



Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Fazit: Auch nach der Coronakrise werden Notenbanken wichtig für die Schuldentragfähigkeit von Ländern und Staaten bleiben, was notwendigerweise noch für lange Zeit niedrige Zinsen und eine sich aufblähende Notenbankbilanz mit sich bringt. Da die Notenbanken den Rückfluss von Geld aus der Finanz- in die Realwirtschaft nur begrenzt steuern können, sind ein hohes Wirtschaftswachstum und damit perspektivisch sinkende Schuldenquoten kein Selbstläufer. Alternativen zur Geldpolitik der letzten Jahre scheint es allerdings nicht zu geben. Dafür gibt es in der Geschichte genug Beispiele.

Die EZB hat weitere Maßnahmen zur Sicherstellung von ausreichend Liquidität im Interbankenmarkt und für Banken angekündigt. Damit will sie einer ungewollten geldpolitischen Straffung entgegenwirken. Zusammen mit den Aufkaufprogrammen und dem uneingeschränkten Willen, diese je nach Bedarf auszuweiten, verfolgt die europäische Notenbank weiterhin eine aktive Krisenpolitik. Notwendig ist das allemal.

Allgemeine Perspektiven zur Geldpolitik – Pest oder Cholera

Notenbanken stemmen sich weltweit gegen die Coronakrise, mit allem, was an effektiver Geldpolitik noch übrig ist. Entscheidend dabei ist vor allem die Handlungsfähigkeit der Fiskalpolitik. Denn nur sie kann eine anhaltende Wirtschaftsdepression und einen negativen Kreislauf aus eskalierenden Unternehmensausfällen und steigender Arbeitslosigkeit verhindern. Doch die Notenbanken und insbesondere die EZB stehen schon länger in der Kritik, eine zu expansive Geldpolitik zu verfolgen. So wird auch aktuell zwar die Notwendigkeit von Stützungsmaßnahmen gesehen; im Kontext der Geldpolitik der letzten Jahre wird jedoch an einer nachhaltigen Unterstützung der Wirtschaft gezweifelt und damit an einer perspektivischen Normalisierung der Geldpolitik. Diese Argumentationsweise muss dann zwangsläufig zu dem Schluss kommen, dass ein Zusammenbruch des „Systems“ bevorsteht.

Die EZB schüre durch ihre Geldpolitik Krisen, statt sie zu verhindern – so eine zentrale Kritik. Doch dieser Vorwurf ist argumentativ kaum nachzuvollziehen. Vielmehr lehrt uns die Geschichte: das Beste, was eine Notenbank in einer Wirtschafts- oder Finanzkrise machen kann, ist Liquidität zu schaffen und dies im Überfluss. Die aktuelle Geldpolitik der EZB ist also alles andere als etwas Neues. Außerdem waren Krisen schon immer ein Bestandteil des kapitalistischen Wirtschaftssystems. Sie waren der Grund, warum Notenbanken geschaffen wurden. Sicherlich verzerren Notenbanken Preise und die Risikoeinschätzungen privater Akteure. Doch dies ist notwendig, um zu verhindern, was aktuell des Öfteren als Vergleich für die aktuelle Krise herangezogen wird: die Große Depression Ende der 20er Jahre. Dabei ist es zurzeit gerade die Geld- und Fiskalpolitik, die uns eine Depression wie Ende der 20er Jahre ersparen wird. Denn gegenwärtig erwarten noch die meisten Analysten, dass sich die Konjunktur spätestens im Jahr 2021 erholen wird; wie stark, bleibt allerdings abzuwarten. Bei all der Kritik und Prophezeiungen von Zusammenbrüchen infolge der Geldpolitik sollte daran erinnert werden, dass ohne die Notenbankpolitik der letzten Jahre bereits ein realwirtschaftlicher Einbruch mit gigantischen Vermögensverlusten stattgefunden hätte.

Die Schuldenquoten werden dennoch infolge der expansiven Geldpolitik deutlich ansteigen. Perspektivisch wird diese Ausweitung allerdings die effektive Nachfrage in der Wirtschaft belasten und für anhaltend negative reale Zinsen sorgen. Grundsätzlich sollten Gläubiger entlastet werden, und finanzielles Vermögen müsste zurück in die Realwirtschaft fließen, um eine ausreichende Nachfrage in der Wirtschaft sicherzustellen. Doch was wäre eine Alternative zur Notenbankpolitik der letzten Jahre gewesen? Es gab keinen Raum für effektive und bedeutende Zinsanhebungen. Weder die Geldmengenausweitung in der Realwirtschaft noch die Inflation gaben dafür genügend Spielraum, während das Risiko eines realwirtschaftlichen Einbruchs immens war. Es gibt keine Wahl zwischen finanziellem Kollaps und solider Geldpolitik, sondern wahrscheinlich eher eine Wahl zwischen Pest und Cholera – wirtschaftliche Depression versus zeitlich gestreckte Umverteilung. Der Gedanke, eine weniger unterstützende Geldpolitik in den letzten Jahren sei sinnvoller gewesen, ist eine Illusion. Das Wirtschaftswachstum wäre deutlicher niedriger ausgefallen, die Staaten wären eingeeengt bzw. nahezu handlungsunfähig gewesen, und am Ende wäre über eine stagnierende

bzw.- depressive Realwirtschaft ein größerer Vermögensverlust entstanden als durch eine graduelle Inflationierung bzw. Umverteilung durch Notenbanken. Hierfür ist die Große Depression ein mahnendes Beispiel.

Oftmals wird der Goldstandard als Mittel zur Verhinderung einer exzessiven Geldmengenausweitung und damit Blasen- bzw. Krisenbildung durch die Notenbank angesehen. In der Geschichte hat sich der Goldstandard jedoch eher als Zwangsjacke denn als Stabilitätsanker erwiesen – und er hat Finanzkrisen nicht verhindert. Volkswirtschaften haben sich erst mit der Abschaffung des Goldstandards und einer ausreichenden Ausweitung der Geldmenge bzw. Abwertung des Devisenkurses aus ihrer Depression befreien können. Doch wäre eine Wachstumsregel, wie sie Friedman beschrieben hat, sinnvoll, um überzogenes Geldmengenwachstum zu verhindern und um die Diskretion der Notenbank zu kappen? Aktuell ist es nicht die sich aufblähende Geldmenge, welche die Notenbank vor Herausforderungen stellt, sondern eher das nicht ausreichende Geldmengenwachstum. Der geldpolitische Einfluss stottert, und er kann nicht angeschoben werden. Auch hat sich der Versuch einer effektiven Kontrolle des Geldmengenwachstums als wenig erfolgreich gezeigt. Warum? Weil die Geldmenge nicht von der Notenbank festgelegt wird. Sie bestimmt nur die Zinsen. Nun kann argumentiert werden, dass die Zinsen schon vor Jahren hätten höher sein sollen, um das damalige Geldmengenwachstum zu bremsen. Doch in dieser Argumentation wird immer nur auf die eine Bilanzseite verwiesen – auf die Schulden. Weniger Augenmerk liegt auf der Gegenposition – dem Vermögen. Das realwirtschaftliche Problem sind jedoch nicht nur hohe Schulden, sondern die Tatsache, dass nicht ausreichend Vermögen in die Realwirtschaft zurückfließt, um ein hohes Wachstum bzw. Investitionen anzuregen, was wiederum die Schuldenquoten senken würde.

EZB: Geldpolitische Entscheidung und Pressekonferenz

Die EZB hält das Momentum ihrer geldpolitischen Unterstützung aufrecht. So wurden heute weitere Maßnahmen zur Sicherstellung von ausreichend Liquidität für die Banken und den Interbankenmarkt angekündigt. Dazu gehören Rückkaufvereinbarungen mit voller Zuteilung. Die Zinslast liegt 25 bp unter dem Leitzins. Im Fokus liegt vor allem die kurzfristige Sicherstellung von ausreichend Liquidität für das Bankensystem. So geht es weniger um eine weitere explizite geldpolitische Lockerung, sondern eher um die Verhinderung einer ungewollten geldpolitischen Straffung durch fehlende Liquidität im Interbankenmarkt. Auch wurde der Zinssatz auf gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO III) für die Zeit von Juni 2020 bis Juni 2021 auf 50 bp unter dem Leitzins gesenkt. Bei ausreichender Kreditvergabe durch Kreditinstitute mag der Zinssatz sogar auf 50 bp unter den Einlagenzins fallen. Zinssätze und Ankaufvolumen bestehender Programme wurden nicht geändert. Auch das Krisenankaufprogramm (PEPP) wird noch mindestens bis Ende des Jahres fortgeführt werden. Zudem ist die EZB bereit, das Volumen und die Ausgestaltung dieses Programms und ausgewählter Anleihen je nach Bedarf anzupassen.

EZB-Szenarien deuten auf einen Rückgang beim BIP der Euro-Zone zwischen 5 und 12 % im Jahr 2020. Zwar sollten in den folgenden Jahren Aufholeffekte und eine Normalisierung stattfinden. Die Unsicherheit über das Ausmaß – vor allem der kurzfristigen Erholung - bleibt jedoch hoch. Die langfristigen Inflationserwartungen haben auf die aktuelle Krise bisher hingegen nur begrenzt reagiert. Christin Lagarde gab eine Zusammenfassung der katastrophalen Zahlen – die nicht überraschten und dennoch schockieren. Sie signalisierte die uneingeschränkte Bereitschaft der EZB zu agieren und Programme anzupassen, falls nötig. So gehören auch hochverzinsliche Anleihen zu den Optionen. Das Kaufvolumen liegt im Ermessen der EZB. Eine explizite Kontrolle der Zinskurve ist nicht angestrebt. Allerdings beeinflusst die EZB mit ihrem Kaufprogramm die gesamte Zinskurve maßgeblich.

Tabelle 1: IKB-Zinsausblick, in %

	30.04.2020	in 3M	in 6M	Ende 2020
3M-Euribor	-0,26	-0,32	-0,42	-0,42
3M-USD-Libor	0,76	0,60	0,50	0,40
10-Jahre Bund	-0,50	-0,45	-0,40	-0,35
10-Jahre U.S. Treasury	0,61	0,63	0,65	0,72

Quellen: Bloomberg; IKB-Prognose

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 Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen 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 eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen 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.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) 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-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118]

30. April 2020
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorstand: Dr. Michael H. Wiedmann (Vorsitzender), Claus Momburg