

5. Kadener Gespräch



Tagungsbericht

Nullzinsen in Europa: Zwischen Grenznutzen des Geldes und Nutzensgrenzen der Geldpolitik

*Ein Expertengespräch
der Stiftung Marktwirtschaft
am 10. Februar 2017 auf Gut Kaden*

Bild Titelseite:
Die Teilnehmer des
Expertengesprächs.

Bild unten links:
Dr. Lutz Peters,
Gastgeber auf Gut Kaden.

Bild unten rechts:
Prof. Dr. Michael Eilfort, Vorstand
der Stiftung Marktwirtschaft.



Referenten

Yves Mersch

Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank

Prof. Volker Wieland Ph.D.

*Direktor des Institute for Monetary and Financial Stability,
Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der
gesamtwirtschaftlichen Entwicklung,
Kronberger Kreis*

Ralph Brinkhaus MdB

Stellvertretender Vorsitzender der CDU/CSU-Bundestagsfraktion

Johannes Kahrs MdB

Haushaltspolitischer Sprecher der SPD-Bundestagsfraktion

Prof. Marcel Fratzscher Ph.D.

Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung

Prof. Dr. Thomas Mayer

Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Instituts

Prof. Dr. Michael Heise

Chefvolkswirt der Allianz SE

Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen

*Vorstandsmitglied Stiftung Marktwirtschaft,
Direktor des Forschungszentrums Generationenverträge*

Josef Joffe Ph.D.

*Die Zeit,
Moderation*

Die den Texten vorangestellten Zitate wurden zur Einführung der Referenten verwendet und sind nicht Teil der Vorträge.



Nullzinsen in Europa: Zwischen Grenznutzen des Geldes und Nutzungsgrenzen der Geldpolitik

Seit fast einem Jahrzehnt befinden sich die Zinsen in Europa im freien Fall. Seitdem die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Leitzinsen im Zuge der Finanz- und Schuldenkrise auf historische Tiefstände gesenkt hat, ist die bisher gekannte Lenkungsfunktion des Zinses auf den Kopf gestellt: Sparen wird durch Null- und Negativzinsen tendenziell „bestraft“, während Verschulden finanziell „belohnt“ wird. Die EZB erhofft sich von ihren Maßnahmen, zu der auch massive Anleihekäufe zählen, in erster Linie positive Impulse für die Konjunktur- und Preisentwicklung in der Eurozone.

Angesichts zunehmender Risiken für die Finanzstabilität, die Altersvorsorge und die Konsolidierungsbemühungen öffentlicher Haushalte stößt die Politik der EZB insbesondere in Deutschland auf erhebliche Kritik. Trotz erfolgter Abwehr einer von der EZB erkannten „Deflationsgefahr“ sowie steigender Inflations- und solider Wirtschaftswachstumsraten hält die EZB bislang jedoch an ihrer ultralockeren Geldpolitik fest.

Steht Europa nun eine geldpolitische Wende bevor? Überwiegen die Risiken der Marktverzerrung und der Fehlallokation von Kapital bereits mögliche Chancen des billigen Geldes? Ist die EZB zu einer treibenden oder getriebenen Kraft wirtschaftspolitischer Vorstellungen und Maßnahmen geworden? Diese Fragen hat die Stiftung Marktwirtschaft am 10. Februar 2017 im kleinen Kreis mit renommierten Experten aus Wissenschaft, Bundestag und EZB-Direktorium diskutiert.

Dr. **Lutz Peters**, Gastgeber auf Gut Kaden und Kurator der Stiftung Marktwirtschaft, bedankt sich bei den Teilnehmern, dass diese der Einladung zum fünften Kadener Expertengespräch „Nullzinsen in Europa: Zwischen Grenznutzen des Geldes und Nutzungsgrenzen der Geldpolitik“ so prominent gefolgt sind. In Anbetracht von Nullzinsen, steigenden Inflationsraten und sinkenden relativen Wechselkursen plädiert Peters für eine sofortige Kehrtwende in der EZB-Politik.

Für Prof. Dr. **Michael Eilfort**, Vorstand der Stiftung Marktwirtschaft, beinhalten Null- und Negativzinsen sowie die massiven Anleihekäufe der EZB vor allem auch die Gefahr eines faktischen Reformstauförderprogramms – nicht zuletzt in Deutschland. Darüber hinaus verfestigte sich der Eindruck, dass die anhaltende „Krisenpolitik“ in Europa zu mehr Divergenz, Desintegration und Dissens geführt habe. Zunehmende Zweifel an der Verlässlichkeit gemeinsam getroffener Regeln würden die Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit europäischer Institutionen untergraben.

Der Herausgeber der Wochenzeitung *Die Zeit* und Moderator der Veranstaltung, **Josef Joffe** Ph.D., zeigt sich erfreut über den hohen Sachverstand, den die eingeladenen Experten mit sich brächten. Derzeit sei in Europa verstärkt die Sehnsucht nach einem starken Nationalstaat wahrzunehmen, der auch die Debatte um die „richtige“ Geldpolitik der EZB präge. Das Tagungsthema sei daher hochaktuell.



Yves Mersch

Verantwortungsvolles Handeln im Niedrigzinsumfeld: Die Sicht des Notenbankers

„Es ist niemals zu spät, vernünftig und weise zu werden, es ist aber schwerer, wenn die Einsicht zu spät kommt.“

IMMANUEL KANT

„Angeklagter, stehen Sie auf“, leitet Yves Mersch, Direktoriumsmitglied der Europäischen Zentralbank (EZB), seine Ausführungen zur aktuellen Niedrigzinsphase in der Eurozone ein. Besonders in Deutschland fühle er sich häufig wie auf einer Anklagebank, wenn die Politik der EZB für die gegenwärtigen Probleme von Banken, Versicherern und Sparern genannt werde. Vorschnelle Urteile würden der Komplexität der Materie jedoch nicht gerecht. Seit einigen Jahrzehnten sinke in vielen entwi-

ckelten Volkswirtschaften der Wachstumstrend, was bei den Marktteilnehmern zu Investitionszurückhaltung und im Zuge einer erhöhten Sparneigung einer alternden Bevölkerung zu einem Rückgang des natürlichen Zinses, der Ersparnisse und Investitionen in Einklang bringt, geführt habe. In diesem Umfeld habe die EZB den Marktzins unter das Niveau des natürlichen Zinses gebracht, um bei fallenden Inflationsraten keine höheren Realzinsen zu implizieren. Andernfalls hätten höhere Realzinsen das Risiko einer ausgewachsenen Deflation und Rezession deutlich erhöht. In diesem Punkt seien sich – ohne Ausnahme – alle Mitglieder des EZB-Rates einig gewesen, schildert der Notenbanker.

Ein mögliches Ausweichen auf Bargeld und potenzielle nicht-lineare Auswirkungen auf das Wirtschaftsgeschehen hätten die EZB von weiteren Leitzinssenkungen Abstand nehmen lassen. Stattdessen habe man mithilfe von Wertpapierkäufen und einem verstärkten Angebot langfristiger Kredite zu günstigen Konditionen die Marktzinsen auf indirektem Wege beeinflussen können. Die in der Folge gestiegene Kreditvergabe habe zur aktuellen wirtschaftlichen Erholung im Euroraum beigetragen. Die Wachstumsaussichten seien zunehmend positiv und auch die Inflationsrate nähere sich dem mittelfristigen Inflationsziel der EZB von knapp zwei Prozent.

„Aber eine Schwalbe macht noch keinen Sommer“, mahnt Mersch. Die Kerninflationsrate – die Konsumentenpreisentwicklung ohne die schwankungsintensiven Bereiche Energie und Lebensmittel – verharre derzeit bei lediglich 0,9 Prozent, was unter dem langjährigen Trend von etwa 1,5 Prozent liege. Ein nachhaltiger Pfad steigender Preise in Richtung Inflationsziel sei noch nicht erreicht, daher werde das im Dezember 2016 neu justierte Wertpapierkaufprogramm der EZB wie angekündigt umgesetzt.

„Zugleich stellt sich allerdings die Frage, wie lange wir noch von niedrigeren Zinsen als geldpolitischer Option reden können.“ Mersch betont, dass mit Blick auf die Glaubwürdigkeit der EZB notwendige graduelle Anpassungen der Kommunikation nicht verschleppt werden dürften. Man sei sich zudem bewusst, dass die unkonventionellen Maßnahmen nicht frei von Nebenwirkungen seien und dass diese umso stärker hervorträten, je länger sie im Einsatz blieben. Diese Maßnahmen sollten daher nur von vorübergehender Natur sein. Hierfür bedürfe es aber Unterstützung seitens der Politik. Erforderlich seien Strukturreformen in verschiedenen Bereichen sowie fiskalische Impulse, wo budgetäre Spielräume bestünden. Die wirtschaftliche Erholung könne schließlich nicht allein von der Geldpolitik getragen werden.

Prof. Volker Wieland Ph.D.

Risiken und Nebenwirkungen einer lang anhaltenden Niedrigzinspolitik



„Inflationen sind wie Diktaturen. Wenn sie erst einmal an der Macht sind, wird es umso schwieriger gegen sie anzukämpfen.“

HERMANN JOSEF ABS, DEUTSCHE BANK

„Ich möchte den Spieß zunächst ein wenig umdrehen“, entgegnet Prof. Volker Wieland Ph.D., Direktor des Institute for Monetary and Financial Stability, Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sowie des Kronberger Kreises, wissenschaftlicher Beirat der Stiftung Marktwirtschaft. In Deutschland möge sich die EZB aufgrund ihrer extrem expansiven Geldpolitik verbal in einer verteidigenden Position wiederfinden. Auf internationaler Bühne seien es aber die Mahner dieser Politik, die ihre Kritik am dominierenden

Paradigma wie auf einer Anklagebank zu verteidigen hätten. Bundesbankpräsident Dr. Jens Weidmann dürfe sich in manchen EZB-Ratssitzungen zumindest so vorkommen, wie auch Vertreter der Bank für Internationalen Zahlungsaustausch (BIZ) bei internationalen Notenbanktreffen. Die EZB sei gut beraten, Kritiker nicht leichtfertig abzutun, da der Zeitpunkt kommen werde, geldpolitisch umsteuern zu müssen. Heutige Kritiker könnten zu wichtigen Unterstützern von morgen werden.

Seiner Meinung nach sei der Zeitpunkt bereits erreicht, an dem die EZB eine restriktivere Richtung einschlagen sollte, erläutert der „Wirtschaftsweise“. Diese Einschätzung habe mit erheblichen Nebenwirkungen zu tun, die die seit fast einem Jahrzehnt andauernde „Krisenpolitik“ der EZB bewirke. Sein Ansatzpunkt sei weniger der Sparer, der unter niedrigen Zinsen zu leiden habe, sondern vielmehr die steigenden Risiken, die eine lang anhaltende Niedrigzinsphase für die Finanzstabilität bedeute. Anhaltend niedrige Zinsen hohlten die Geschäftsmodelle von Banken und Versicherungen aus, führten zu einer Erosion des Eigenkapitals und setzten Fehlanreize zu einer erhöhten Risikoübernahme. Je länger diese Phase anhalte und eine Zinswende hinausgezögert werde, desto höher seien die Risiken einer erneuten Finanzkrise.

Darüber hinaus führten die massiven Wertpapierkäufe der EZB, die die Bilanz der Notenbank bis Ende 2017 auf 4.500 Mrd. Euro gegenüber 2014 mehr als verdoppelten, zu fatalen Anreizwirkungen für die Euro-Mitgliedstaaten, da hierdurch die langfristigen Zinsen auf Staatsanleihen enorm gedrückt würden. Wie Untersuchungen der OECD zeigten, hätten sich die Reform- und Konsolidierungsbemühungen in Europa seither enorm verschlechtert, mit negativen Folgen für solide Staatsfinanzen und Wirtschaftswachstum. Das Risiko steige, dass die Politik der EZB entgegen ihres Mandats fiskalisch und finanziell dominiert werde.

Die Inflations- und Wachstumsaussichten böten aktuell Raum, das Ausmaß der lockeren Politik zu reduzieren. Dass die EZB nun die Rate der Kerninflation in den Vordergrund ihrer Einschätzung rücke, sei bemerkenswert, da sie diese nicht hervorhob, als es um die Rechtfertigung einer weiteren Lockerung ihrer Politik ging. Die Kerninflation sei seit Jahren stabil und rechtfertige nicht eine derart expansive Geldpolitik. Im Gegenteil deuteten sogenannte Vergleichsregeln wie die Taylor-Regel darauf hin, dass das Zinsniveau in Europa deutlich höher sein müsste. Das Deflationsgespenst sei daher zu Recht vom Radar der Zentralbanker verschwunden. Die EZB müsse folglich eine glaubhafte Exit-Strategie entwickeln und kommunizieren.

Ralph Brinkhaus MdB

Niedrigzinsen als Segen oder Fluch für die Tragfähigkeit deutscher Finanzpolitik?

„Der Pessimist sieht in jeder Chance eine Bedrohung, der Optimist in jeder Bedrohung eine Chance.“

CHINESISCHES SPRICHWORT

„Ich möchte in meinem Vortrag über zwei Botschaften sprechen“, bemerkt Ralph Brinkhaus MdB, Stellvertretender Vorsitzender der CDU/CSU-Bundestagsfraktion und zuständig für die Bereiche Haushalt, Finanzen und Kommunales. Einerseits wolle er Probleme für die Finanzpolitik in Deutschland aufzeigen und andererseits auf demokratiepolitische Gefahren aufmerksam machen, die sich aus lang anhaltenden Niedrigzinsen ergäben.

Probleme für eine solide Finanzpolitik entstünden langfristig vor allem dann, wenn Marktmechanismen ausgehebelt und Risikoprämien auf Kredite künstlich beeinflusst würden. Eine solche Geldpolitik könne für staatliche Ausgaben wie eine Droge wirken, aus der ein Land ohne Entzugserscheinungen nur schwer herauskommen könne. Die günstigen Refinanzierungskosten würden nicht nur in anderen Euro-Staaten, sondern auch in Deutschland zunächst Spielräume eröffnen, die unterschiedlich genutzt werden könnten: „Professor Eilfort würde vermutlich Raum für Steuersenkungen erkennen, Professor Raffelhüschen die Staatsschuld mindern, Professor Fratzscher mehr investieren und andere vermehrt den Sozialstaat ausbauen wollen.“ In finanziell guten Zeiten gebe es Ideen und Begehrlichkeiten aus allen Richtungen. Niedrigzinsen machten eine Haushaltspolitik daher nicht unbedingt einfacher.

Die „schwarze Null“ werde in Deutschland aber nicht nur aufgrund niedrigerer Zinsen und höherer Steuereinnahmen erreicht, sondern vor allem auch durch einen Widerstand von Bundesfinanzminister Dr. Wolfgang Schäuble gegen überbordende Ausgabenwünsche. Dennoch stiegen insbesondere in den Sozialversicherungssystemen, aber auch in den Kernhaushalten des Bundes, der Länder und Kommunen die Mehrausgaben jährlich. „Die Erhöhung von Sozialkosten ist jedoch kaum umkehrbar, die haben eine wesentlich höhere



Remanenz“, konstatiert Brinkhaus. Daher sei es riskant, wenn fiskalische Spielräume für konsumtive Zwecke im Sozialbereich verwendet würden. Eine solche Politik sei ökonomisch nicht nachhaltig und gefährde langfristig die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen – vor allem in Ländern mit einer stark alternden Bevölkerung. Es sei leider erkennbar, dass sich durch die niedrigen Zinsen auch in Deutschland der Reformdruck verringert habe.

Eine weitere Problematik, die sich aus der Niedrigzinspolitik der EZB ergebe, betreffe die Demokratiepolitik in Deutschland und Europa. Es gebe einen sehr starken psychologischen Effekt durch die niedrigen Zinsen auf die Sparer – und zwar gerade für die in der Mitte der Gesellschaft stehenden. Das seien diejenigen Menschen, die diese Gesellschaft trügen und sich nun um ihre Altersvorsorge sorgten. Dass ein massiver Eingriff in ihre Eigentumsrechte erfolge, der politisch nicht kontrollierbar sei, führe bei den Menschen zu Demokratie-, Politik- und EU-Verdrossenheit. „Die Legitimität unseres Gesellschaftsmodells wird zunehmend in Frage gestellt, wenn uns diese Menschen von der Fahne gehen“, warnt Brinkhaus. Diese Gefahr dürfe nicht unterschätzt werden und die europäischen Institutionen sollten dies in ihrem Handeln berücksichtigen.

Johannes Kahrs MdB

Null Zinsen, null Reformen?

„Nicht alle Reformen kosten Geld und nicht alles, was Geld kostet, ist deshalb schon eine Reform.“

HELMUT SCHMIDT

„Die Zinsausgaben des Bundes haben sich seit 2008 von über 40 Mrd. Euro auf rund 18 Mrd. Euro mehr als halbiert“, erläutert Johannes Kahrs MdB, Haushaltspolitischer Sprecher der SPD-Bundestagsfraktion. Trotz dieser immensen jährlichen Einsparungen habe der Bundesfinanzminister nun erklärt, in den kommenden Jahren die gesamte Flüchtlingsrücklage einsetzen zu müssen, um einen ausgeglichenen Haushalt ohne Neuverschuldung erzielen zu können.

Die pauschale Kritik an der Niedrigzinspolitik der EZB hält Kahrs für unausgewogen. Zur Wahrheit gehöre ebenfalls, dass höhere Zinsen die Reformbemühungen in Italien, Frankreich oder Spanien abwürgen würden. „Was ist denn die Alternative? Wir werfen sie mit höheren Zinsen ins kalte Wasser und schauen ihnen beim Untergang zu?“, fragt Kahrs. Die derzeitige Niedrigzins- und Anleihepolitik der EZB sei in Deutschland vielleicht nicht populär, aber aus europäischer Perspektive ausgesprochen hilfreich, um dringend benötigte Reformen finanzpolitisch zu ermöglichen. Tiefgreifende Reformen bräuchten viel Zeit und Geduld. Da die deutschen Exportmärkte zu einem großen Teil in der Eurozone lägen, profitiere zudem auch Deutschland von einer Erholung der Wirtschaft und Kaufkraft in den Nachbarstaaten.

Stets mit mahndem Zeigefinger auf Italiener, Franzosen und Spanier loszugehen und von ihnen harte Reformen zu fordern sei zwar einerseits notwendig und unverzichtbar, andererseits aber auch sehr eindimensional. Die EZB habe durch ihre „Krisenpolitik“ schließlich nicht nur den anderen Euro-Staaten, sondern auch Deutschland mehr Zeit für Reformen zur Verfügung gestellt. Diese Zeit sei von der Bundesregierung aber nicht ausreichend genutzt worden. Die letzten ernsthaften Reformen in Deutschland habe die rot-grüne Bundesregierung zwischen 1998 und 2005 durchgeführt.

„In Deutschland sind wir seit Jahren zu bequem für echte Reformen“, folgert Kahrs. Seit mehr als einem Jahrzehnt

gebe es von CDU/CSU Ankündigungen zu großen Steuerreformen, nur geliefert habe Bundesfinanzminister Schäuble bis heute nie. Jedes Mal werde seinerseits auf die kommende Legislaturperiode verwiesen – so auch beim aktuellen Vorschlag der CDU, künftig für mehr Steuerentlastungen in Höhe von 15 Mrd. Euro sorgen zu wollen. Die SPD habe Schäuble konkrete Vorschläge für eine Steuerreform in dieser Legislatur unterbreitet, um untere und mittlere Einkommen zu entlasten. Aber statt Reformen seien strukturelle Mehrkosten entstanden. Die teuerste Maßnahme sei die von CDU/CSU durchgesetzte Mütterrente gewesen, die den Steuerzahler jährlich sieben Mrd. Euro aufsteigend kostete, so Kahrs. Dies schränke den finanziellen Handlungsspielraum über Jahre enorm ein.

Notwendige staatliche Investitionen habe man dagegen nicht umgesetzt bekommen. Der öffentliche Dienst sei zusammengespart, Bund, Länder und Kommunen in vielen entscheidenden Verwaltungsebenen handlungsunfähig gemacht worden. Der öffentliche Verwaltungsapparat würde den Anforderungen so kaum noch gerecht werden können. Auch wenn auf Initiative der SPD in den vergangenen drei Jahren durch neue Stellen, Hebungen und Entfristungen wieder deutlich mehr Geld in Personal investiert worden sei, stehe der Nullverschuldung der öffentlichen Haushalte ein weiterhin erheblicher Investitions- und Reformstau gegenüber.





Prof. Marcel Fratzscher Ph.D.

Welches Mandat sollte die EZB verfolgen?

„Es ist besser, sich von Erfahrungen als von Zielen leiten zu lassen.“

KONFUZIUS

„Die Kritik in Deutschland an der Politik der EZB ist letztlich eine Kritik an ihrem Mandat“, analysiert Prof. Marcel Fratzscher Ph.D., Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung. Die EZB sei dazu verpflichtet, in der Eurozone mittelfristig für Preisstabilität zu sorgen. Da das Inflationsziel von knapp unter zwei Prozent jedoch seit Jahren verfehlt werde, habe sie keine andere Option, als eine expansive Geldpolitik zu betreiben. Es sei daher legitim, dass die EZB die ihr zur Verfügung stehenden legalen Instrumente nutze, um ihrem Mandat der Preisstabilität nachzukommen.

Den vornehmlich deutschen Kritikern sei es scheinbar wichtiger, die Fiskalpolitik anderer Staaten in die Handlungen der EZB einbeziehen zu wollen, um den Regierungen mehr Anreize zu Strukturreformen zu setzen. Dies sei faktisch eine Aufforderung zum Mandatsbruch. Mit dieser Grundhaltung sei Deutschland international isoliert: „90 bis 95 Prozent der internationalen Ökonomen sagt, die EZB macht eine gute Geldpolitik“, betont Fratzscher. In Deutschland würden nationale Interessen und eine historisch bedingte Angst vor Inflation die Debatte prägen. Die EZB sei in ihrem Handeln jedoch nicht nur für Deutschland, sondern für die gesamte Eurozone verantwortlich.

Die europäischen Institutionen, allen voran die EZB, als Sündenbock für gescheiterte nationale Politik zu nennen, schädige massiv deren Glaubwürdigkeit. Die EZB verfolge – anders als manche Politiker – mittel- bis langfristige Ziele, sodass sie auf kurzfristige Preisschwankungen nicht sofort reagieren dürfe. Die meisten Kritiker würden zudem verkennen, dass die EZB nicht wie die Deutsche Bundesbank agieren und eine monetäre Dominanz über die Politik ausüben könne. Das Mandat „monetäre Stabilität“ der Bundesbank sei wesentlich vager formuliert worden als das Mandat „preisliche Stabilität“ der EZB. Die EZB könne daher nie die Rolle erfüllen, die die deutschen Kritiker ihr zuschreiben wollten.

Vor dem Hintergrund dieser Kritik sei es lohnenswert darüber zu diskutieren, welches Mandat die EZB letztlich verfolgen solle. Eine Möglichkeit sei die Einführung eines flexibleren Inflationsziels mit einer breiteren Definition von Preisstabilität. Ein Zielkorridor von Null bis zwei Prozent Inflation würde wissenschaftlich ebenso diskutiert wie drei bis fünf Prozent Inflation. Höhere Inflationsraten würden in Deutschland zwar kritisch beäugt, jedoch böten diese einen größeren künftigen Handlungsspielraum für die Zinspolitik der EZB. Es müsse auch bedacht werden, dass die in der Eurozone bevorstehende relative Preisanpassung auch bedeuten könne, dass in Deutschland höhere Löhne gezahlt würden. Dies könne eine Zielinflation von deutlich mehr als zwei Prozent erfordern.

Die Einführung eines dualen Mandats für die EZB, beispielsweise mit Fokus auf Preisstabilität und Beschäftigung, wie es die amerikanische Notenbank verfolge, sei eine weitere Möglichkeit. Denkbar wäre auch eine engere Einbeziehung von Finanzstabilität. Über all diese Punkte könne man wissenschaftlich diskutieren. Solange die EZB aber kein anderes Mandat verfolge, sei der öffentliche Vorwurf eines vollzogenen Mandatsbruchs grundlegend falsch.

Prof. Dr. Thomas Mayer

Alternativen zum derzeitigen Geldsystem



„Die Definition von Wahnsinn ist, immer wieder das Gleiche zu tun und andere Ergebnisse zu erwarten.“

ALBERT EINSTEIN

„Warum sollten wir uns überhaupt Gedanken über alternative Geldsysteme machen?“, fragt Prof. Dr. Thomas Mayer, Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Instituts. „Weil das derzeitige Geldsystem, das über die Kreditvergabe der Banken stets neue Einlagen kreiert, langfristig implodieren wird“, gibt Mayer die Antwort gleich mit auf den Weg. Geld und Kredit seien, entgegen den meisten gängigen Lehrmeinungen, ursächlich für Konjunkturzyklen, insbesondere Kreditzyklen und damit verbundenen Vermögenspreiszyklen. Die Vorstellung, dass Banken Einlagen sammelten, um daraus Kredite zu vergeben, sei trügerisch.

Es sei genau umgekehrt der Fall. Die Kreditvergabe der Banken schaffe Einlagen, ohne dass hierfür zuvor gespart werden müsse. Somit sei klar, dass der Zins nicht aus einem Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage entstehe, sondern dass sich dieser daran orientiere, was der Zentralbank als Kreditgeber der letzten Instanz als „richtige“ Höhe des Zinses vorschwebe.

Durch den Kreditvertrag erfolge eine Bilanzverlängerung, bei der es zu Ungleichgewichten zwischen Ersparnis und Investition kommen könne. In einer zu lang anhaltenden Niedrigzinsphase würden Investitionen angeschoben, ohne dass sichergestellt sei, dass sie anschließend mit Ersparnissen finanziert werden könnten. In einem solchen Fall würden die Zinsen steigen und Investitionen, die zu niedrigeren Zinsen geplant worden seien, würden unrentabel und müssten abgeschrieben werden. Das über die Kreditvergabe geschaffene Geld würde vernichtet. Dieser Prozess habe sowohl die Zeit vor und nach der Weltwirtschaftskrise in den 1920er und 1930er Jahren gekennzeichnet als auch die kreditgetriebene Boomphase vor der Finanzkrise 2007 und die anschließende Rezession.

Als Reaktion habe 1933 der sogenannte Chicago-Plan eine Veränderung des Geldsystems vorgesehen, der in der Zwischenzeit leider in Vergessenheit geraten sei, aktuell aber zumindest in der Schweiz durch die „Vollgeld-Initiative“ wieder diskutiert werde. Demzufolge sollte den Banken das Recht zur Geldschöpfung über Schuldgeld genommen und dieses ausschließlich der Notenbank überlassen werden. Die Banken würden in ihre ursprüngliche Rolle als Geldsammler und Geldverleiher zurückgeführt. Die EZB könnte diese Rollenteilung fördern, indem sie eine sichere Einlage schaffe, die zu 100 Prozent durch eigene Reserven gedeckt sei und die sie den Banken für einen Einlagenzins zu null Prozent anbiete.

Perspektivisch befindet Mayer, dass eine Revolution im Zahlungsverkehr über elektronische Zahlungsmittel voranschreite. Digitales Geld wie Bitcoin werde langfristig das gegenwärtige Geldsystem ersetzen. Alle großen Zentralbanken arbeiteten bereits jetzt an ihrer eigenen, digitalen Währung. Die Reputation für das geschaffene Kryptogeld müssten sie sich dann im freien Wettbewerb mit anderen Anbietern erwerben. In einem solchen System, in dem private Banken Geld nicht mehr durch die Vergabe von Krediten schafften, würde die Ausweitung der Geldmenge stärker in den Fokus der Zentralbank rücken. Dies könnte nach einem festen Algorithmus geschehen, bei dem die Zentralbank sozusagen nur noch als ausführendes Organ fungieren würde.



Prof. Dr. Michael Heise

Niedrigzinspolitik als Fluch für Sparer und Versicherer?

„Als ich klein war, glaubte ich, Geld sei das Wichtigste im Leben. Heute, da ich alt bin, weiß ich: Es stimmt.“

OSCAR WILDE

„Die schwäbische Hausfrau verliert“, gibt Prof. Dr. Michael Heise, Chefvolkswirt der Allianz SE, zu bedenken. Betrachte man den direkten Einkommenseffekt aus der lang anhaltenden Niedrigzinsphase, überwiege in der Summe die Belastung für die deutschen Sparer. Im Vergleich zum Vorkrisen-Durchschnitt der Jahre 2003 bis 2008 sei der Saldo der eingesparten Zinszahlungen auf Bankkredite und der entgangenen Zinszahlungen für Bankeinlagen in Deutschland für die Jahre 2012 bis 2016 negativ. Im Gegensatz dazu hätten in der Eurozone besonders diejenigen Länder von den Niedrigzinsen profitiert, die sich durch eine hohe kurzfristige Verschuldung ihrer privaten Haushalte auszeichneten – allen voran Griechenland und Portugal sowie Spanien und Italien.

Anders als in Deutschland verzeichneten die Menschen in diesen Ländern einen Zinsgewinn von teilweise weit mehr als 1.000 Euro pro Kopf.

Deutsche Anleger investierten in ihre Geldvermögensbildung lediglich 14 Prozent in Wertpapiere und 86 Prozent in sichere Anlagen wie Bankeinlagen und Rentenversicherungen – Tendenz steigend. Die extrem expansive Geldpolitik der EZB fördere bei den Sparern in Deutschland scheinbar ein Gefühl der Unsicherheit. Die EZB trage daher eine besondere Verantwortung, die sie in ihrem Handeln berücksichtigen sollte. Trotz einer zuletzt positiven – international aber unterdurchschnittlichen – realen Rendite der deutschen Geldvermögen sei es berechtigt, dass sich die Menschen um ihre Altersvorsorge und ihren künftigen Lebensstandard sorgen. Dies treffe vor allem auf diejenigen Menschen zu, die den Großteil ihres Vermögens noch bildeten und hohe Einstiegspreise in Kauf nehmen müssten.

Die Geldpolitik der EZB habe sehr langfristige Verteilungswirkungen. Die OMT-Ankündigung der EZB 2012 zu unbegrenzten Staatsanleihekäufen habe das Vermögen der reichsten fünf Prozent der Bevölkerung um 3,5 Prozent anwachsen lassen. Die übrigen 95 Prozent hätten lediglich weniger als ein Prozent Kapitalwachstum verzeichnet. Auch der Anstieg der Immobilienpreise habe auf die unteren Vermögenssegmente eher regressiv gewirkt. Vor allem Menschen mit geringem Vermögen wählten weder Immobilien noch Wertpapiere als Anlageform und würden daher durch die Niedrigzinsen und Anleihekäufe der EZB relativ zu den vermögenden Bevölkerungsschichten benachteiligt.

Auch für die Versicherer stelle die Niedrigzinssituation eine große Herausforderung dar und führe zu vielen Anpassungen, erläutert Heise. Die Hauptänderungen ergäben sich auf der Bilanz. Auf der Aktivseite investiere man bei niedrigen Zinsen vermehrt in lange Anlagen, um die länger werdenden Laufzeiten der Verpflichtungen, die beispielsweise gegenüber Lebensversicherungen entstünden, auszugleichen. Dies wirke sich leider sehr prozyklisch auf das gesamte System aus.

Eine „stille Revolution“ spiele sich zudem auf der Passivseite der Bilanz ab, da die Produkte sukzessive geändert würden. Die klassische Lebensversicherung gebe es nicht mehr. In der Regel würden nur noch Beitragsgarantien ausgesprochen, aber keine Wachstumsgarantien. Um die negativen Effekte der Nullzinswelt auf den Lebensstandard im Alter und auch den Vermögensansparprozess zu kompensieren, brauche es aber nicht nur von den Versicherern neue Ideen und Anstrengungen, sondern auch seitens der Politik. Entschlossenes politisches Handeln sei bisher leider noch nicht zu erkennen.



Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen

Reale Ertragslage: So gut wie nie zuvor?

„Unsere Sparer sind dumm und unverschämt. Dumm sind sie, weil sie uns Geld geben, unverschämt sind sie, weil sie dafür auch noch Zinsen haben wollen.“

HERMANN JOSEF ABS, DEUTSCHE BANK

„Wir stimmen noch nicht einmal in der Problemanalyse überein“, gibt Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen zu bedenken. Das Vorstandsmitglied der Stiftung Marktwirtschaft und Direktor des Forschungszentrums Generationenverträge der Universität Freiburg erläutert, dass weder der Zins das eigentliche Problem darstelle noch dass es in Europa eine Finanzkrise gebe.

Erstens habe der Zins generell kaum Einfluss auf die Nachfragesteuerung. Banken würden ihr Geld nicht verleihen, wenn im Kreditgeschäft keine Aussicht auf Ertrag bestehe. Der Liquiditätsüberschuss der Banken würde eher bei der

EZB geparkt werden als in unsichere Geschäftsbeziehungen fließen.

Zweitens gebe es in Europa keine Finanz-, sondern eine Schuldenkrise. „Wir haben in den letzten Jahrzehnten viel zu viel ausgegeben“, mahnt Raffelhüschen. Nicht nur die expliziten Staatsschulden seien ein Problem, sondern vor allem auch die impliziten Schulden. Das von der Stiftung Marktwirtschaft jährlich veröffentlichte EU-Nachhaltigkeitsranking verdeutliche, dass die meisten Staaten in Europa von nachhaltigen Staatsfinanzen weit entfernt lägen. Die öffentlichen Haushalte würden über finanziell ungedeckte Wahlgeschenke und Versprechungen eingeschnürt. Angesichts dieser hohen fiskalischen Lasten sei die in vielen Euro-Staaten zu beobachtende Stagnation bei den Konsolidierungsbemühungen höchst bedenklich.

Dass die EZB Anleihen im großen Stil kaufe und somit auch die Refinanzierungszinsen für Staaten senke, begünstige den anhaltenden Reformstau. Die Zinsen auf Staatsanleihen würden oftmals das marktgerechte Risiko der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen nicht adäquat widerspiegeln. Gleichzeitig würden zwar auch die Versicherer massiv in Staatsanleihen investieren. „Wenn wir als Staat aber die Versicherer dazu zwingen, zu einem gewissen Grad Staatspapiere halten zu müssen, dürfen wir uns darüber nicht beschweren“, erläutert Raffelhüschen.

Der deutsche „Normalsparer“, der privat häufig über Lebensversicherungen sowie die gesetzliche und betriebliche Altersvorsorge anspare, sei von den anhaltenden Niedrigzinsen negativ betroffen. Die meisten Deutschen wüssten aber nicht einmal, dass sie Staatsanleihen kaufen, wenn sie eine Rentenversicherung abschließen. Ebenso negativ betroffen seien die Versicherer, die noch hohe Zins- und Beitragsgarantien bedienen müssten. Diese Fehlallokation von Kapital hätte jedoch durch dynamischere Formen der Bilanzregeln des Versicherungsvertragsgesetzes reduziert werden können.

Zudem müssten die Sparer ihre Diversifikationsstrategie überdenken. Würde der Großteil der Deutschen mehr in Immobilien und Aktien investieren, sehe deren Ertragslage wesentlich günstiger aus. „Für Immobilien- und Aktienbesitzer ist die reale Ertragslage in Deutschland so gut, wie sie wahrscheinlich seit Jahrzehnten nicht gewesen ist“, betont Raffelhüschen. Renditesteigerungen von real vier bis fünf Prozent würden durchschnittlich erzielt. Insbesondere die Aktienquote sei beim deutschen Sparer jedoch viel zu gering ausgeprägt. Statt eines höheren Regulierungsgrades sei eine bessere Informationspolitik über verschiedene Finanzierungsmodelle angebracht.



Die Zeit-Herausgeber Josef Joffe Ph.D., (re.) moderierte die Tagung.

IMPRESSUM

Stiftung Marktwirtschaft

Dr. Susanna Hübner (V.i.S.d.P.)
Charlottenstraße 60, 10117 Berlin
Tel. (030) 20 60 57-0
www.stiftung-marktwirtschaft.de

Text/Ansprechpartner:
Dr. Jörg König
koenig@stiftung-marktwirtschaft.de

Fotos: Kay Herschelmann