

Fokuspapier 3: Den Politikmix im Euroraum neu ausrichten

Da das BIP-Wachstum im Euroraum den Projektionen zufolge länger schwach bleiben wird und die Abwärtsrisiken weiter zunehmen, sind zusätzliche Politikmaßnahmen erforderlich, um die Nachfrage kurzfristig zu stützen und die Wachstumsaussichten auf mittlere Sicht zu verbessern. In den Jahren nach der Finanz- und Eurokrise war die Geldpolitik das wichtigste Politikinstrument zur Stützung der Nachfrage. Mit einer Neuausrichtung des Politikmix im Euroraum wäre es möglich, wirkungsvoller zur makroökonomischen Stabilisierung beizutragen und die Risiken für die Finanzstabilität zu verringern, die aus einer über einen längeren Zeitraum sehr akkommodierend ausgerichteten Geldpolitik resultieren.

Um dies zu veranschaulichen, werden in diesem Papier die Ergebnisse von Simulationen zusammengefasst, die die Auswirkungen von zwei verschiedenen Ansätzen im Euroraum gegenüberstellen. Dabei handelt es sich einerseits um eine längere Phase quantitativer Lockerung (*quantitative easing* – QE) und andererseits um einen alternativen Politikmix, der einen aktiveren Einsatz der Fiskalpolitik, ehrgeizigere strukturpolitische Maßnahmen und eine schwächere Zunahme der geldpolitischen Akkommodierung kombiniert.

Im Szenario, das sich nur auf die quantitative Lockerung stützt (einfaches QE-Szenario) sinkt die Laufzeitprämie auf 10-jährige Staatsanleihen im Euroraum über einen längeren Zeitraum, wobei die EZB-Schätzungen der Effekte des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten zugrunde gelegt werden (nach dessen Ausweitung auf Staatsanleihen im Jahr 2015) (Eser et al., 2019). In der Höchstphase, in den Jahren 3 bis 5 der Simulationsrechnung, ist die Laufzeitprämie um 100 Basispunkte niedriger als im Basis-szenario. Anschließend klingt dieser Effekt langsam ab. Außerdem werden die Leitzinsen im Euroraum fünf Jahre lang konstant gehalten. Der Effekt der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG), die neben dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten in den letzten Jahren durchgeführt wurden, um die Kreditvergabe der Banken an den Privatsektor zu stützen, wird ebenfalls berücksichtigt (wenn auch unvollkommen). Dazu werden die Hypothekenzinsen für fünf Jahre – zusätzlich zum Effekt des Laufzeitprämienchocks auf die Kreditzinsen im Privatsektor – um weitere 100 Basispunkte verringert.

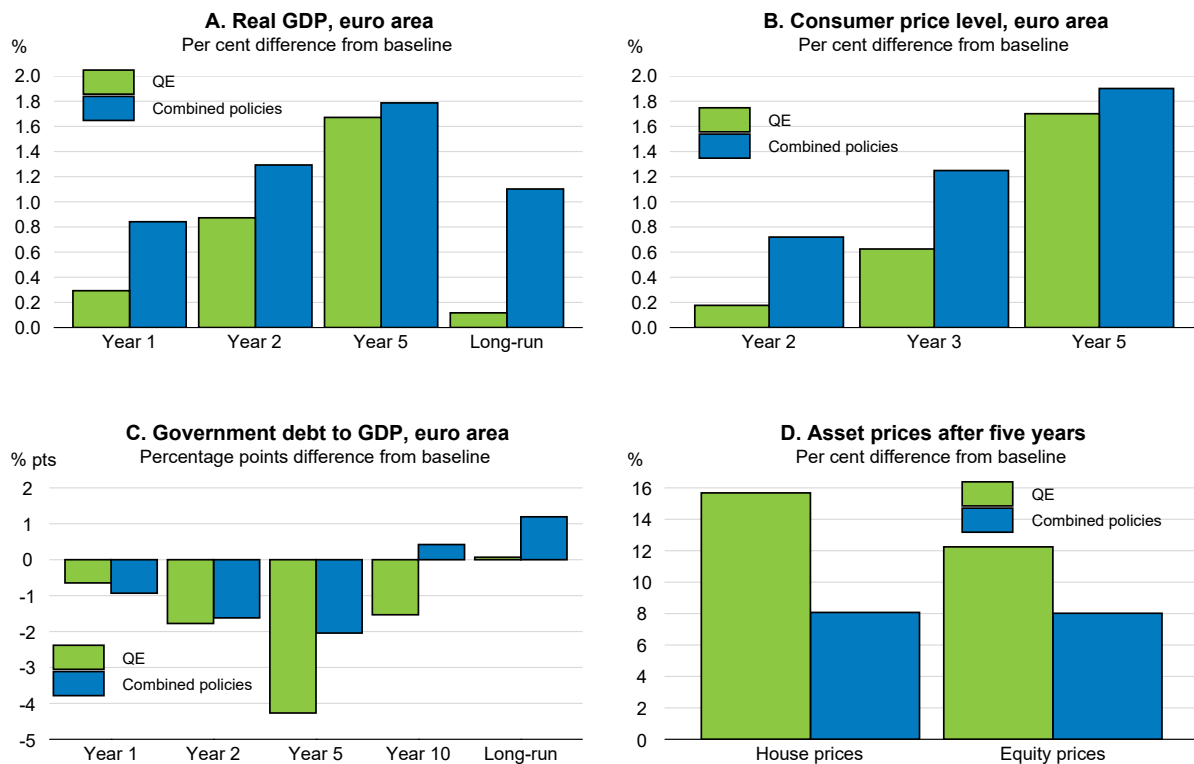
Das alternative kombinierte Politikscenario umfasst die folgenden Maßnahmen:

- Alle Euroländer erhöhen die öffentlichen Investitionen fünf Jahre lang um $\frac{3}{4}\%$ des BIP. Dadurch wird der große und andauernde Rückgang der öffentlichen Investitionen nach der Finanzkrise ausgeglichen (Blanchard, 2019). Die gesamtstaatlichen Nettoinvestitionen (Investitionen abzüglich Abschreibungen) lagen im Euroraum 1999–2008 bei durchschnittlich rd. 0,7% des BIP pro Jahr, sind seit 2013 aber auf null zurückgegangen. In Ländern wie Deutschland, den Niederlanden, der Slowakischen Republik und den baltischen Staaten besteht Spielraum, eine solche Politik durch die Ausgabe zusätzlicher Schuldtitel umzusetzen. Das nominale Defizit dieser Länder liegt deutlich unter 3% des BIP und ihr Schuldenstand befindet sich auf einem Abwärtspfad. Andere Länder, darunter Frankreich, Italien, Spanien und Belgien, haben weniger Spielraum für eine Lockerung der Fiskalpolitik, weil ihre Haushaltsdefizite und Staatsschuldenquoten nach wie vor hoch sind. In diesen Ländern werden die zusätzlichen öffentlichen Investitionsausgaben vollständig durch höhere direkte Steuern gefinanziert, sodass der Ex-ante-Haushaltseffekt neutral ist.
- Alle Länder führen produktivitätssteigernde Strukturreformen durch, die das Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität (GFP) über einen Zeitraum von fünf Jahren um 0,2 Prozentpunkte pro Jahr erhöhen. Das um 1% höhere GFP-Niveau wird anschließend dauerhaft beibehalten. Diese Reformen gleichen die seit der Krise im Euroraum verzeichnete und u.a. auf den nachlassenden Reformeifer zurückzuführende Verlangsamung des Wachstums der GFP und des Potenzialwachstums teilweise aus (OECD, 2018).

- Die quantitative Lockerung fällt schwächer aus, sodass die Laufzeitprämie auf 10-jährige Staatsanleihen in der Höchstphase nur um 50 Basispunkte sinkt, wobei sich das Profil des Schocks im Zeitverlauf ähnlich darstellt wie im einfachen QE-Szenario. Die Leitzinsen werden wieder fünf Jahre lang konstant gehalten. Bei der Berücksichtigung der GLRG wird von einem proportional geringeren Effekt ausgegangen. Danach wird bei der Ausrichtung der Geldpolitik den längerfristigen angebotsseitigen Nutzeffekten Rechnung getragen, die sich aus den verstärkten Strukturreformen ergeben. Durch Forward Guidance wird dazu beigetragen, dass die Zinssätze länger niedrig bleiben können.

Figure 2.6. The impact of alternative policy approaches in the euro area

Differences from baseline



Note: See text for details of the shocks applied in the QE and combined policy scenarios.

Source: OECD calculations using the NiGEM global macroeconomic model.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044917>

Die Simulationen basieren auf dem globalen makroökonomischen Modell NiGEM. Für das einfache QE-Szenario und das kombinierte Szenario ist Folgendes festzustellen:

- Nach fünf Jahren sind die Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Produktion des Euroraums und das Preisniveau in beiden Szenarien sehr ähnlich und entsprechen weitgehend den von Hammermann et al. (2019) angestellten Schätzungen der Effekte der von der EZB seit Mitte 2014 durchgeführten unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen. Das BIP des Euroraums erhöht sich gegenüber dem Basisszenario um rd. 1¼% (Figure 2.6, Teil A) und das Verbraucherpreisniveau liegt um 1,7-1,9% höher (Figure 2.6, Teil B), wobei die Effekte des kombinierten Politikmix jeweils geringfügig stärker sind.
- Kurzfristig hat der kombinierte Politikmix eine deutlich stärkere Wirkung. Zurückzuführen ist dies auf den direkten Effekt der höheren öffentlichen Investitionen auf das BIP, die Zeitverzögerung,

mit der die Geldpolitik normalerweise ihre volle Wirkung entfaltet (selbst in einem Modell mit zukunftsorientiertem Verhalten), sowie die Effekte der Strukturreformen, die infolge der akkommodierenden makroökonomischen Politik teilweise schon früher zum Tragen kommen.

- Der Effekt der quantitativen Lockerung auf die Produktion klingt im Zeitverlauf allmählich ab, während das BIP des Euroraums im kombinierten Szenario aufgrund des höheren GFP-Niveaus und eines leichten Impulses für den öffentlichen Kapitalstock langfristig (nach 15 Jahren) um knapp über 1% höher ist.
- Im kombinierten Szenario verharrt die Schuldenquote des Euroraums selbst bei einer fünf Jahre andauernden fiskalischen Expansion aufgrund des höheren nominalen BIP und der niedrigeren Schuldendienstkosten einige Jahre unter dem Niveau des Basisszenarios (Figure 2.6, Teil C). Im einfachen QE-Szenario führt der stärkere Rückgang der Zinsen auf Staatsanleihen jedoch zu einem stärkeren Rückgang der Schuldendienstkosten.
- Die Vermögenspreise sind im Szenario des kombinierten Politikmix deutlich niedriger als in dem Szenario, in dem nur auf die Geldpolitik gesetzt wird (Figure 2.6, Teil D). Die potenziellen Risiken für die Finanzstabilität sind daher geringer. In beiden Szenarien steigen die Einkommen der privaten Haushalte und die Unternehmensgewinne, im einfachen QE-Szenario fällt die Reaktion der Vermögenspreise aufgrund des stärkeren Rückgangs der langfristigen Zinssätze allerdings stärker aus.

Insgesamt deuten diese Ergebnisse darauf hin, dass ein ausgewogener Politikmix im Hinblick auf die makroökonomische Stabilisierung effektiver ist als ein Ansatz, der nur auf der Geldpolitik basiert. Diese Erkenntnis ist zum jetzigen Zeitpunkt besonders relevant. Im Euroraum ist ein gut konzipierter Mix aus länderspezifischen fiskal- und strukturpolitischen Maßnahmen in Verbindung mit weiterhin niedrigen Zinssätzen erforderlich, wenn die Wachstumsaussichten dauerhaft verbessert werden sollen.

Die Simulationen beleuchten zugleich die Politikoptionen, für die man sich im Euroraum 2014-2015 hätte entscheiden können. Damals wurde die Hauptlast der makroökonomischen Stabilisierung der Geldpolitik übertragen. Viele Länder, darunter Deutschland, hatten jedoch damals schon Spielraum, die Fiskalpolitik zu lockern, da ihre Haushaltsdefizite niedrig waren und ihre Schuldenquoten sich auf einem Abwärtsfad befanden. Wäre im Euroraum in dieser Zeit ein ausgewogener Politikmix umgesetzt worden, hätte der Impuls auf die Vermögenspreise verringert werden können, der von einem über einen längeren Zeitraum sehr akkommodierend ausgerichteten geldpolitischen Kurs ausgeht. Ein solcher ausgewogener Politikmix hätte nicht zu einem deutlichen Anstieg der öffentlichen Verschuldung geführt und hätte zudem den Lebensstandard längerfristig erhöht, was die Geldpolitik allein nicht erreichen kann.

Literaturverzeichnis

Blanchard, O. (2019), "ECB Monetary Policy in the Post-Draghi Era", Rede beim ECB Forum on Central Banking, Sintra, Portugal, <https://www.piie.com/commentary/speeches-papers/ecb-monetary-policy-post-draghi-era>.

Eser, F., W. Lemke, K. Nyholm, S. Radde und A. Vladu (2019), "Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve", *ECB Working Paper*, No. 2293, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2293~41f7613883.en.pdf?36492d92dc3dd55d1a60977740c06db6>.

Hammermann, F., K. Leonard, S. Nardelli und J. von Landesberger (2019), "Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases", *ECB Economic Bulletin*, Issue 2, Europäische Zentralbank, https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201902_01~3049319b8d.en.html.

OECD (2018), *OECD Economic Surveys: European Union 2018*, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/eco_surveys-eur-2018-en.



From:
OECD Economic Outlook, Volume 2019 Issue 2

Access the complete publication at:
<https://doi.org/10.1787/9b89401b-en>

Please cite this chapter as:

OECD (2019), "Fokuspapier 3: Den Politikmix im Euroraum neu ausrichten", in *OECD Economic Outlook, Volume 2019 Issue 2*, OECD Publishing, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/f915788d-de>

Das vorliegende Dokument wird unter der Verantwortung des Generalsekretärs der OECD veröffentlicht. Die darin zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Argumente spiegeln nicht zwangsläufig die offizielle Einstellung der OECD-Mitgliedstaaten wider.

This document, as well as any data and map included herein, are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area. Extracts from publications may be subject to additional disclaimers, which are set out in the complete version of the publication, available at the link provided.

The use of this work, whether digital or print, is governed by the Terms and Conditions to be found at <http://www.oecd.org/termsandconditions>.