlich erst dann weiter erhöhen, wenn sich die Inflationsentwicklung weiter verbessert. Ob die Fed ihre Zinspolitik in der Zukunft wieder über einen durchschnittlichen Zielwert anstelle eines Zielkorridors durchführen wird, lässt sich jedoch noch nicht absehen. Für die Übergangszeit scheint ein Zielkorridor praktikabler zu sein, um die Volatilität der effektive Federal Funds Rate besser kontrollieren zu können.

4. Fazit und Politikempfehlung

Sowohl die EZB als auch die Fed werden aktuell von einer Niedriginflation herausgefordert. Für die EZB ist diese Herausforderung jedoch größer, da die Eurozone in Richtung Deflation tendiert. Während die wirtschaftliche Erholung des Euroraums weiterhin schleppend verläuft, so zeigt die USA ein robustes Wachstum und einen sich verbessernden Arbeitsmarkt in Richtung Vollbeschäftigung. Mit einer Arbeitslosenquote von nahe 5 Prozent erfüllt die Fed nun ein Ziel ihres dualen Mandats, das auf eine Stabilisierung der Inflation und des Arbeitsmarktes abzielt. Im Gegensatz zu den USA macht die langsame Erholung des Euroraums eine Leitzinserhöhung in diesem Jahr unwahrscheinlich. Vielmehr sieht es so aus, als dass die Nullzinsschranke die Geldpolitik der EZB sehr stark einschränkt. Die Nullzinsschranke ist für die EZB deshalb bindend, weil die gleichgewichtigen Realzinsen aufgrund der zu-

rückhaltenden Investitionsnachfrage gering ausfallen. Während Krugman (1998) zu dem Ergebnis kam, dass Zentralbanken einer Liquiditätsfalle entgehen können, indem sie sich auf eine inflationäre Geldpolitik festlegen, scheinen die Zentralbanken aktuell große Schwierigkeiten zu haben, eine Inflation herbeizuführen. Solange die gleichgewichtigen Realzinsen niedrig sind, können die Zentralbanken ihren Leitzins nur schwer von der Nullzinsgrenze in Richtung eines höheren Zinsniveaus weg bewegen (Demary/Hüther, 2015). In einer Situation, in der die erwarteten Investitionsrenditen nicht höher als die Finanzierungskosten ausfallen, wird das Anleihekaufprogramm der EZB vermutlich nicht inflationär wirken können.

Damit die Geldpolitik der EZB inflationär wirkt, müssen die gleichgewichtigen Realzinsen soweit steigen, dass die erwarteten Investitionsrenditen die Finanzierungskosten weit genug übersteigen. Hierzu ist es aber wichtiger, die Investitionen langfristig zu erhöhen, anstelle kurzfristig die Staatsausgaben auszuweiten. Damit sich die Zinsen normalisieren können und damit sich die Leitzinsen von der Nullzinsgrenze weg bewegen können, ist eine langfristige wachstumsfreundliche und investitionsfreundliche Wirtschaftspolitik erforderlich. Der Aufbau einer europäischen Kapitalmarktunion mit dem Ziel, die Re-Integration der europäischen Kapitalmärkte zu fördern und ein investitionsfreundliches Umfeld zu fördern, ist ein richtiger Schritt hin zu einer langfristigen wirtschaftlichen Erholung. Um die grenzüberschreitende Investitionstätigkeit wiederzubeleben und um die Unsicherheit für die Investoren zu verringern, sind aber auch europäische Minimalstandards für das Insolvenzrecht erforderlich. Zudem ist eine Wiederbelebung der Verbriefung erforderlich, denn qualitativ hochwertige Verbriefungen können risikoarme Finanzinstrumente sein und damit eine Alternative zu Staatsanleihen darstellen. Durch ein höheres Angebot an sicheren Finanzinstrumenten kann der risikolose Zinssatz erhöht werden. Ein höherer risikoloser Zins ist erforderlich um aus einer Situation herauszukommen, in der Geld und Staatsanleihen nahe Substitute darstellen (Caballero/Farhi, 2014). Dazu muss die Finanzmarktregulierung risikoarme Verbriefungen für institutionellen Investoren attraktiver machen. Ohne diese angebotsseitigen Reformen ist es unwahrscheinlich, dass die EZB Raum für einen höheren Leitzins bekommt.

Für die USA ist eine Erhöhung des Federal Funds Rate Korridors möglich. Diese Erhöhung stellt ein starkes Signal dar, dass die Fed auf eine robuste wirtschaftliche Erholung vertraut. Trotzdem zeigt sich, dass auch die Fed in ihrer Politik von der Nullzinsgrenze eingeschränkt wird. Da die Inflation in den USA immer noch unterhalb des Zielwertes von 2 Prozent liegt, sollte die Fed weitere Zinserhöhungen aber erst in der zweiten Hälfte des Jahres 2016 durchführen. Wenn sich die Inflationsrate im Jahr 2016 auf ihren Zielwert zubewegt, wird die Fed dann mehr Raum für weitere Zinserhöhungen bekommen. Um starke Finanzmarktreaktionen zu vermeiden sollte die Fed ihr Ziel für die Federal Funds Rate in der Übergangszeit hin zu einem höhe-

ren Zinsniveau weiterhin als Zielkorridor formulieren, da das traditionelle Ziel in Form eines Durchschnittswertes zu einer volatilen Federal Funds Rate führen kann. Die heftigen Reaktionen der Finanzmärkte, als die Fed im Jahr 2013 ankündigte ihre Anleihekäufe zu verlangsamen, deuten bereits darauf hin, dass ein geldpolitischer Exit behutsam gestaltet sein sollte.

Literatur

Andolfatto, David / **Williamson**, Steven, 2015, Scarcity of Safe Assets, Inflation, and the Policy Trap, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series, Januar 2015, <https://research.stlouisfed.org/wp/2015/2015-002.pdf> [2015-10-14]

Caballero, Ricardo / **Farhi**, Emmanuel, 2015, The Safety Trap, NBER Working Paper No. 19927, National Bureau of Economic Research, Cambridge Massachusetts

Demary, Markus / **Hüther**, Michael, 2015, Does the ECB's Unconventional monetary Policy Endanger the Exit from the Current low Interest Rate Environment?, IW Policy Paper Nr. 7-2015, http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/215510/storage/master/file/7105041/download/Policy%20Paper%20QE%202015%20english.pdf [2015-10-14]

Demary, Markus, 2015, Yield Curve Responses to Market Sentiments and Monetary Policy, in: Journal of Economic Interaction and Coordination, Online First, DOI: 10.1007/s11403-015-0167-3

Draghi, Mario, 2015, Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A), Frankfurt am Main, 3 September 2015, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150903.en.html> [2015-10-19]

FOMC – Federal Open Market Committee, 2015, Transcript of Chair Yellen's Press Conference, September 17, 2015, <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20150917.pdf> [2015-10-13]

Krugman, Paul, 1998, It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap, in: Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2, 137-183