

Geldpolitik im Angesicht des Virus

Die Geldpolitik hat die Fiskalpolitik bislang bei der Überwindung der Corona-Krise wirkungsvoll unterstützt. Die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe betonen aber: Perspektivisch müssen Geld- und Fiskalpolitik wieder stärker in ihrer Arbeitsteilung zur Stabilisierung der Volkswirtschaften wirken.

13. Mai 2020

Autoren:

Dr. Reinhold Rickes
Reinhold.Rickes@dsgv.de

Dr. Sonja Scheffler
Sonja.Scheffler@dsgv.de

Dr. Holger Schulz
Holger.Schulz@dsgv.de

- ➔ **Aktuell agiert die Geldpolitik vor allem zur Sicherung der Liquidität. In allen großen Währungsräumen hat sie ihren Expansionsgrad nochmals verstärkt. Die EZB bietet neue Tender mit sehr attraktiven Konditionen an.**
- ➔ **Die Geldmengenentwicklung beschleunigt sich derzeit exorbitant. Die starke Kreditvergabe, auch bedingt durch Stützungsmaßnahmen der Regierungen für Unternehmen, treibt die Dynamik. Die Zinsen bleiben dauerhaft niedrig.**
- ➔ **Kurzfristig, in den anstehenden Jahren 2020 und 2021, bleibt der Preisauftrieb krisenbedingt niedrig. Doch mittelfristig sind andere Entwicklungen, auch mit wieder höheren Inflationsraten, denkbar.**
- ➔ **Langfristig stellt sich die Systemfrage: Folgt die Kapitalzuteilung in den westlichen Industrieländern wieder nachhaltiger Tragfähigkeit oder führt der hohe Verschuldungsgrad dauerhaft zu einer Abhängigkeit vom Nullzins?**
- ➔ **Eine stärkere Entflechtung der Geld- und Fiskalpolitiken ist nötig, will man einen dauerhaften Systemwechsel verhindern.**

Aktuelle Liquiditätssicherung richtig und wichtig

- Die Notenbanken der großen Währungsräume haben in der Corona-Krise frühzeitig ihre zuvor ohnehin schon sehr expansiven geldpolitischen Maßnahmen nochmals deutlich ausgeweitet. Die Federal Reserve hat den Spielraum, der im US-Dollar beim Zins noch bestand, genutzt und ihre Leitzinsen auf praktisch Null heruntergeschleust. Die EZB hat ihr Ankaufprogramm wieder angefahren und weiter aufgestockt sowie ein neues flexibles Programm im Umfang von bis zu 750 Mrd. Euro dazu geschaltet (Pandemic Emergency Purchase Programme PEPP). Sicherheitenanforderungen wurden gelockert und ein Grandfathering bei der Akzeptanz von Sicherheiten für den Fall von Ratingverschlechterungen wurde eingeführt.

- Ende April hat die EZB noch einmal nachgelegt und weitere Tenderoperationen (Pandemic emergency longer-term refinancing operations PELTRO) angekündigt bzw. die Konditionen bei der bereits angelaufenen dritten Serie von Langfristtendern (Targeted longer-term refinancing operations TLTRO III) deutlich nachgebessert. Diese Tender zielen auf die Kreditversorgung der Realwirtschaft. Deshalb sind die Konditionen an die Entwicklung der Kreditportfolios der Kreditinstitute gekoppelt. Bei wachsenden Kreditbüchern können die von der EZB bei den Tendern veranschlagten Zinssätze bis hinunter zu -1,0 Prozent betragen. Wir verstehen dies auch als Anerkennung der wichtigen Rolle der Kreditwirtschaft für die Leistungen, die die Kreditinstitute in diesen Tagen bei der Aufrechterhaltung des Zahlungsverkehrs, der Kreditversorgung und der Weiterleitung der Überbrückungsgelder an die Wirtschaft erbringen.

- Dass die EZB diesen Weg über die Tender gewählt hat und nicht etwa eine generelle Zinssenkung ihrer Leitmarken vorgenommen hat, begrüßen wir sehr. Weitere Zinssenkungen, tief in den negativen Bereich, hätten die Belastungen für die Transmission von Krediten an die Realwirtschaft nur verstärkt. Zudem hätte dies auch für die Finanzpolitiken den falschen Eindruck erweckt, die Notenbanken würden die Krisenbekämpfung im Alleingang übernehmen. Jetzt sind und bleiben vor allem die Finanzpolitiken gefordert; und sie tun dies in dieser Krise auch entschlossen und in beachtlichem Umfang. Zwar sind aktuell auf europäischer Ebene die Diskussionen zu einem Wiederaufbaufonds erst einmal vertagt. Allerdings könnte mit dem Vorschlag von Stablisierungsbonds (Newsletter vom 15. April 2020) ein solidarischer und zugleich Verantwortung und Kontrolle im Gleichgewicht haltender Weg gefunden werden.

- Weitere Zinssenkungen tief in den negativen Bereich hinein bergen enorme Gefahren für die Finanzmarktstabilität. Nicht ohne Grund – vielleicht auch vor dem Hintergrund der durchwachsenen europäischen Erfahrungen mit dem Negativzins – hat die Federal Reserve an der Nulllinie haltgemacht und zeigt bisher keine Tendenzen, selbst in den Negativbereich vorstoßen zu wollen.

- Mit der Einführung von Staffelzinsen sind im Euroraum die Nebenwirkungen des Negativzinses seit November 2019 ein Stück gemildert. Wenn die Überschussliquidität im Euroraum nun durch die ausgeweiteten Ankaufprogramme und durch die Tender weiter wächst, wird im weiteren Jahresverlauf darüber nachzudenken sein, ob die Freibeträge für die gestaffelten Zinsen erhöht werden müssten. Dieser sog. Tiering-Multiplikator vermindert Belastungen und erleichtert damit auch die Liquiditätssteuerung von Banken und Sparkassen mit Blick auf den erhöhten Kreditbedarf der Realwirtschaft. Der Multiplikator mit dem Faktor „sechs“ war für die Startphase des Tiering gut und angemessen gewählt. Einlagenstarke Institute, denen weitere Überschussliquidität zufließt, sollten jedoch auch weiterhin angemessen entlastet werden. Dies gilt zumal nach der Situation des Shut Down, in der viele Girokonten weiter voll gelaufen sind, weil die Verbraucher derzeit schlicht nicht zum Konsumieren gekommen sind. Diejenigen Kreditinstitute, die die Konten dieser Haushalte führen, sollten nicht mit dem Negativzins belegt werden.

Geldschöpfung kommt in der Breite in Gang

- Vor allem aber das Kreditgeschäft treibt das Geldmengenwachstum. In Deutschland erleben wir einen regelrechten Boom bei der Durchleitung der Überbrückungs- und Unterstützungsgelder. In anderen Ländern des Euroraums ist dies mit anderen Instrumenten ähnlich. Dadurch wird das Wachstum der breiteren Geldmengenaggregate erheblich stimuliert. Im März ist die Geldmenge M3 im gesamten Währungsgebiet bereits mit einer Jahresrate von 7,5 Prozent gewachsen. In den letzten Jahren war die Entwicklung bei M3 auch schon nicht wirklich schwach, sondern mit meist gut fünf Prozent pro Jahr recht beachtlich, aber eben nicht so dynamisch wie zuletzt. Das engere Aggregat M1 wuchs bereits geraume Zeit überproportional, aber nun nochmals verstärkt im März sogar mit einer Rate von 10,3 Prozent.

- Die Zahlen für den April liegen noch nicht vor. Aber in jenem Monat, in dem der Shut Down erst durchgängig wirksam war und in dem die Kreditdynamik bei den Unterstützungskrediten erst richtig zum Tragen kam, dürfte sich das Geldmengenwachstum weiter beschleunigt haben.

→ Man könnte sagen: In der Corona-Krise passiert bei der monetären Expansion jetzt das, was die EZB seit zehn Jahren versucht, nämlich dass nicht nur die Notenbankbilanzen ausgeweitet werden und das Zentralbankgeld zunimmt, sondern dass die Geldversorgung auch in der Breite expandiert als Geld in den Händen von Nichtbanken. Dazu trägt der Wandel des Zeitgeistes bei der Regulierung bei: Immer engere Vorgaben, immer mehr einzuhaltende Kennzahlen und höhere Eigenkapitalanforderungen hatten in der letzten Dekade den Banken ein so enges Korsett angelegt, dass die alten aus Vor-Finanzkrisen-Zeiten bekannten rechnerischen Geldschöpfungspotenziale nicht genutzt werden konnten. Dieser Trend hat sich jetzt gedreht. Die multiple Geldschöpfung springt jetzt durch die angemessenen Anpassungen der Regulierungen wieder an. Viele, die Zyklizität des Konjunkturverlaufs verstärkende Regulierungen, Buchhaltungsvorschriften und Bewertungen von Risiken, werden jetzt ausgesetzt, und das wirkt. Nach der Corona-Krise sollte auch daher eine Prüfung folgen, wie dauerhaft die Transmission der Geldpolitik verbessert werden kann.

Langfristig stellt sich die Systemfrage

→ Aktuell werden die Maßnahmen aller Akteure, der Geldpolitik, der Finanzpolitik, von Aufsicht und Regulierung, aber auch die Handlungen des Finanzsektors selbst sehr pragmatisch im Krisenmodus beurteilt. Dies ist in der akuten Situation auch richtig. Vorrang hat die Eindämmung der Epidemie und des realwirtschaftlichen Einbruchs. Und dennoch bleibt klar, dass das Überbrücken mit Geld und weitgehend prinzipienloser Flexibilität die nachhaltige Tragfähigkeit der Strukturen schwächen kann. Als Ergebnis der Krise bleibt die große Aufgabe: Notenbankbilanzen und Schuldenstände müssen wieder auf Normalniveaus zurückgeführt werden!

→ Eine denkbare mittelfristige Konsequenz ist, dass dabei inflationäre Prozesse entstehen. Nach mehreren Dekaden niedriger Preissteigerungsraten erscheint dieser Gedanke heute fremd und fern. In der Tat ist dies kein Thema für die unmittelbar anstehenden Jahre. In der scharfen Rezession, angesichts der zahlreichen Nachfrageschocks und dem stark eingebrochenen Ölpreis, bei steigender Arbeitslosigkeit und geringerem Lohndruck ist der Preisauftrieb zunächst weiter stark gedämpft. Dies dominiert die derzeitigen Prognosen. Wir haben im Anhang zu diesem Newsletter einige Preis- und Zinsprognosen aus dem Kreis der diese Publikation mittragenden Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe zusammengestellt - und unsere Position in der jüngsten ECB-Forecaster-Runde verdeutlicht.

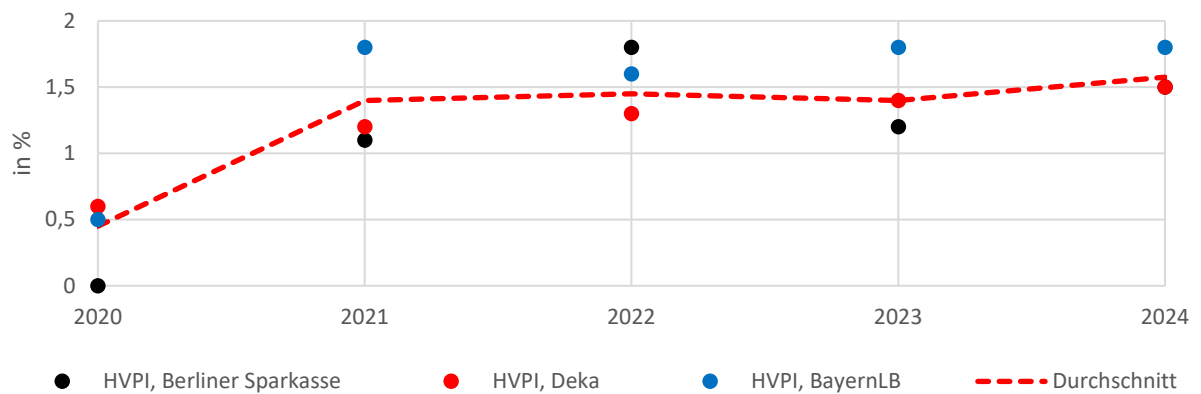
- Langfristig ist ein höherer Preisdruck möglich, vielleicht sogar strukturell als wahrscheinlich angelegt. Die jetzt auch in den breiten Nichtbanken-Aggregaten anspringende monetäre Expansion und mögliche bleibende, produktivitätsdämpfende Narben aus der aktuellen Krise, wie z. B. ein voraussichtlich etwas gedrückt bleibender Globalisierungsgrad, könnten das Gütermarktangebot verringern bzw. strukturell verteuern.
- Den Thesen der „Modernen Monetären Theorie (MMT)“, die einer praktisch unbegrenzten Schuldentragfähigkeit von Staaten mit Unterstützung der Zentralbank das Wort reden, begegnen die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe mit äußerster Vorsicht. Aus den Erfahrungen der letzten Jahre – mit Nullzinsen und in der aktuellen Krise – mögen Spielräume groß erscheinen. Doch am Ende drohen sie ähnlich wie „Schneeballsysteme“ zusammenzuberechnen. Werden Geldschöpfungen überzogen, drohen grundlegende Abwärtsspiralen und Gefahren für unsere Geldordnungen. Daher müssen mit der neuen geldpolitischen Strategie und dem Agieren auf den Finanzmärkten stets auch vertrauensbildende Erwartungen geprägt werden.
- Ein Ergebnis der Corona-Krise ist, dass die jetzt in der Krise explodierenden Schuldenstände auch bei den Staaten früher oder später als harte Lasten aufschlagen und abgetragen werden müssen. Dies kann dann entweder über eine klassische Konsolidierungspolitik oder eben mit dem entlastenden Rückenwind einer höheren Inflation geschehen. Überreizt man dabei allerdings die nominale Entlastung, drohen Währungskrisen, die gleichzeitig mehrere Währungen erfassen könnten.
- Das Finanzsystem steht am Scheideweg zwischen der vielleicht altbacken und beschränkend wirkenden, aber einzig seriösen Struktur, die Kapital nach nachhaltiger Tragfähigkeit zuteilt oder der Alternative eines vom Nullzins abhängigen vermeintlichen Perpetuum mobile.
- In der Gratwanderung der letzten Jahre und jetzt noch einmal unweigerlich in der akuten Krise hängt die Schuldendienstfähigkeit insbesondere bei vielen Staaten, aber zunehmend auch in den Unternehmenssektoren mancher Staaten in hohem Grade an der Voraussetzung dauerhafter extremer Niedrigzinsen und direkter Interventionen der Notenbanken. Die in den Jahrzehnten davor eingeübte institutionelle Unabhängigkeit der Notenbanken droht zunehmend, Geschichte zu werden. Geld- und Finanzpolitik wären zwangsverheiratet.

- ➔ In dieses Spannungsfeld ist auch das jüngste Urteil des Bundesverfassungsgerichts einzuordnen. Das Gericht fordert von der EZB eine stärkere Erklärung der Einhaltung von Grenzen ihres Mandates und ihres faktischen Handelns am Rande der Staatsfinanzierung. Staatsanleihekäufe werden nicht grundsätzlich verboten. Sie müssen aber künftig besser erklärt werden. Hier mehr Achtsamkeit und Transparenz zu fordern, ist sicher begrüßenswert. Allerdings ist eine Überprüfung des Notenbankhandelns durch Bundestag und Bundesregierung aus dem Prinzip der Autonomie der Institutionen EZB und Bundesbank nicht ganz unproblematisch. Aus Sicht des Eurosystems können solche Gelegenheiten aber auch genutzt werden, demokratisch legitimierten Verfassungsorganen das Handeln und Vorgehen zu verdeutlichen.

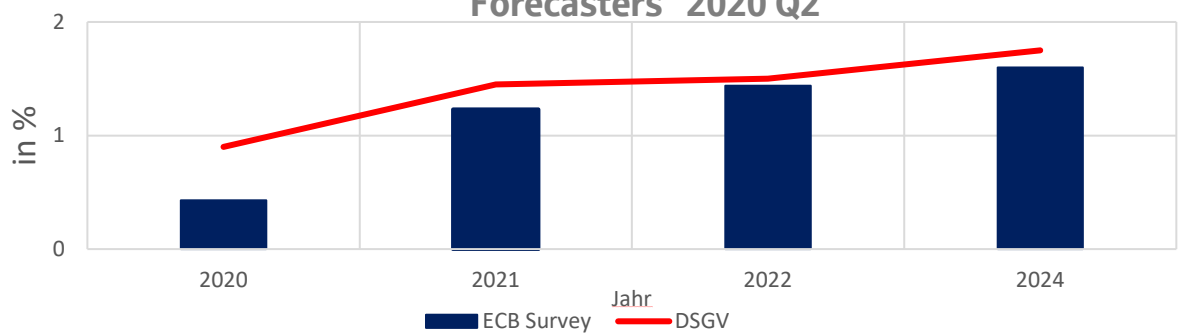
- ➔ Aber ganz unabhängig von den rechtlichen Rahmenbedingungen stellt sich die Frage, wie man die Vermengung von Geld- und Finanzpolitik wieder stärker entflechten kann. Welche Weichenstellungen in den nächsten Jahren in einer europäisch koordinierten Finanzpolitik vorgenommen werden sollten, das sind große Fragen, die den Rahmen dieses aktuellen „Newsletter“-Formates sprengen. Die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe planen, in diesem Frühsommer einen gesonderten Standpunkt zur Economic Governance und zur coronabedingten deutlich erhöhten Staatsverschuldung sowie auch zu den Bedingungen für Staatsanleihekäufe gerade mit Blick auf das Urteil des Deutschen Bundesverfassungsgerichts zu veröffentlichen.

Anhang: Prognosen ausgewählter Institute der S-Finanzgruppe

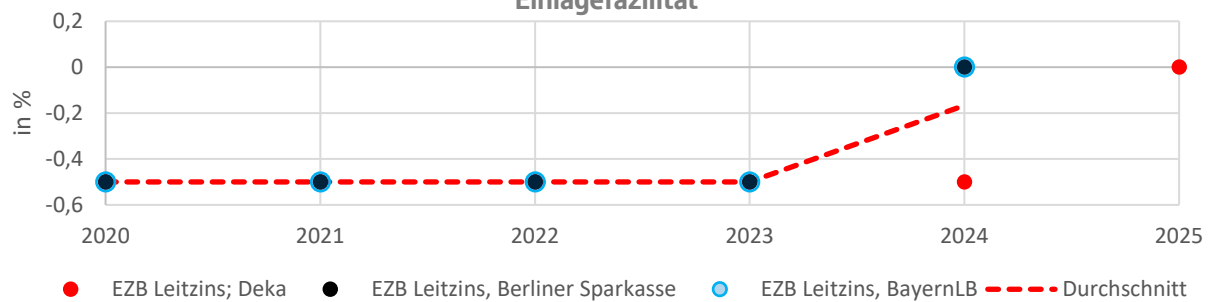
Inflation Euroraum, Projektion der Jahresdurchschnitte



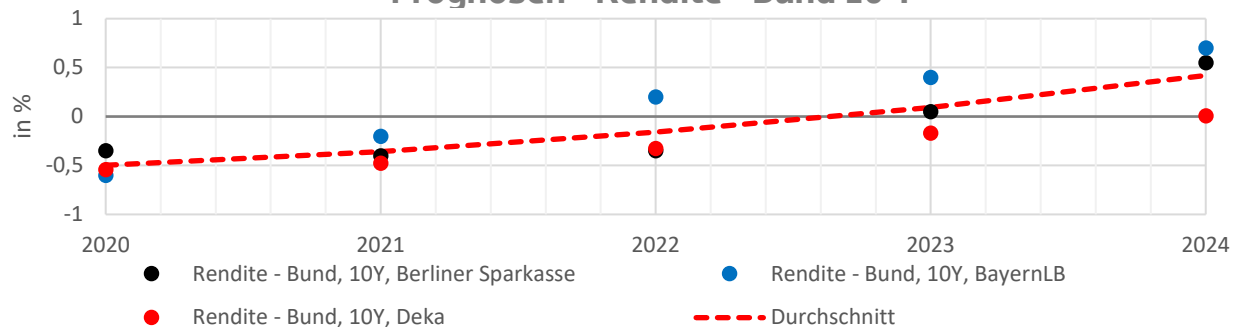
Inflationserwartungen des „ECB Survey of Professional Forecasters“ 2020 Q2



Prognosen EZB Leitziens, Einlagefazilität



Prognosen - Rendite - Bund 10 Y



Disclaimer

Die vorliegenden Positionen der Chefvolkswirte entsprechen nicht notwendigerweise der Haltung der DekaBank oder der Haltung der jeweiligen Landesbanken und Sparkassen. Dieses Papier wurde mit Hilfe folgender acht Institute erstellt:

LBBW

Berliner Sparkasse

Haspa

DekaBank

NORD/LB

BayernLB

Helaba

Kreissparkasse Köln

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

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

Redaktionsschluss dieser Ausgabe

12. Mai 2020

Gestaltung

Franz Metz, Berlin

Hinweis

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