Börsen-Zeitung
Zeitung für die Finanzmärkte
Ausgabe 11 vom 17.01.2017, Seite 6

GASTBEITRAG

Geldpolitik – die Feuerwehr legt den Brand selbst

Börsen-Zeitung, 17.1.2017
Die Unterordnung der Geldpolitik unter eine dauerhaft expansive Wirtschaftspolitik in den westlichen Industriestaaten hat mittlerweile zu einer Situation geführt, dass eine Rückkehr zu den ursprünglichen Zielen einer stabilitätsbasierten Geldpolitik und eine Behebung des Schadens nicht mehr vorstellbar sind.

In der Folge sind die privaten und öffentlichen Schuldenstände weiter gestiegen und haben einen neuen Rekordwert erreicht. Würden all die Maßnahmen der Staaten sowie die seit langem von den Notenbanken verfolgte Niedrigzinspolitik – mittlerweile mit Negativzinsen – ihre Wirkung entfalten, so müsste sich bei diesem langen Wirkungszeitraum die Weltwirtschaft in starkem Aufschwung befinden. Es lohnt sich, daran zu erinnern, dass die Ursachen der Finanzkrise 2007/2008 nicht in einer immanenten Instabilität der Wettbewerbsmärkte liegen, sondern im Verhalten der Staaten und Notenbanken selbst. Auch fast zehn Jahre nach dieser Krise muss festgestellt werden:

- Weiterhin führt die dauerhafte Defizitpolitik zur vermeintlichen Wachstumsförderung zu einem dramatischen Anstieg der öffentlichen und privaten Verschuldung, die sich mittlerweile auf 270 % der globalen Wirtschaftskraft summiert.
- Weiterhin bringt die Unterstützung der expansiven Finanzpolitik durch die Nullzins-/Negativzins-Politik der Notenbanken einen immensen Geldüberhang, der sich schon einfach darin ausdrückt, dass die Bilanzsummen der großen westlichen Notenbanken der USA, Europas und Japans seit 2007 um über 230 % ausgeweitet wurden, während die Realwirtschaft ein weit geringeres Wachstum aufweist.
- Weiterhin hat mit einem Leistungsbilanz-Überschuss des Euroraums von 345 Mrd. Dollar und einem US-Defizit von 540 Mrd. Dollar ein hohes außenwirtschaftliches Ungleichgewicht Bestand, dessen Ausgleich durch Wechselkursschwankungen von der staatlichen Wirtschaftspolitik oder den Notenbanken verhindert wird, um vermeintliche Vorteile für die nationalen Volkswirtschaften zu sichern.
- Auch wird im Umfeld der „Wachstumspolitik um jeden Preis“ offensichtlich, dass die Staaten nicht nur eine stärkere Ungleichheit bei der Vermögens- und Einkommensverteilung hingenommen haben, sondern diese durch eine entsprechende Steuerpolitik oder bewusst nicht vorgenommene steuerliche Regelungen sogar gefördert haben. Alle schmerzlichen Veränderungen und Reformen an den Strukturen sind politisch unerwünscht und werden vermieden und in die Zukunft verschoben.

Auch wenn es in stetige Wiederholung mündet: eine Geldpolitik des „whatever it takes“ und die daraus resultierenden geldpolitischen Maßnahmen müssen im Hinblick auf die zu erwartenden negativen Auswirkungen aufs Schärfste kritisiert werden.

Wie sehr sich die Sicht auf das ehemals ultimative Ziel einer stabilitätsorientierten Geldpolitik gewandelt hat, zeigt sich nicht nur daran, dass eine grenzenlose Geldmengenausweitung betrieben wird, die offensichtlich jeglichen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation negiert. Weiter vertritt die Notenbank aktuell die Position, dass ein Inflationsziel von mindestens 2 % Preissteigerung angestrebt werden muss, um positive Auswirkungen auf die Wirtschaftsentwicklung zu erreichen.

1995 formulierte die Deutsche Bundesbank die Grundlagen ihrer Geldpolitik noch so: „Insbesondere gilt, dass ein über die Zunahme des Produktionspotentials der Wirtschaft hinausgehendes Geldmengenwachstum (...) langfristig zu steigenden Preisen führt. Mit einer auf mittlere Frist maximal zu tolerierenden Inflationsrate wird das Stabilitätsziel für die geldpolitische Praxis operationalisiert.“

Hier wird also aus einer erkannten Unschärfegröße oder Toleranzgrenze für Preissteigerungen bei der Durchführung einer praktischen Geldpolitik im aktuellen Argumentarium der EZB ein anzustrebendes Inflationsziel! Um dies zu erreichen, werden die Risiken und Nebenwirkungen der immensen Geldmengenausweitung negiert oder zumindest als vernachlässigbar eingeschätzt Die Feuerwehr hat den Brand schon gelegt, sieht aber nicht seine Gefahr für das Haus, sondern spricht von einer notwendigen Wärmequelle.

Offensichtlich wird nicht zur Kenntnis genommen, dass in einer globalisierten Wirtschaft mit den Möglichkeiten der Arbeitskostenverlagerung sowie der anhaltend schwachen weltwirtschaftlichen Entwicklung Preisüberwälzungsspielräume im Euroraum kaum vorhanden sind. Ohne diese wird auch die immense Geldmengenausweitung lange Zeit nicht zu steigenden Inflationserwartungen und höheren Inflationsraten führen. Haben nun die Staaten im Verein mit den Notenbanken das Perpetuum mobile gefunden, das dauerhaft expansive wirtschaftspolitische Maßnahmen, finanziert durch die Notenbanken, erlaubt? Die Antwort lautet natürlich nein, so etwas ist unmöglich.

Ende mit Schrecken

Um hier nicht in einer zustimmungsfähigen Analyse zu enden, die weiß, was falsch läuft, aber außer der Aussage „Das wird böse enden“ keine konkrete Aussage über dieses Ende machen kann, muss sich noch eine Beschreibung dieses Endes anschließen. Die Szenarien sehen wie folgt aus:

- Ein Ende mit Schrecken: Die Notenbanken entschließen sich zu einem Ausstieg aus der verfehlten Politik, führen die Geldversorgung zurück und erhöhen die Zinsen. Führt man sich vor Augen, auf welchen immensen Mehraufwand sich eine Erhöhung auch nur um 1 % belaufen würde, kann man sich ausmalen, was das für Staaten und Unternehmen bedeuten würde. Drastische Kostenreduzierungen müssten erfolgen bei Staaten und Unternehmen, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sinkt wegen der sinkenden Staatsausgaben, Unternehmen reduzieren Beschäftigung und Investitionen, was zu weiteren gesamtwirtschaftlichen Nachfrageausfällen führen wird. Wegen des erkennbar höheren Risikos werden die Risikoprämien steigen, was die Zinsen noch deutlicher steigen lassen wird. Die gestiegenen Risiken, die höhere Zinslast der Unternehmen und Privaten werden die erwarteten Erträge der Unter-

nehmen drastisch reduzieren, und als Spiegelbild werden die Aktienkurse einbrechen. Das globale Volkseinkommen wird sinken, deutliche Vermögensverluste werden folgen. Diese Entwicklung wird weitestgehend unkontrolliert verlaufen, da erneute, stabilisierende Eingriffe wieder konterkarierende Geldmengenausweitung mit niedrigen Zinsen oder Staatsverschuldung bedeuten würden.

- Ein schreckliches Ende: Gibt es für diesen ersten Weg keinen politischen Konsens der großen Industrienationen, so wird man den eingeschlagenen Weg weitergehen. In einem großen Wirtschaftsraum wie der Eurozone, der einen starken Binnenmarkt mit bedeutendem Leistungsbilanzüberschuss zum Rest der Welt erwirtschaftet, können Weg und Zeit bis zur endgültigen Beseitigung der ökonomischen Ungleichgewichte sehr lang gedehnt werden.

Der Endpunkt der Entwicklung wird von den ökonomischen Reaktionen der übrigen Welt abhängen: Langfristig wird diese Politik – das kann auch zehn Jahre heißen – dazu führen, dass weiter wachsende Staatsschulden mit entsprechend wachsendem öffentlichen Sektor, Kapitalfehlallokationen durch fehlende Steuerungsfunktion des Zinses aufgrund der Null- und Negativ-Zinspolitik und die aufgeschobenen Strukturreformen die Wettbewerbsfähigkeit der gesamten Eurozone dramatisch zurückgehen lassen.

Auch dies wird erst langfristig Auswirkungen zeigen, da durch den Leistungsbilanzüberschuss Europas immer noch eine starke Nachfrage nach Euro bestehen wird. Erst wenn dieser sich durch fehlende Wettbewerbsfähigkeit an den Weltmärkten aufgebraucht hat und für die Bezahlung von Importen Auslandswährung benötigt wird, welche die Europäische Zentralbank nicht selbst schaffen kann, wird der Wechselkurs des Euro unter starken Abwertungsdruck gesetzt. Dann wird Europa das harte Schicksal der Länder mit immer weiter verfallender Währung teilen und einen Weg der erzwungenen ökonomischen Anpassung gehen müssen.

Dies wird enden in einer tiefen Rezession mit entsprechenden negativen Beschäftigungseffekten, einer importierten Inflation und dann doch stark steigenden Zinsen, da die negativen Wechselkursentwicklungen durch entsprechende positive Zinszahlungen kompensiert werden müssen. Erhebliche Kursrückgänge an den Aktienmärkten wegen der stark gesunkenen Ertragserwartungen werden auftreten. Aus dem gleichem Grunde werden die Risikoprämien deutlich anziehen, die das Zinsniveau nach oben ziehen. Denkt man dann noch einmal an die um die griechische Krise geführte Argumentation, würde der für Griechenland oftmals zitierte Wettbewerbsnachteil von 30 % übertragen auf Europa tatsächlich die „Hölle“ bedeuten! Zwar kann man das Ende beschreiben, den Schrecken jedoch nicht!

Dr. Johann-Rudolf Flesch, Partner der Beratungsgesellschaft RISKBalance