

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

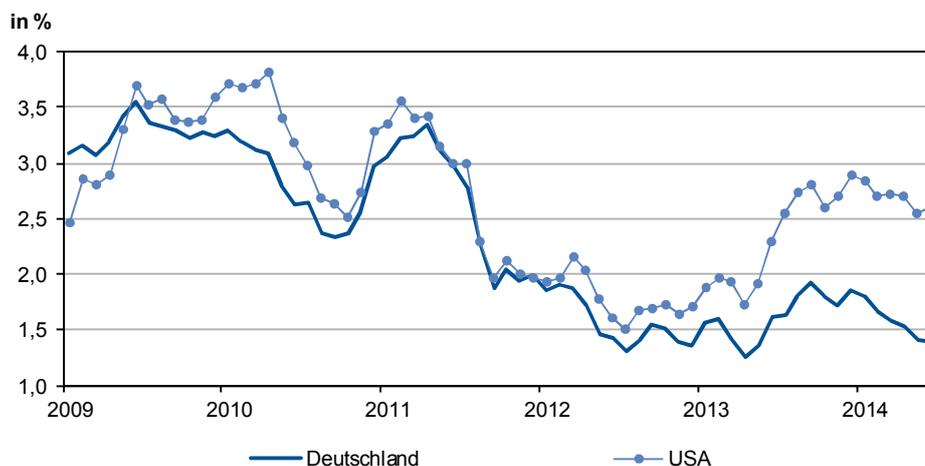
EZB-Präsident Draghi wurde auf der letzten Pressekonferenz Anfang Juni 2014 gefragt, wie er zu der Aussage stehe, dass die EZB durch ihre Niedrigzinspolitik insbesondere deutsche Sparer enteignen würde. Draghi entgegnete, die EZB tue genau das Gegenteil. Denn indem sie alles dafür tut, wieder Wirtschaftswachstum zu schaffen, schafft sie die Grundlage für steigende Zinsen in der Zukunft. Wir stimmen dieser Aussage zu, insbesondere wenn die Fiskalpolitik eine ähnliche Priorität auf Wachstum legen würde.

Fed-Präsidentin Janet Yellen betonte bereits mehrmals, dass der beste Weg zur Normalisierung der Geldpolitik und damit auch zu einer Rückkehr zu positiven realen Zinsen, kurzfristig eine außerordentlich unterstützende Geldpolitik sei. Dem Grundsatz, in Krisen lieber etwas zu viel als zu wenig Liquidität zu schaffen, liegt der gleiche Gedanke zugrunde: Sollen die Zinsen auf mittlere Sicht wieder ansteigen, muss eine gewisse kurzfristige Überreaktion der Notenbankpolitik sichergestellt werden, um einen ausreichend großen Einfluss auf die Realwirtschaft oder Preisentwicklung zu haben. Entsprechend ist eine gewisse Überreaktion nicht unbedingt ein Anzeichen für die Gefahr einer anhaltenden Geldentwertung, sondern eher der Versuch, so schnell wie möglich wieder in die Normalität zurückzukehren.

Ob die Politik der Fed nur eine kurzfristige Überreaktion oder einen Paradigmenwechsel bedeutet, ist abzuwarten. Sicherlich lassen die Aussagen von Janet Yellen über ihren primären Fokus auf Wirtschaftswachstum viel Raum für Interpretationen. Die EZB scheint hier deutlich zögerlicher vorzugehen, auch wenn die wirtschaftliche Situation in der Euro-Zone eine etwas proaktivere Geldpolitik erfordern würde. Erhöhter Aktivismus oder eher eine Tendenz zur Stabilität – aktuell scheint die Politik der Fed erfolgreicher zu sein, da erste Zinsanhebungen in den USA für 2015 erwartet werden. Für die Euro-Zone haben sich insbesondere seit der letzten Sitzung der EZB Erwartungen möglicher Zinssteigerungen hingegen weit in die Zukunft verschoben.

Doch was, wenn all die geschaffene Liquidität letztendlich nur Inflation und kein Wachstum schafft? Auch dann scheint eine Politik der Überreaktion angebracht zu sein. Höhere Inflation bedeutet, dass die Schnur der Geldpolitik wieder straffer wird, da die Kreditnachfrage bzw. die Nachfrage nach Geld deutlich angestiegen ist und die Notenbank diese effektiv über steigende Zinsen steuern kann. Deswegen könnte sich die Krisenpolitik in den USA selbst mit kurzfristig höheren Inflationsraten als die effektivere Politik einer ultimativen Normalisierung der realen Zinsen herausstellen. Und wie Abbildung 1 veranschaulicht, haben sich die US-Langfristzinsen schon seit Längerem korrigiert und stellen auf dem aktuellen Niveau selbst mittelfristig eine positive reale Rendite in Aussicht. Für die deutsche Rendite auf zehnjährige Staatsanleihen von ca. 1,4 % gilt dies sicherlich nicht, insbesondere wenn das EZB-Inflationsziel von 2 % noch irgendeine Relevanz haben soll.

Abb. 1: Langfristzinsen (10-Jahre): USA versus Deutschland



Quelle: Bloomberg

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die Geldpolitik wirklich eine Wende einleiten wird oder die höhere Inflation dazu benutzt, die realen Zinsen noch weiter negativ zu halten, was den Sparer weiter belasten würde. Das Gespenst der Geldentwertung und der damit einhergehenden Umverteilung von Vermögen ist vor allem in Ländern mit einer hohen Sparquote zunehmend ein Thema. Hierbei sind mehrere Aspekte hervorzuheben.

Positive reale Zinsen gehen nur mit realem Wirtschaftswachstum bzw. realer Steigerung des Wohlstands zusammen. In der klassischen volkswirtschaftlichen Theorie werden Zinsen durch Angebot und Nachfrage nach Sparvermögen bestimmt. Steigen die Investitionen (Nachfrage nach Sparvermögen) und damit das Wachstum, so steigen die Zinsen. Wird eine Politik des Sparens verfolgt, sinken die Zinsen, vor allem wenn Investitionen auf eine Zinssenkung nicht deutlich positiv reagieren, wie es aktuell durch die Unsicherheit und den schwachen Ausblick in der Euro-Zone der Fall ist. Wie Keynes schon hervorhob, werden Investitionen generell eher durch „animal spirits“ und damit durch Erwartungen gesteuert als durch Zinsen. Somit können Zinsen oftmals nicht niedrig genug fallen, um die Investitionen ausreichend zu stimulieren und der wegen des höheren Sparens rückläufigen Konsumnachfrage entgegenzuwirken. Benötigt wird ein Anstieg der Nachfrage durch reduziertes Sparen, was in Zeiten von Unsicherheit durch höhere Staatsausgaben sichergestellt werden muss.

Wird anstatt des klassischen Modells das keynesianische Modell verwendet, bei dem Zinsen durch Angebot und Nachfrage nach Geld gesteuert werden, bleibt die Aussage dieselbe: Besteht die Präferenz, Liquidität selbst bei einem Zinssatz von 0 % zu horten (Liquiditätsfalle), ist der Handlungsspielraum der Geldpolitik deutlich eingeschränkt, und die Fiskalpolitik ist gefordert, die Nachfrage nach Gütern und damit die Investitionen zu stützen. Vor allem in Zeiten einer ineffektiven Geldpolitik steht somit der Staat in der Verantwortung, durch steigende Ausgaben kurzfristig Wachstum sicherzustellen, was mittelfristig eher positive Zinsen bedeutet.

Eine Sparpolitik ist generell kontraproduktiv zur Sicherstellung von Wachstum und damit positiven realen Zinsen. Wir leben in einer Zeit der endogenen Geldausweitung und nicht unter dem Goldstandard. Notenbanken können uneingeschränkt Geld schaffen, sodass nicht erst gespart werden muss, damit Investitionen getätigt werden. Gebraucht wird eine steigende Nachfrage nach Gütern, um die Investitionsentscheidungen positiv zu beeinflussen. Sicherlich schaffen höhere Staatsausgaben alleine langfristig kein höheres potenzielles Wachstum. Hierfür sind die Entwicklung der Produktivität sowie die effiziente Allokation von Kapital und Arbeit entscheidend. Doch eine kurzfristige Stützung der Nachfrage nach Gütern kann all diese Treiber mittelfristig positiv beeinflussen. Denn trüben sich im Zuge von Sparmaßnahmen und rückläufiger Nachfrage die Erwartungen von Unternehmern ein, ist dies weder für den Aufbau von Kapital noch für die Nachfrage nach Arbeitskräften und damit für langfristige Produktivitätsanstiege vorteilhaft. Ein positiver Feedback-Mechanismus von Wachstum, Vertrauen und Investitionen wird nicht durch Sparmaßnahmen, sondern durch Wachstumsimpulse geschaffen.

Fazit: Die Kreditvergabe in der Euro-Zone ist weiterhin rückläufig – der Privatsektor entschuldet sich. Doch nicht bei den Schulden ist anzusetzen, sondern der Wohlstand muss angehoben werden, um dadurch die Schuldenlast zu relativieren. Dies gilt für den Privatsektor ebenso wie für eine erfolgreiche Stabilisierung der Staatsschuldendynamik. Denn eine Wirtschaft kann sich nicht gesundsparen, da Wohlstand nicht durch Sparen, sondern durch Wirtschaftswachstum geschaffen wird. Darum können positive reale Zinsen langfristig auch nur durch ein solides Wachstumsbild gesichert werden.

Positive langfristige Renditen für Sparer benötigen Wirtschaftswachstum, was für kurze Zeit und insbesondere in Krisenzeiten eine deutlich stimulierende und womöglich auch überreagierende Geldpolitik erfordert. Ist der Handlungsspielraum der Geldpolitik jedoch ausgereizt, liegt der Fokus auf der Fiskalpolitik, um kurzfristig ausreichend Wachstum sicherzustellen. Deshalb steht in erster Linie die Fiskalpolitik der Euro-Zone in der Verantwortung, die Volkswirtschaften zu stabilisieren und damit auf mittlere Sicht den notwendigen Raum für eine sich normalisierende Geldpolitik zu schaffen. **Sorgen um anhaltend niedrige Zinsen bzw. eine selbst mittelfristig negative reale Verzinsung sollten somit primär ein Umdenken in der Fiskal- und nicht in der Geldpolitik bedeuten.**

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-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

12. Juni 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann