

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Die Häuserpreise sind in Großbritannien im Jahresvergleich um über 10 % angestiegen, in London sogar um 20 %. Damit liegen die Häuserpreise schon fast wieder auf dem Vorkrisenniveau, da in Großbritannien im Vergleich zu den USA eine deutlich geringere Preisanpassung nach dem Platzen der Immobilienblase stattfand.

Die jährliche Verbraucherpreis-Inflationsrate in Großbritannien lag im Juni mit 1,9 % nahe am Zielwert der Bank of England (BoE) von 2 % und somit in der Mitte der Spanne von 1 % bis 3 %. Die Wirtschaftsleistung wuchs 2013 um 1,7 % und auch im ersten Quartal 2014 war die Wachstumsdynamik mit einer Zunahme um 0,8 % zum Vorquartal respektabel. All dies hat zur Senkung der Arbeitslosenquote auf 6,5 % geführt. **Vor diesem Hintergrund passt ein Leitzins der britischen Notenbank, der selbst bei einer möglichen Anhebung um 25 oder 50 Basispunkte im August preisbereinigt immer noch deutlich negativ ausfällt, nicht ins Bild.** Sprich: Das Leitzinsniveau liegt trotz guter Wirtschaftsdaten weit entfernt von einer positiven realen Rendite.

Die Notenbankpolitik – nicht nur der BoE, sondern auch der Fed und der Bank of Japan – hat sich in den letzten Jahren und insbesondere seit der Finanzkrise grundsätzlich geändert. Dies hat weniger mit Aufkaufprogrammen und 0 %-Zinsen zu tun – Maßnahmen, die zur Krisenbekämpfung sicherlich notwendig waren. Es geht vielmehr darum, dass die Wirtschaftskrise seit Längerem vorbei ist, aber die Krisenpolitik nun schon seit fast sechs Jahren anhält. Die Gefahr einer Eskalation der Krise im Sinne eines Zusammenbruchs des Finanzsystems bzw. der Wirtschaftsstrukturen ist nicht mehr gegeben. Somit ist die Notwendigkeit der Notenbank, als ultimativer Liquiditätsbereitsteller zur Verfügung zu stehen, zu relativieren. Das Wirtschaftswachstum mag zwar aktuell niedriger ausfallen als vor der Finanzkrise, doch die Geldpolitik kann kein nachhaltiges Wachstum schaffen, sondern nur kurzfristig Liquidität bereitstellen. Entschuldung und niedrige Investitionen der Unternehmen sind Teil eines Anpassungsprozesses, der sich in einem normalen Konjunkturzyklus wiederfindet. An dieser Stelle kann die Notenbank durch Zinssenkungen kurzfristig dabei helfen, das Unternehmerv Vertrauen zu stabilisieren und eine negative Spirale von Risikoaversion, Entschuldung sowie niedrigen Investitionen zu verhindern. **Doch eine aktive und anhaltende Politik der Geldmengenausweitung kann nicht als Stütze für nachhaltiges Wirtschaftswachstum gelten. Denn Geld drucken schafft keinen Wohlstand.**

Die meisten Notenbanken würden der Aussage zustimmen, dass Wachstum durch Produktivitätsverbesserungen und technischen Fortschritt geschaffen wird und eben nicht durch Geldpolitik. Deshalb wird auch eine Exit-Strategie aus der aktuellen, außerordentlich expansiven Geldpolitik als notwendig angesehen. Doch bedeutet dies, dass all die überschüssige Liquidität tatsächlich jemals zurückgefahren wird? Die Bekämpfung der Krise hat Fed und BoE zu den größten Gläubigern ihrer Staaten werden lassen. Der Abbau der aufgeblasenen Bilanzen der Notenbanken dürfte ein langwieriger Prozess werden. Denn die hohe Staatsverschuldung in vielen Industrieländern benötigt einen anhaltend niedrigen Zinssatz, um die Schuldenquote zu stabilisieren bzw. tendenziell zu reduzieren. Entsprechend werden die Aufkaufprogramme zwar beendet, die aufgeblähte Bilanz der Fed dürfte allerdings nur zögerlich zurückgefahren werden. Auch hier scheint die Fed die Besorgnis zu teilen, spricht sie doch des Öfteren von den Kosten der aktuellen Politik und von möglichen Optionen aus der Krisenpolitik auszusteigen. Das könnte allerdings eher mit der Beruhigung der Märkte zu tun haben und weniger mit der Einschätzung, dass die aktuelle Krisenpolitik unangebracht ist. **Denn es gibt keinen Zweifel daran: Sollte die US-Konjunktur erneut eine Delle erfahren, wird die Fed die Zinsen senken bzw. erneut ein Aufkaufprogramm einführen. Aktuell ist eine aktive und aggressive Geldpolitik – die sich nicht scheut, zur konjunkturellen Stimulierung eine Krisenpolitik zu betreiben und erhebliche Liquidität durch Geldmengenausweitung zu schaffen – eher die Regel als die Ausnahme.**

Aber es gehört nicht zu den Aufgaben der Notenbank, für anhaltend hohes Wachstum und Vollausslastung der Wirtschaft zu sorgen. Hierbei steht die grundsätzliche Rolle der Geldpolitik zur Stabilisierung der Wirtschaft nicht zur Diskussion. Dies wird durch die meisten volkswirtschaftlichen Theorien bestätigt. Manche sehen die Stabilisierung in einer eher passiven Geldpolitik, die nicht auf Konjunkturflektuationen reagiert (Milton Friedman). Andere sehen sie in einer konjunkturbedingten Zinspolitik (Keynes). Doch an einer Geldpolitik festzuhalten, bis Vollbeschäftigung erreicht ist, die von vielen Facetten bestimmt wird, stellt eine neue Art der Politik dar. Die Geldpolitik ist zum Allerheilmittel geworden; ein Breitbandantibiotikum, das bei jeglicher Abweichung von Vollbeschäftigung agieren muss – auch wenn der Einfluss hier nur indirekt ist. Denn in erster Linie kann eine Notenbank nur die Geldmenge kontrollieren und somit den Wert (oder die Entwertung) des Geldes bestimmen.

Doch die Inflation bleibt weiterhin eher niedrig. Also warum nicht weitermachen? Die Kosten dieser Politik zeigen sich nicht nur in Güterpreis-inflation, sondern auch in deutlichen Verzerrungen auf Märkten bzw. in Entwicklungen auf Märkten, die nicht nachhaltig sind und die somit eine deutlich höhere Volatilität für die Realwirtschaft bedeuten. **Der Fokus auf den Zustand des Arbeitsmarktes führt zu Überreaktionen in der Geldpolitik und macht die Notenbanken selbst zur Quelle von Instabilität.** Die Turbulenzen und Fluktuationen auf den Wechselkursmärkten im Jahr 2013 – insbesondere in den Schwellenländern – sind jüngste Beispiele dieser Entwicklung. Doch auch der Hauspreisboom in den USA und die daraus resultierende Finanzkrise sind zu erwähnen. **Diese Beispiele zeigen, dass exzessives Gelddrucken – auch wenn es kurzfristig stabilisierend wirkt – deutliche Risiken und Kosten mit sich bringt, vor allem wenn die Liquidität nach der Krise oder Rezession nicht konsequent zurückgeführt wird.**

Die Finanzkrise 2009 ist ein Beweis für die Risiken einer anhaltend unterstützenden Geldpolitik, eingeleitet durch die Greenspan-Politik mit unaufhaltsam sinkenden Zinsen und erheblicher Geldmengenausweitung. Solch eine Politik schadet dem Wohlstand, weil Investitionen in die Realwirtschaft durch Schocks besonders belastet werden. **So muss die Notenbank den engen Pfad finden zwischen Konjunkturimpulsen zur Stabilisierung von Investitionen und exzessivem Gelddrucken mit der Folge der Blasenbildung auf Güter- und insbesondere Vermögensmärkten.** Das zögerliche Verhalten der Fed wie auch der BoE nach all den Jahren der Krise und in einem Umfeld positiver Konjunkturdaten legt nahe, dass **beide den für eine mittelfristige Stabilisierung des Wirtschaftspfades notwendigen Exit-Zeitpunkt bereits überschritten haben** und dass dies bei der aktuellen Haltung noch mehr Krisenpolitik bedeutet, aber am Ende nur zur nächsten Krise führt.

Fed-Chefin Janet Yellen betont immer wieder, dass der beste Weg hin zur normalen Geldpolitik kurzfristig eine außerordentlich unterstützende Geldpolitik sei. Der schnellste Weg zur Normalität sind also überambitionierte kurzfristige Anstrengungen. **Doch was ist Normalität? Das nachhaltige Erreichen von Vollbeschäftigung kann nicht gemeint sein, da keine wirtschaftliche Theorie dies als einen anhaltenden stabilen Zustand ansieht, der zudem auch nicht durch die Notenbanken sichergestellt werden kann.** „Die Erholung des US-Arbeitsmarktes lässt zu wünschen übrig“ – so die Worte von Yellen. Doch die Arbeitslosenquote in den USA ist von 10 % während der Krise auf rund 6 % gefallen – ein Niveau, das als alles andere als krisenhaft zu bezeichnen ist. Die Fed sollte die Umstände durch Stabilität beeinflussen, die Vollbeschäftigung unterstützen. Ihre Maßnahmen sind aber nicht das Allerheilmittel gegen jegliche (und manchmal auch notwendige) konjunkturelle Abkühlung. **Die Geldpolitik kann den Arbeitsmarkt nicht nachhaltig stützen – dies können nur Produktivitätsverbesserungen bzw. Lohnkostenanpassungen und vor allem Wirtschaftswachstum. Deswegen ist eine außergewöhnlich expansive Geldpolitik in einer Krise oder schweren Rezession sehr wohl angebracht, nicht aber um ein anhaltendes Wirtschaftswachstum bzw. eine niedrige Arbeitslosenquote/Vollbeschäftigung sicherzustellen.**

Fazit: Die Geldpolitik von Fed und Bank of England (BoE) sieht sich in der Verantwortung, Vollbeschäftigung sicherzustellen. In Kombination mit der konjunkturellen Entwicklung deutet vieles darauf hin, dass die Zinsen in den USA und England noch für relativ lange niedrig bleiben, auch wenn die BoE ihren Leitzins im August und die Fed im nächsten Jahr anheben könnte. So ist auch nur schwer abzuschätzen, wann die realen Geldmarktsätze wieder positiv werden und die Geldentwertung bzw. überflüssige Liquiditätsschaffung grundsätzlich beendet wird. Man mag nicht daran denken, was als nächstes von der Geldpolitik kommen wird, wenn die Wirtschaft in den USA oder Großbritannien in eine für eine Marktwirtschaft typische konjunkturelle Abschwungphase gehen sollte. Doch vielleicht wird gerade dies notwendig sein, um den Glauben an die Allmacht insbesondere der Fed-Geldpolitik zu relativieren. Fed und BoE betreiben eine Geldpolitik, die kurzfristig künstliche Stabilität schafft, mittelfristig jedoch das Risiko von Krisen und Marktturbulenzen deutlich erhöht. In diesem Sinne ist der Begriff Krisenpolitik sogar weiterhin richtig, nämlich als Begriff für eine Politik, die sich von einer Krise zur nächsten Krise angelt.

Da die Kreditvergabe in der Euro-Zone weiter rückläufig ist und sich die Arbeitslosenquote immer noch auf Krisenniveau befindet, besteht hingegen im Fall der EZB immer noch die Notwendigkeit, Krisenpolitik zu betreiben.

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

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

22. Juli 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