

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Wieder einmal kritisieren Volkswirte¹, die Notenbankpolitik Sorge aktuell für Instabilität auf den Finanzmärkten und die Gefahr einer erneuten Krise sei deshalb besonders groß. Seit Jahren pumpen die Notenbanken billiges Geld in die Real- und Finanzwirtschaft, verursachen einen gigantischen Schuldenaufbau und fördern ein exzessives Kreditwachstum. All dies führe zu keinem nachhaltigen Wachstum, sondern verursache nur die nächste Krise. Die Notenbanken schaffen mit ihrer Zinspolitik und ihren Aufkaufprogrammen die Rahmenbedingungen für immer höhere Schuldenquoten.

Was sollten die Notenbanken nach Meinung der Kritiker tun? Höhere Zinsen verbessern die Schuldentragfähigkeit des Privat- und Staatssektors jedenfalls nicht und belasten zudem das Wirtschaftswachstum. Sparanreize und höhere Belastungen für Hochverschuldete sind ebenfalls alles andere als nachhaltig und stabilisierend; Voraussetzung für den Abbau von Schuldenquoten sind hingegen niedrige Zinsen und hohes nominales Wirtschaftswachstum. Beides ist aktuell gegeben. Das reale Welt-BIP ist seit der Finanzkrise um fast 25 % gestiegen, und viele Volkswirtschaften befinden sich aktuell in einer der historisch längsten Wachstumsphasen. Empirische Analysen zeigen, dass in erster Linie ein schwaches Wirtschaftswachstum zu einer Verschärfung der Schuldenlage von Staaten führt. Nimmt die Wachstumsdynamik hingegen zu, reduzieren sich die Schuldenquoten (siehe [IKB-BarometerSpezial, Oktober 2016](#)). Es gibt deshalb keine Alternative zur aktuellen Geldpolitik, um deutliche Korrekturen und wirtschaftliche Krisen zu verhindern. Denn die Notenbank ermöglicht durch ihre Niedrigzinspolitik eine nachhaltige Schuldentragfähigkeit der Staaten und erhöht somit perspektivisch den Handlungsspielraum der Fiskalpolitik. Mit dem positiven Konjunktur- und Zinsumfeld schafft sie einen Rahmen für stärkere Investitionsaktivitäten und sinkende Staatsschuldenquoten. Die auf die Finanzkrise folgende Staatsschuldenkrise resultierte unter anderem aus einer zunächst zurückhaltenden Reaktion der EZB.

Was waren wiederum die Ursachen der Finanzkrise von 2008? Haben die Notenbanken mit ihrer Geldpolitik für eine Geldschwemme, Blasen, Fehlallokationen und somit für den Aufbau von notleidenden Krediten in den Bankbüchern gesorgt? Dies ist sicherlich nicht völlig abzustreiten, doch hat die Deregulierung der Banken und Finanzmärkte in den 1990er-Jahren ebenfalls eine bedeutende Rolle gespielt. Selbst wenn eine geldpolitische Ausrichtung zu einer Krise führt, heißt das nicht, dass die Fortführung dieser Politik nach Eintritt der Krise falsch sein muss.

Die Frage ist eher, wann sich eine Notenbank von ihrer Krisenpolitik verabschieden und wieder zum „normalen Modus“ zurückkehren sollte. Zunächst ist es sinnvoll, diesen Modus angesichts neuer Herausforderungen für die Notenbanken zu definieren. Immer wieder wird kritisiert, dass Notenbanken seit der Krise mit ihrem Aktionismus den Rahmen ihres Mandates weit überspannen – auch weil Deflationsrisiken schon lange kein Thema mehr sind. Dabei ist zu beachten, dass Notenbanken primär dafür geschaffen wurden, um in Krisenzeiten Liquidität bereitzustellen. So war 1907 die Bankenkrise in den USA der entscheidende Grund für die Errichtung der Fed im Jahr 1913. Auch die Bank of England – die älteste Notenbank der Welt – wurde aufgrund eines Liquiditätsbedarfs geschaffen. Bereits damals gab es die Regel, dass das Parlament über die Geldmengenausweitung (vor allem für Kredite an die britische Krone) bestimmt. Die Unabhängigkeit der Währungshüter und das Erreichen von Preisstabilität standen nicht im Vordergrund. Das reine Inflationsmandat und das explizite Inflationsziel sind eher das Ergebnis der jüngeren Entwicklung und resultieren vor allem aus der Zeit hoher Inflationsraten während der 1970er- und 1980er-Jahre. So sind die Aufgaben der Notenbanken immer im Kontext der sozialen und volkswirtschaftlichen Herausforderungen zu sehen und nicht von Mandaten, die oftmals nicht mehr zeitgemäß sind. Auch unterscheidet sich die aktuelle Politik grundsätzlich nicht vom früheren Verhalten der Notenbanken, in Krisenzeiten immer für eine ausreichende Liquidität zu sorgen. Vor allem die große Depression Ende der 1920er-Jahre hat sehr deutlich gezeigt, was eine restriktive Geldpolitik mit der Folge einer reduzierten Geldmenge während und nach einer Krise für die Realwirtschaft bedeuten kann.

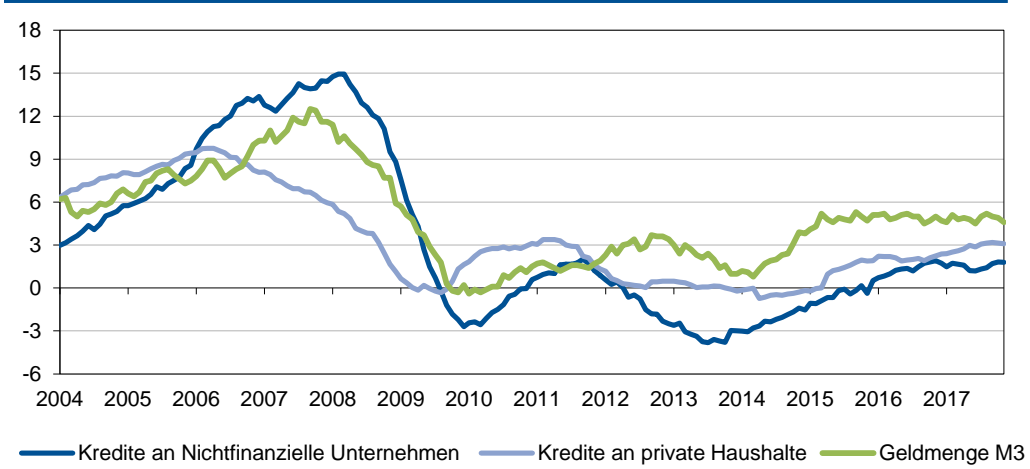
Problematisch mag die Effektivität der Geldpolitik in dem Sinne sein, dass immer mehr Maßnahmen im größeren Umfang (negative Zinsen, Volumen der Aufkaufprogramme) umgesetzt werden müssen. Da sich noch immer keine beschleunigende Inflationsdynamik zeigt, sind deutliche Korrekturen in der Zinspolitik auch weiterhin nicht angebracht. Denn eine ambitionierte Straffung der Geldpolitik würde deutlich negative Konsequenzen für Konjunktur und Schuldenquoten mit sich bringen.

1 s. Finanzen.net vom 24. Januar 2018: „Aus der Krise 2008 nicht gelernt: Zentralbank-Experte sieht globales Finanzsystem in Gefahr“ (<https://www.finanzen.net/nachricht/aktien/34-perfect-storm-34-aus-der-krise-2008-nichts-gelernt-zentralbank-experte-sieht-globales-finanzsystem-in-gefahr-5930037>)

Wie sind die negativen Nebenwirkungen der aktuellen Geldpolitik einzuschätzen? Güterpreisinflation ist nicht zu erkennen, aber Vermögenspreisinflation scheint offensichtlich zu sein. Ist die Sorge vor einem instabilen Finanzsystem und damit einer Gefahr für die Realwirtschaft berechtigt? In den USA steigen die Zinsen nun schon länger, und der Aktienmarkt bleibt weiterhin robust. Sorgen über einen „Crash“ scheinen hier unangebracht; diese wären nur bei starken Zinsanstiegen gerechtfertigt. Die Notenbankpolitik bringt allerdings bedeutende Verteilungseffekte mit sich und stellt den Staat damit vor erhebliche Herausforderungen. Dies gilt auch für die seit Jahren deutlich steigenden Immobilienpreise in Deutschland mit der Folge bedeutender Vermögenseffekte. Die Bekämpfung der negativen Verteilungswirkung erfordert aber keine steigenden Zinsen, sondern einen Staat, der die niedrigen Zinsen nutzen sollte, um das Angebot an Wohnraum in Deutschland aktiv auszuweiten. Auf globaler Ebene steht vor allem die Fed in der Kritik, deren Geldpolitik Probleme für die Schwellenländer mit sich bringt (s. [IKB-Kapitalmarkt-News 29. Januar 2018](#)). Doch spricht das für eine frühere Beendigung der Geldpolitik oder ist das eher eine Bestätigung für graduelle Anpassungen, auf die sich die Märkte einstellen können?

Nur ein deutlicher Anstieg der Geldmenge würde die zögerliche Haltung von Notenbanken in Frage stellen. Diese Geldmengenausweitung impliziert allerdings eine boomende Realwirtschaft, die es der Notenbank ermöglichen würde, ihre geldpolitische Wende voranzutreiben. Doch davon scheinen wir in der Euro-Zone noch weit entfernt zu sein.

Abb. 1: Euro-Zone: Kreditvergabe und Geldmenge, in % zum Vorjahr



Quellen: EZB; IKB

Fazit: Notenbanken stehen anhaltend in der Kritik, die nächste Krise durch ihre geldpolitische Ausrichtung zu fördern. Doch aktuell würde eine straffere Geldpolitik den realwirtschaftlichen Ausblick deutlich eintrüben, die Schuldentragfähigkeit in Frage stellen und somit eine real- und finanzwirtschaftliche Krise heraufbeschwören. Denn es sind steigende und nicht niedrige Zinsen, die im derzeitigen Umfeld Zweifel an einer nachhaltigen Erholung hervorrufen würden. Auch der schon länger prophezeite Einbruch der Finanzmärkte ist bis dato ebenfalls nicht eingetreten. Dafür wären vor allem steigende Zinsen notwendig. So gibt es derzeit kein Argument für ambitionierte Erhöhungen der Notenbankzinsen und auch nicht dafür, dass die aktuelle weltweite Geldpolitik die nächste Krise einleitet. Nur eine zu ambitionierte Wende der Geldpolitik könnte dies erreichen.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Böttkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

1. Februar 2018
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz