



STANDPUNKTE
DER CHEFVOLKSWIRTE



Zurück zu konventioneller Geldpolitik

Berlin, 25. März 2019

Die Wirtschaftspolitik und die Notenbanken selbst müssen sich immer kritisch fragen, wo bei allen kurzfristigen Stabilisierungserfolgen ihre Beteiligung an langfristigen Ursachen für Instabilitäten liegt. Eine Überdehnung des Auftrages an die Geldpolitik führt nach Auffassung der Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe unweigerlich zu Funktionsstörungen bis hin zum kompletten Zusammenbruch der Finanzarchitektur mit ihren bekannten desaströsen politischen und gesellschaftlichen Auswirkungen.

Wir plädieren für eine Rückkehr in die Welt konventioneller Geldpolitik, die ohne quantitative Maßnahmen und die langfristige Ankündigung niedriger Zinsen auskommt. Damit dies eintreten kann, sollte die EZB

- fortfahren, Gelegenheiten zu suchen, ultraexpansive Maßnahmen zurückzufahren, soweit dabei die Inflationserwartungen stabil bleiben,
- sich für eine Einhaltung der Solidität der Staatsfinanzen im Euro-raum einsetzen,
- allen Forderungen nach einer monetären Deckung von staatlicher Verschuldung eine eindeutige Absage erteilen,
- in der öffentlichen Debatte verstärkt darauf hinweisen, dass Wachstum nicht dauerhaft mit expansiver Geldpolitik erreicht werden kann.

Autoren

Uwe Burkert - LBBW
Uwe Dürkop - Berliner Sparkasse
Jochen Intelmann - Haspa
Dr. Ulrich Kater - DekaBank
Christian Lips - NORD/LB
Dr. Jürgen Michels - BayernLB
Dr. Gertrud Traud - Helaba
Prof. Dr. Carsten Wesselmann
- Kreissparkasse Köln

Koordinatoren

Dr. Reinhold Rickes
Reinhold.Rickes@dsgv.de
Dr. Holger Schulz
Holger.Schulz@dsgv.de

Zurück zu konventioneller Geldpolitik

Mehr als zehn Jahre nach der Finanzkrise der Jahre 2008ff haben sich viele wirtschaftliche Verhältnisse wieder normalisiert. Die Auslastung der meisten betroffenen Volkswirtschaften liegt mittlerweile wieder bei den langfristigen Durchschnitten. Die Arbeitslosigkeit ist auf das Normalmaß zurückgegangen, in vielen Ökonomien wie etwa in den USA oder in Deutschland sogar weit darüber hinaus gesunken. Das Wachstum der Weltwirtschaft lag in den vergangenen 5 Jahren wieder über drei Prozent und damit deutlich höher als es viele pessimistische Stimmen vor einem Jahrzehnt für möglich gehalten hätten.

*Realwirtschaft weiter
als die Geldpolitik*

Nur im monetären Bereich will sich die Normalisierung nicht so recht einstellen. Offensichtlichstes Anzeichen dafür sind die Zinsen. Seit Herbst 2014 liegt der Refinanzierungssatz der EZB für den Euroraum bei 0,05 Prozent, seit März 2016 bei glatten 0,00 Prozent. Der bei der herrschenden Überschussliquidität entscheidende, eigentlich wirksame Leitzins, derjenige für die Einlagefazilität, ist mit -0,4 Prozent sogar seit Jahren negativ.

Im historischen Vergleich extrem niedrige Zinsen herrschen auch in Japan, in der Schweiz, in Schweden, Kanada oder den USA. In den Vereinigten Staaten hat die Notenbank zwar den Exit aus der Nullzinswelt gewagt. Aber auch hier wird deutlich, dass oberhalb von zwei Prozent der Geldpolitik heftiger Gegenwind auf Finanzmärkten und in der Konjunktur entgegenschlägt. Und auch an anderen Indikatoren sind heute im historischen Vergleich immer noch große geldpolitische Anomalien abzulesen. Erst jetzt wird langsam deutlich, wie tief die Notenbanken in vorher nie gekannte expansive geldpolitische Gewässer vorgestoßen sind. Neue Instrumente wie „Quantitative Easing“ (breitflächiger Ankauf von Wertpapieren) und „forward guidance“ (langfristige Ankündigungen niedriger Zinssätze) sind in den meisten Industrieländern noch vollständig in Gebrauch und haben zusammen mit hartnäckig niedrigen Inflationserwartungen dafür gesorgt, dass an den Finanzmärkten auf viele Jahre in die Zukunft nicht mit nennenswerten Zinsanstiegen gerechnet wird.

Diese Erwartung wurde durch die Entscheidungen der EZB im März 2019 verstärkt. Ein Zinsanstieg wurde weit in das Jahr 2020 verschoben. Zudem wurden neue Langfristtender (TLTRO III) angekündigt, mit denen Refinanzierungsgpässe für Banken vermieden werden sollen. Dass diese im Unterschied zu den bisherigen Tendern eine variable Verzinsung – angelehnt an die Leitzinsen – aufweisen sollen, macht sie für die Kreditinstitute weniger attraktiv. Aber diese Gestaltung soll Teil einer instrumentellen Normalisierung sein. Angesichts dessen, dass die Beendigung der Negativverzinsung mit den jüngsten Beschlüssen weiter in die Zukunft verschoben ist, verlängern sich auch die Belastungen für die Kreditwirtschaft. Deshalb könnte man indirekte Entlastungsmodelle in Erwägung ziehen, etwa die Freistellung von Liquiditätssockeln (z.B. ein x-Faches der Mindestreservepflicht) von der Negativverzinsung („Schweizer Modell“).

*Entscheidungen der EZB
vom März 2019 verschoben
die Wende*

Manche Beobachter machen sich in dieser Situation Gedanken über die Handlungsfähigkeit und die Nebenwirkungen der Geldpolitik. Im Jahr 2018 hat der lang anhaltende weltweit synchrone Wirtschaftsaufschwung Schwächesignale ausgesendet. Wie weit wäre eine Geldpolitik in einer nächsten Rezession überhaupt zum Gegensteuern in der Lage, wenn ihr Ruder schon jetzt bis zum Anschlag expansiv ausgerichtet ist?

Dazu kommen die Besorgnisse der Sparer. Mit Zinssätzen unterhalb der Inflationsrate verlieren diejenigen an Kaufkraft, deren monetäre Vermögen hauptsächlich aus Spareinlagen bestehen. Gerade in Deutschland, wo das Sparen in höher rentierlichen Wertpapieren gering entwickelt ist, sind die Spareinlagen weit verbreitet und die Kaufkraftverluste besonders hoch. Anhaltende Nullzinsen haben jedoch noch eine Reihe von weiteren negativen Auswirkungen: Sie schränken die notwendige immerwährende Erneuerung von Volkswirtschaften ein, indem sie auch Unternehmen am Leben erhalten, deren Geschäftsmodelle nicht mehr aufgehen würden, müssten diese Unternehmen einen „normalen“ Kapitaldienst leisten. Die von diesen Unternehmen in Anspruch genommenen Ressourcen fehlen dann für Strukturwandel und Innovation.

Nebenwirkungen der expansiven Politik

Auch die Frage nach einer neuen Finanzkrise steht im Raum. Demnach sind zwar die gegenwärtigen extremen geldpolitischen Maßnahmen aus der letzten Krise geboren, sie bilden aber gleichzeitig die Ursache für die nächste: Hohe Aktienkurse und Immobilienpreise sowie eine hohe Verschuldung der Wirtschaftsakteure sind hier die Stichworte. Insgesamt drängt sich der Eindruck auf, als hätte die Geldpolitik zwar nach der Finanzkrise die Kohlen aus dem Feuer geholt. Nun ist sie einerseits damit überlastet, die Wirtschaft weiterhin unter Dampf zu halten und andererseits erhöht sie sogar die Gefahr eines neuen Flächenbrandes.

Die Geldpolitik steht an einem Scheideweg. An den Finanzmärkten entsteht mehr und mehr der Eindruck, dass „alte“ Modelle und Vorstellungen von Geldpolitik nicht mehr gelten. Zudem findet in den Führungsetagen der Notenbanken gegenwärtig turnusgemäß ein Generationenwechsel statt. Mit Jeremy Powell ist der erste Notenbankpräsident ins Amt gekommen, dessen Amtszeit nicht mehr im Zeichen der Krisenbekämpfung, sondern durch Gestaltung der neuen Normalität gekennzeichnet wird. Im Zentralbankrat der EZB stehen umfangreiche personelle Wechsel bevor. Es ist an der Zeit, über die längeren Perspektiven für die Geldpolitik nachzudenken und Fehlentwicklungen zu korrigieren.

Neue Generation von Notenbankern übernimmt

Eindeutiges Ziel der Geldpolitik

Nach unserer Auffassung hat die Geldpolitik vor allem die Aufgabe, monetäre Stabilität zu gewährleisten. Diese drückt sich in einer niedrigen und schwankungsarmen Inflationsrate, also einem stabilen Binnenwert einer Währung aus. Zusätzlich erteilen jedoch viele Ökonomen und Politiker den Notenbanken auch Konjunktur- und Wachstumsaufträge. Kurzfristig sollen mithilfe der Geldpolitik konjunkturelle Schwankungen geglättet werden und mittelfristig soll die Geldpolitik günstigste Bedingungen schaffen, um das Wachstum zu unterstützen. Aus unserer Sicht kann die Geldpolitik nicht so vielen Herren gleichzeitig dienen: All diese Ziele sind nicht auf einmal erreichbar. Die Geldpolitik sollte sich auf ein Ziel konzentrieren, und das ist die langfristige Geldwertstabilität. Schon die Stabilisierung des Bankensektors kann Maßnahmen erfordern, die langfristig im Widerspruch zur Erhaltung der Preisstabilität stehen. Ob darüber hinaus auch noch die übrigen Ziele erreichbar sind, hängt von konkreten temporären Umständen ab, eine jederzeitige Steuerung so vieler Ziele ist jedoch nicht möglich. Gegenwärtig besteht die Tendenz, alle Wachstumsorgen auf die Geldpolitik abzuwälzen. Selbst wenn zurzeit eine hohe Inflation nicht das Problem darstellt, bedeutet dies eine Überforderung der Geldpolitik. Langfristig endet eine solche Überforderung in der Instabilität der Währung und des Finanzsystems.

Nur ein Ziel pro Instrument

Schöne neue Notenbankwelt?

Es ist offensichtlich, dass sich in den vergangenen Jahren die geldpolitischen Koordinatenfelder verschoben haben. In den Jahrzehnten vor der Finanzkrise galt die Geldpolitik im ökonomischen Sinn fast als allmächtig. Expansive Geldpolitik schob regelmäßig mit magischen Kräften die ökonomische Aktivität in den Volkswirtschaften an, durch restriktive Maßnahmen konnten die Notenbanken das Geschehen effektiv abbremsen. Die Geldpolitik galt als Haupt-Korrektiv für Konjunkturschwankungen: Mit expansiver Geldpolitik wurde jede Rezession immer wieder überwunden und am anderen Ende des Spektrums galt die Notenbank sogar als der wesentliche Auslöser von Rezessionen. Ein Bonmot unter Geldpolitikern besagte, dass kein Aufschwung in der Nachkriegszeit eines natürlichen Todes gestorben sei, sondern alle mussten durch die Notenbanken ermordet werden, weil ansonsten die Inflation außer Kontrolle geraten wäre. Um schnell und effektiv agieren zu können, hatte sich die Geldpolitik den Status der geldpolitischen Unabhängigkeit erarbeitet: Obwohl Teil des Staates, war der Entscheidungsprozess innerhalb der Notenbanken den politischen Mechanismen entzogen. Kein Parlament musste zustimmen, die Debatten fanden hinter verschlossenen Türen statt. Nur so konnten auch unpopuläre Maßnahmen, wie die Beendigung eines Aufschwungs durch Zinserhöhungen, überhaupt umgesetzt werden.

Technischer Charakter der normalen Geldpolitik

Diese Mechaniken von früher scheinen heute nicht mehr rund zu laufen. So schieben zwar die Notenbanken nun schon seit Jahren erfolgreich die ökonomische Aktivität an und haben damit wesentlich zu einem der längsten Aufschwünge im Nachkriegseuropa beigetragen. Es ist jedoch ein mühsames Geschäft: Die Wachstumsraten liegen weit unter dem, was bei einem vergleichbaren Expansionsgrad der Geldpolitik zwei oder drei Jahrzehnte zuvor zu erwarten gewesen wäre. Und noch dramatischer: Trotz extremer Stimulation kommt die Inflation nicht in Gang, so dass selbst auf dem Höhepunkt des gegenwärtigen Konjunkturzyklus in den Augen der Finanzmärkte im Euroraum eher Deflations- als Inflationsgefahren herrschten.

Für diese – prinzipiell in der ganzen Weltwirtschaft anzutreffenden – „Anomalien“ gibt es zwar einige Erklärungsansätze. Demografische Verschiebungen, globalisierte Produktionsweisen, sinkende Gewerkschaftsmacht. Unter den Begriffen „Secular Stagnation“ und „Savings Glut“ werden angeblich dauerhaft vorherrschende Sondersituationen angeführt. Diese Konstellationen liefern aber nur begrenzte Erklärungen. Es ist noch nicht überzeugend dargelegt, warum in den ausgelasteten Volkswirtschaften der USA oder Deutschlands Löhne und Preise nicht stärker steigen oder was die hartnäckige Deflation in Japan ausgelöst hat und vor allem, mit welchen wirtschaftspolitischen Rezepten den neuen Umständen am besten begegnet werden sollte. Hier hat auch die Wissenschaft noch Nachholbedarf. Insbesondere ist zu klären, ob wir es in dieser Dekade mit einer vorübergehenden Abirrung von den früheren Regelmäßigkeiten zu tun haben, welche durch die Schockwellen einer epochalen Finanzkrise hervorgerufen wurden oder ob es sich um einen dauerhaften Strukturbruch handelt. Wir neigen eher der ersteren Ansicht zu.

*„Secular Stagnation“ und
„Savings Glut“ erklären ein Stück...*

... aber nicht alles

Einige Konzepte weisen in keynesianischer Manier der Fiskalpolitik die dominante Rolle der Makropolitik zu. Demnach sei die Geldpolitik zwar allmächtig, wenn es gilt, nach oben ausbrechende Inflationsraten einzudämmen. Dort jedoch, wo das gegenteilige Problem zu niedriger Inflationsraten besteht, täte sie sich schwer. Ihre Zinsinstrumente würden an der Schwelle zur Null stumpf. Noch niedrigere Zinsen wiesen keine Transmission mehr in die Wirtschaft auf, im Gegenteil: Zu negative Zinsen können gegenteilige Effekte haben. Der breitflächige Ankauf von Wertpapieren kann zwar Anreize zu Investitionen in der Realwirtschaft setzen, diese können aber auch ignoriert werden, insbesondere wenn parallel eine Finanzmarktregulierung aufgesetzt wird, die zumindest im Bankensektor dafür sorgt, dass selbst bei niedrigsten Zinsen die Kreditvergabe nicht angekurbelt wird. Bildlich gesprochen: „Mit einem Seil kann man nicht schieben.“

In dieser Situation sei die Geldpolitik in ihren Möglichkeiten zur Stimulierung der Wirtschaft eingeschränkt. Nur die Finanzpolitik könne helfen. Dort, wo der private Sektor nicht mehr genügend investiert, könne nur noch der

Staat einspringen. Und nur die damit einhergehende staatliche Verschuldung ermöglichte den viel zu zahlreichen Sparern überhaupt noch eine Anlage der Spargelder, nämlich in Staatsanleihen. Auf diese Weise stieg zwar die Staatsverschuldung in schwindelerregende Höhen, aber wenigstens würden die Erneuerung von Infrastruktur, der Ausbau der Bildung, der Fortgang von Forschung und Innovationen und damit das Wachstum nicht abreißen. Die Aufgabe der Geldpolitik in dieser Politikwelt sieht ganz anders aus als bisher: Nur mithilfe der Notenbanken ist der Staat in der Lage, eine solche Defizitpolitik über viele Jahre hinweg umzusetzen. Bereits jetzt haben Notenbanken schon regelmäßig Staatsanleihen gekauft und halten die Zinsen niedrig, so dass die Staatshaushalte durch die Zinszahlungen nicht zu hoch belastet wurden. Einige staatliche Schuldner reizten auf dieser Basis ihre Schuldentragfähigkeit bis in vorher ungekannte Extreme aus.

Doch inzwischen werden zunehmend auch direkte Wege der Kreditierung von Staatsschulden durch Notenbankfinanzierungen diskutiert, ob in Form unlimitierter Käufe von Staatsanleihen oder Helikoptergeld. Damit gäbe die Geldpolitik ihre Unabhängigkeit gänzlich auf. Bestenfalls könnte noch ein Regimewechsel-Schalter eingebaut werden, wonach die Zentralbank dann wieder das Ruder übernehmen könnte, wenn ihr oberstes Ziel der Preisstabilität durch einen Inflationsanstieg gefährdet wäre. Zu dieser Welt gehört auch, dass Notenbanken durch Zinsen unterhalb der Inflationsrate (negative Realzinsen) für eine kontinuierliche reale Entwertung der hohen Schuldenstände sorgen (Strategie der finanziellen Repression).

Unabhängigkeit in Gefahr

Aus unserer Sicht ist diese schöne neue Zentralbankwelt schon heute ein gefährliches Abenteuer. Ein solches System sendet durch die scheinbare Aufhebung der Budgetrestriktionen permanente Fehlanreize aus, die in ineffizienter Verwendung öffentlicher Mittel resultieren: Ein ausufernder Gebrauch des Staatskredits kann die Produktionsmöglichkeiten der Volkswirtschaften schnell überfordern. Die Möglichkeit eines Regimewechsels bei zu hohen Inflationsraten ist nicht glaubwürdig, da die finanzielle Stabilität sofort verloren ginge. Wer stellt darüber hinaus sicher, dass die dem Staat kreditierten Mittel tatsächlich in investive Verwendungen gelangen und nicht zur Finanzierung von konsumtiven Wahlgeschenken verwendet werden? Und schließlich bestünden langfristig erhebliche Gefahren für das Finanzsystem: Zwar wäre der Staatsbankrott in einem solchen Regime für viele Jahre effektiv verhindert, dies jedoch nur so lange wie das Vertrauen in die Notenbank erhalten bliebe. Eine periodische „Streichung von Staatsanleihen“ aus der Zentralbankbilanz würde nicht verhindern, dass die Geldmenge immer weiter ansteigen würde. Dies würde irgendwann die Inflation ans Laufen bringen sowie das Vertrauen in die Währung kippen.

Eine Falle droht

Erhöhung des Inflationsziels?

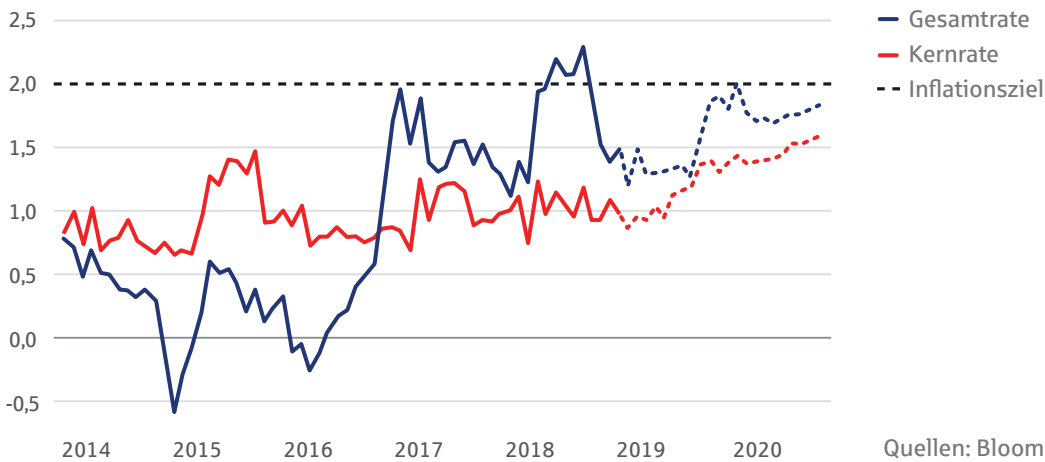
Neben solchen Vorschlägen eines radikalen Bedeutungswandels der Geldpolitik gibt es auch Anregungen innerhalb der bestehenden Paradigmata. Zwar steht an erster Stelle der Stabilität einer Währung die Inflationsrate. Nach überwiegender wissenschaftlicher Auffassung ist eine Inflationsrate von 2 Prozent pro Jahr am ehesten mit dem Begriff der Preisstabilität gleichzusetzen. Mit Qualitätssteigerungen bei den Gütern, Messfehlern und einem Atmen lassen relativer Preise ohne zu häufig, nominale Senkungen vornehmen zu müssen, ist dieses Niveau gut begründet. Deshalb haben fast alle Notenbanken diesen Wert in ihre Zieldefinition übernommen. Einige Ökonomen schlagen jedoch vor, diesen Wert auf vier Prozent zu erhöhen. Sie argumentieren, dass zwei Prozent zu nahe an der Null-Linie liegt und bei einer Abweichung nach unten der Zinssenkungsspielraum zu schnell ausgeschöpft ist. Wir halten eine solche Veränderung des Inflationszieles nicht für sinnvoll. Erstens beurteilen wir höhere Inflationsraten als wachstumshinderlich, denn die Wirtschaftsakteure können durch die damit einhergehenden höheren unerwarteten Schwankungen ihre Investitionsvorhaben nicht mehr vernünftig planen. Zweitens halten wir eine Zielerhöhung angesichts der gegenwärtig hartnäckig niedrigen Inflationsraten für unrealistisch. Ausgerechnet dann das Ziel anzupassen, wenn man es eine Weile verfehlt hat, zerstört zudem Reputation der Notenbank und wichtiges Vertrauen.

Anders sind die Vorschläge zu beurteilen, die die Zielsetzung der Notenbank zeitlich strecken, beispielsweise entweder durch eine längere Zielerreichungsperiode oder generell einen längeren Kommunikationshorizont. Diese sind grundsätzlich geeignet, mit den gegenwärtigen Problemen eines vorübergehenden Unterschießens des Inflationsziels umzugehen. Wir würden allerdings nicht zu Konzepten wie etwa der Preisniveausteuerung greifen, nach der ein Unterschießen von Inflationszielen durch ein späteres Überschießen ausgeglichen werden soll. Hierdurch kämen unnötige Schwankungen in die Inflations- und Markterwartungen der Wirtschaftsteilnehmer. Vorläufig wäre es ausreichend, im Rahmen der Kommunikationsstrategie der „forward guidance“ auf einen etwas längeren Zielerreichungshorizont zu verweisen.

„Hindurchschauen“ zweckmäßiger

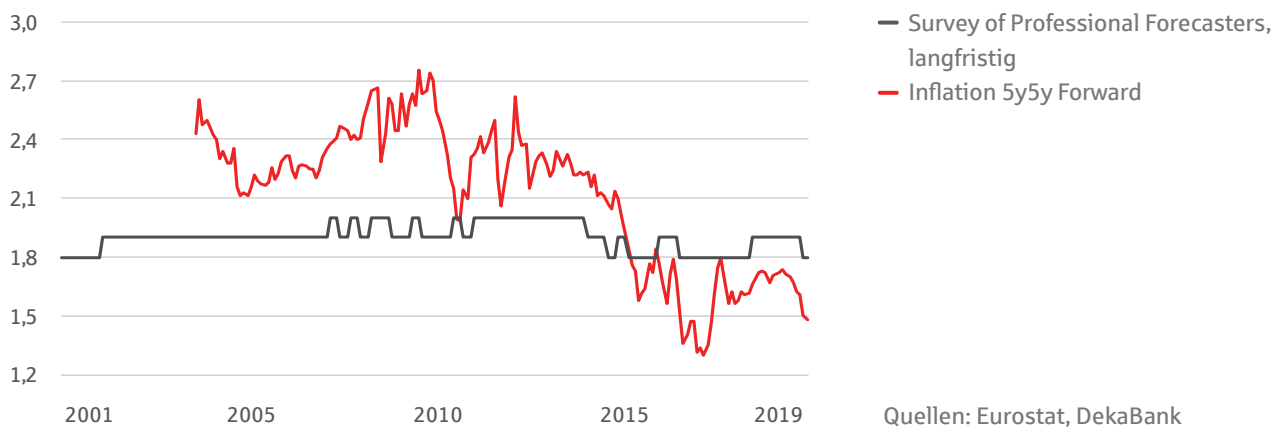
Gegenwärtig liegen die Inflationsraten im Euroraum unterhalb des Inflationsziels. Bei der Bewertung sollte man auch immer die so genannte Kern-Inflationsrate in Betracht ziehen, welche stark schwankende Bestandteile wie den Rohölpreis ausblendet. Die Kernrate liegt im Euroraum zurzeit bei etwa einem Prozent. In der Zeit nach Ausbruch der Finanzkrise war der Inflationstrend deutlich nach unten gerichtet, hat sich aber vor dem Hintergrund der expansiven Geldpolitik und der wirtschaftlichen Erholung stabilisiert. Für die aktuelle Situation muss man dennoch konstatieren, dass die Inflation gemessen an der offiziellen Gesamtrate ein Stück – und mit Blick auf die Kernrate noch deutlicher – unter der Inflationsnorm der EZB liegt.

Euroland – Inflationsrate und Kerninflationsrate



Wesentlich sind hierbei neben den aktuellen Inflationsraten auch die langfristigen Erwartungen der Wirtschaftsteilnehmer. Solange diese Inflationserwartungen beim Inflationsziel verankert sind, ist eine temporäre Zielverfehlung bei den aktuellen Inflationsraten tolerabel. Nach gängigen Indikatoren sind die langfristigen Inflationserwartungen bei gut 1,5 Prozent stabil. Ein Verlust an Glaubwürdigkeit der Inflationsnorm der EZB kann nicht beklagt werden.

Inflationserwartungen im Euroraum



Wir sind wie die EZB der Auffassung, dass eine Entankerung der Inflationserwartungen – nach unten wie nach oben – unbedingt vermieden werden sollte. Ebenso wie die EZB sehen wir auf absehbare Zeit das Risiko einer solchen Entankerung eher nach unten als nach oben auftreten. Von daher erachten wir auf absehbare Zukunft eine expansive Geldpolitik für angebracht. Wir sind jedoch nicht der Auffassung, dass die Inflation dauerhaft „tot“ ist. Vielmehr deuten die Dynamiken von Auslastung und Löhnen darauf hin, dass weiterhin mit einer Grundinflation in der angestrebten Größenordnung zu rechnen ist.

Aufgabe des Bargeldes?

Ebenfalls nur eine Scheinalternative für eine „wirksamere Geldpolitik“ stellt aus unserer Sicht die von einigen Ökonomen vorgeschlagene Abschaffung oder Besteuerung des Bargeldes dar. Ziel dieser Initiative ist es, durch die Eliminierung von Alternativen zum Buchgeld der Notenbank deutlich größere Möglichkeiten bei der Setzung negativer Zinsen zu geben, um somit eine Transmission der geldpolitischen Impulse selbst bei negativen Inflationsraten zu bieten. Aus technokratischer Sicht mögen dies interessante Gedankenspiele sein. Wir halten sie für politisch nicht umsetzbar und gesellschaftlich nicht wünschenswert. Wer das Vertrauen in das Währungssystem und darüber hinaus in die gesamte Politik untergraben will, der fange mit solchen Maßnahmen an.

Konventionelle Alternativen

Wir setzen auf die konventionelle Geldpolitik und die Stabilität des Finanzsystems. Wir wollen die Wachstumsaufgabe der Wirtschaftspolitik überlassen. Wer die ökonomische Dynamik steigern möchte, sollte eher auf folgenden Feldern aktiv werden:

- Wachstumsfreundliche Strukturreformen (etwa Reformen in den Steuersystemen, Investitionen in Bildung und Infrastruktur)
- Arbeitsmarktreformen
- Rückführung von Überschuldungen und Stärkung des Bankensystems (Abbau von faulen Krediten, Reform des Insolvenzrechts)
- Stärkung des Vertrauens in die Europäische Finanzarchitektur

Bei aller Sehnsucht nach geldpolitischer „Normalisierung“ werden wohl auch in den zwanziger Jahren im historischen Vergleich niedrige Zinsen vorherrschen. Selbst Notenbanken können nicht ein beliebig gewähltes Zinsniveau verordnen, sondern müssen sich mit ihrer Geldpolitik an die makroökonomischen Dynamiken der Weltwirtschaft anpassen. In einer in vielen Industrieländern demografisch schrumpfenden Welt ist das Angebot an Spargeldern zur Altersvorsorge groß und die Nachfrage nach Spargeldern zu Investitionszwecken klein. Das drückt den Zins. Wo der neue neutrale Zinssatz liegt, kann nur durch theoretische Überlegungen und am Ende in einem Prozess von Versuch und Irrtum ermittelt werden. Wir plädieren jedoch dafür, dass die Geldpolitik die damit verbundenen Einschränkungen ihrer Wirksamkeit anerkennt und nicht versucht, durch immer unkonventionellere Maßnahmen „alte Zustände“, sei es bei Wachstum, Kreditdynamik, Vermögenspreisen etc. wieder herzustellen.

Wo liegt der „neutrale“ Zins heute?

Konkret raten wir dazu, weiterhin nach geeigneten Gelegenheiten zum Exit aus den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der Vergangenheit zu suchen. Wir sind nicht der Auffassung, dass ein solcher Exit „auf Biegen und Brechen“ jetzt und sofort umzusetzen ist. Die gegenwärtige Inflationsnorm der EZB von knapp zwei Prozent sollte glaubwürdig bleiben. Damit verschiebt die gegenwärtige konjunkturelle Verlangsamung auch die Perspektiven des geldpolitischen Exits für die EZB zeitlich nach hinten, und die Fed könnte den begonnenen Ausstieg frühzeitiger beenden müssen. Wir erwarten jedoch mittelfristig eine Fortsetzung des Wachstumskurses der Weltwirtschaft und der europäischen Volkswirtschaften. Dies sollte es der EZB ermöglichen, in der ersten Hälfte der zwanziger Jahre eine leichte Erhöhung des Geldmarktzinses durchzusetzen sowie die eigenen Anleihebestände und den Bestand an Bankreserven zurückzuführen. Auch hier gilt, dass sich die Notenbanken an ein neues Normalmaß ihrer Bilanzgröße herantasten müssen.

Vorsichtiges „try and error“

Es ist richtig, dass in den kommenden Jahren die Geldpolitik wahrscheinlich in expansiver Richtung nicht so effektiv wirksam sein kann wie in den vergangenen Jahren. Insofern käme bei einem etwa durch einen externen Schock verursachten konjunkturellen Rückgang der Fiskalpolitik im Euroraum – unter Einhaltung der staatlichen Bonität – eine größere Bedeutung zu. Finanzielle Reserven dafür sind vorhanden, zumindest in Deutschland.

Anderorts müssten solche Spielräume erarbeitet werden. Dazu sollte in wirtschaftlich guten Zeiten wie in den gegenwärtigen auch in der Finanzpolitik alles daran gesetzt werden, diese Reserven zu schonen oder weiter aufzubauen. Wir sehen hierin nicht eine unangemessene „Austeritäts-Philosophie“. Wir sehen die Verlockungen falsch verstandener keynesianischer Rezepte in diesen Zeiten von großen Wachstumsherausforderungen. Wir beurteilen jedoch die langfristigen Schäden einer solchen Politik als zu groß.

Wir meinen sogar, die Geldpolitik sollte die Entwicklung der Verschuldung der staatlichen und privaten Akteure wieder stärker in den Blick nehmen. Zwar ist sie überfordert, sektorspezifische Fehlentwicklungen anzugehen, hier ist eher die makroprudenzielle Regulierung gefordert. Eine systematische Beachtung der Kreditvergabe in der Geldpolitik erscheint uns allerdings grundsätzlich weiterhin sinnvoll. Insgesamt ist die gegenwärtige Geldpolitik auch mit Blick auf die Kreditentwicklung angemessen.

Schulden spielen eine Rolle

Zwar ist die Gesamtverschuldung von Staaten, Haushalten und Unternehmen im Euroraum zu hoch, dies resultiert jedoch aus Fehlern der Vergangenheit. Die gegenwärtige Entwicklung von Kreditaggregaten und Geldmengen ist unauffällig, wobei hier mehr und mehr Kapitalmarktfinanzierungen in den Blick zu nehmen sind.

Europäische Verpflichtungen?

Im Vergleich zu anderen Notenbanken hat die EZB noch die Bürde einer unvollkommenen Währungsarchitektur zu tragen. Der Euro ist eine Währung ohne Fiskalunion seiner Mitglieder, und dies wird noch lange Zeit so bleiben. Die EZB hat in den Krisenzeiten 2011/12 weitgehende Ankündigungen getroffen, solvente Mitgliedstaaten gegen die Bedingung wirtschaftlicher Anpassungsprogramme in künftigen Krisenzeiten finanziell gegen Marktturbulenzen abzusichern. Dieser finanzielle Backstop ist zwar den Statuten der EZB gemäß mit der geldpolitischen Zielsetzung der EZB begründet (Erhaltung der Voraussetzungen für die Transmission ihrer monetären Impulse), hat aber faktisch mit Geldpolitik wenig zu tun. Es ist Sache der Finanzpolitik dafür zu sorgen, dass die Verschuldung von Mitgliedstaaten und Bankensystem nicht zu Einschränkungen der Geldpolitik führt. Gegenwärtig besteht für die EZB keine dringende Notwendigkeit einer restriktiven Geldpolitik. Sollte dies jedoch in den kommenden Jahren wieder einmal der Fall sein, wäre die Stabilität der Staatsfinanzen im Euroraum in ihrer jetzigen Konstitution nicht gegeben. Die Einhaltung der finanzpolitischen Stabilitätskriterien ist daher die Voraussetzung für den Fortbestand der Währungsunion.

Disclaimer

Das vorliegende Positionspapier der Chefvolkswirte entspricht nicht notwendigerweise der Haltung der DekaBank oder der Haltung der jeweiligen Landesbanken und Sparkassen.

Impressum

Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband
Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte
und Wirtschaftspolitik
Charlottenstraße 47
10117 Berlin
Telefon: 030 20225-5303
DSGV-Volkswirtschaft@DSGV.de
www.DSGV.de

Redaktionsschluss dieser Ausgabe

25. März 2019

Gestaltung

Franz Metz, Berlin

Bildnachweis

Seite 1: Pixabay/Airvideopl

Verantwortlich

Pia Jankowski – DSGV
Direktorin
Leitung Volkswirtschaft, Finanzmärkte
und Wirtschaftspolitik
Pia.Jankowski@DSGV.DE

Dr. Reinhold Rickes – DSGV
Abteilungsleiter
Leitung Volkswirtschaft
Reinhold.Rickes@DSGV.DE

Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter
<https://www.dsgv.de/positionen.html#standpunkte>

ISSN

2509-3851