

Weiss die Europäische Zentralbank, was sie da tut?

Autor(en): **Binswanger, Mathias**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Schweizer Monat : die Autorenzeitschrift für Politik, Wirtschaft und Kultur**

Band (Jahr): **99 (2019)**

Heft 1072

PDF erstellt am: **29.06.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-868815>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern. Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Weiss die Europäische Zentralbank, was sie da tut?

Die Geldpolitik ist in einer Sackgasse – und der einzige Weg hinaus aus politischen Gründen versperrt.

von Mathias Binswanger

Wenn es darum geht, die Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken in den letzten Jahren zu analysieren, stellt sich erst einmal eine Frage: Welche Auswirkungen können tiefe Zinsen und eine damit verbundene expansive Geldpolitik auf die Wirtschaft haben? Eine solche Politik hat insbesondere die Europäische Zentralbank (EZB) in jüngerer Zeit verfolgt. Da Geld in erster Linie geschaffen wird, indem die Geschäftsbanken Kredite vergeben, hängt die Antwort ganz entscheidend davon ab, was die Kunden dieser Banken mit dem neugeschaffenen Geld machen. Dabei lassen sich die folgenden drei grundsätzlichen Möglichkeiten unterscheiden:

1. Reales Wachstum:

Geld wird produktiv verwendet, etwa zur Finanzierung zusätzlicher bzw. besserer Arbeitskräfte oder Sachwerte. Es wird also in die Produktionsfaktoren Arbeit und Realkapital investiert, was eine Ausdehnung bzw. Veränderung der Produktion bewirkt.

Unternehmen, die sich von einer Geschäftsbank Geld ausleihen, verwenden das Geld dafür, neue Maschinen oder Anlagen zu kaufen, die Beschäftigung zu erweitern und die Produktionsprozesse zu verbessern, so dass sie in Zukunft mehr oder auch neue Arten von Gütern und Dienstleistungen produzieren können. Das zusätzlich in der Wirtschaft umlaufende Geld ermöglicht dann eine Zunahme sowohl der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage als auch des gesamtwirtschaftlichen Angebots. In der Realität sind allerdings nicht alle finanzierten Investitionsprojekte erfolgreich, und die Finanzierung nicht erfolgreicher Investitionsprojekte führt zu Inflation, da den erhöhten Ausgaben keine Mehrproduktion gegenübersteht. Solange aber eine Mehrheit der Investitionsprojekte erfolgreich ist, bewirken Investitionen in Realkapital genauso wie die Schaffung neuer Arbeitsplätze in erster Linie reales Wirtschaftswachstum¹.

2. Inflation bei Gütern und Dienstleistungen:

Geld wird unproduktiv verwendet, um bereits existierende Güter und Dienstleistungen zu kaufen.

Wird neugeschaffenes Geld für den Kauf von bereits früher produzierten Gütern oder Dienstleistungen eingesetzt, dann erhöht sich die Geldmenge, ohne dass irgendetwas Zusätzliches

hergestellt wird. In diesem Fall führt die Geldschöpfung zu Inflation, da sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erhöht, aber das Angebot konstant bleibt. Eine solche unproduktive Verwendung ergibt sich am offensichtlichsten bei Konsumkrediten, wo nur zusätzliche Nachfrage finanziert wird. Aber auch Kredite an Unternehmen und Geldschöpfung durch Aufkauf von Staatsschulden können zu unproduktiver Geldverwendung führen, wenn damit keine zusätzliche Produktion finanziert wird.

3. Inflation auf Finanzmärkten:

Geld wird unproduktiv zum Kauf von Wertpapieren (vor allem Aktien) und – in jüngerer Zeit noch viel wichtiger – Immobilien verwendet.

Neugeschaffenes Geld kann auch zum Kauf von Wertpapieren oder Immobilien verwendet werden. In diesem Fall findet die Inflation auf den entsprechenden Finanzmärkten oder dem Immobilienmarkt statt, ohne dass sie in den Statistiken als Inflation gemessen wird. Sie äussert sich dann in Form von steigenden Aktienkursen oder steigenden Grundstückspreisen, da die Nachfrage nach diesen Aktiven ansteigt, ohne dass sich das Angebot verändert. Solche Preissteigerungen haben häufig spekulativen Charakter. Bei länger anhaltenden, starken Preissteigerungen spricht man von spekulativen Blasen. Diese Blasen platzen oft abrupt – es kommt zum «Crash» – und verursachen dann Finanzkrisen.

In der Realität können wir alle der drei beschriebenen Auswirkungen beobachten, wobei je nach wirtschaftlicher Situation die eine oder andere dominiert. So war in Deutschland in den 1950er und 1960er Jahren, also in der Zeit des Wiederaufbaus und des Deutschen Wirtschaftswunders, eindeutig die produktive Verwendung von Krediten vorherrschend. Entsprechend bewirkte Geldschöpfung vor allem reales wirtschaftliches Wachstum. Nach dem Ersten Weltkrieg bis zur Hyperinflation im Jahre 1923 hatte hingegen die unproduktive Verwendung dominiert – «schnell ausgeben, bevor es nichts mehr wert ist», wie dies immer der Fall ist, wenn zu schnell zu viel Geld geschaffen wird. Der Börsenboom Ende der 1990er Jahre in den USA, aber auch in vielen europäischen Ländern ist ein Beispiel für eine grösstenteils unproduktive Verwendung von Geld an der Börse.



«Kaum jemand ausserhalb der EZB wird ernsthaft annehmen, dass Unternehmen mehr investieren, wenn die Inflationsrate statt bei 1 Prozent bei 2 Prozent liegt.»

Mathias Binswanger

Mathias Binswanger, zvg.

Das Märchen von der idealen Inflationsrate

Welche Auswirkung überwiegt heute? – Da klaffen Wunschdenken und Realität ziemlich weit auseinander. Die EZB hält hartnäckig an der Darstellung fest, mit noch tieferen Zinsen werde es ihr gelingen, die reale Wirtschaft in der EU wieder zu stimulieren. So hat die EZB im September 2019 beschlossen, den Einlagensatz, welchen die Geschäftsbanken für das auf ihren Konten bei der EZB liegende Zentralbankengeld bezahlen müssen, noch einmal von $-0,4$ auf $-0,5$ Prozent zu senken. Doch welche Überlegungen stecken eigentlich hinter dieser aggressiven Zinssenkungspolitik? Eine genauere Analyse des Verhaltens der EZB zeigt, dass Mario Draghi und Co. sich seit Jahren eine Fiktion zurechtgezimmert haben und diese als Ausgangspunkt für ihre geldpolitischen Entscheide nehmen. Diese Fiktion geht von der Doktrin aus, dass die Wirtschaft im Euroraum nur dann gut funktioniert, wenn die Inflationsrate nahe bei 2 Prozent liegt. Deshalb müsse die EZB dafür sorgen, dass die Inflationsrate nicht zu stark unterhalb oder oberhalb dieses Wertes liege. Tut sie das doch, wie das gegenwärtig mit 1,3 Prozent der Fall ist, dann drohe, so wird behauptet, das Schreckgespenst einer Deflation: Schwach steigende oder gar sinkende Preise könnten Unternehmen und Verbraucher dazu bringen, Investitionen bzw. ihren Konsum aufzuschieben – in der Erwartung, Güter und Dienstleistungen würden in Zukunft billiger werden. Eine solche Erwartungshaltung sorge deshalb für einen Rückgang der Nachfrage und führe zu einer Rezession. Nur wenn die Inflationsrate sich der Marke von 2 Prozent annähere, könne garantiert werden, dass solche unheilvollen Deflationserwartungen gar nicht erst aufkämen. Und damit Deflationserwartungen wieder in Inflationserwartungen umschlagen, müssten eben die Zinsen weiter gesenkt werden.

Diese Argumentation ist aber in der Realität vollkommen irrelevant. Kaum jemand ausserhalb der EZB wird ernsthaft annehmen, dass Unternehmen mehr investieren, wenn die Inflationsrate statt bei 1 Prozent bei 2 Prozent liegt. Ob Unternehmen viel oder wenig investieren, hängt in erster Linie von den Erwartungen über den zukünftigen Gang der Wirtschaft ab. Inflations- oder Deflationserwartungen spielen hingegen eine unbedeutende Nebenrolle. Die Kausalität ist vielmehr umgekehrt. Wenn die Wirtschaft boomt, dann beginnen oftmals auch die Preise zu steigen. Aber mit erwarteten Preisanstiegen Wachstum erzeugen zu wollen, setzt eine gehörige Portion an geldpolitischer Naivität voraus.

Die Preise steigen – es sind nur die falschen

Die seit 2014 geltenden negativen Zinsen für Einlagefazilitäten bei der EZB haben deshalb auch nicht zu mehr Investitionskrediten an Unternehmen geführt. Stattdessen führten sie zu einer Zunahme der Hypothekarkredite. Dort spielen kleine Zinssatzänderungen tatsächlich eine wichtige Rolle. Ob ein Haushalt ein Prozent oder zwei Prozent Hypothekarzins bezahlt, hat auf seine monatlichen Ausgaben entscheidenden Einfluss. So hat die Negativzinspolitik in der Eurozone statt zu einer Belebung der realen Wirtschaft zu einer erhöhten Nachfrage nach Hypothekarkrediten geführt. Hypothe-

karkredite machen inzwischen in den meisten Euroländern deutlich mehr als 50 Prozent aller von Banken vergebenen Kredite aus, und dieser Anteil steigt ständig weiter an.

Fliesst neugeschaffenes Geld aber vor allem auf den Immobilienmarkt, dann beginnen dort und nicht in der Realwirtschaft die Preise zu steigen. Es besteht heute ein enger Zusammenhang zwischen der Vergabe von Hypothekarkrediten und dem Anstieg der Immobilienpreise, den wir in der Schweiz seit dem Jahr 2000 besonders deutlich sehen. Doch auch in der Eurozone wird dieser Zusammenhang immer offensichtlicher. So sind die Hauspreise im Euroraum in den letzten Jahren stark gestiegen. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) warnte denn auch Ende Juli vor einer Überhitzung auf dem europäischen Immobilienmarkt. Mit anderen Worten: Der EZB ist es mit ihrer Tiefzinspolitik gelungen, die unerwünschte Inflation bei Immobilienpreisen zu steigern – nicht aber die *erwünschte* Inflation bei Gütern und Dienstleistungen.

Als Fazit lässt sich somit festhalten: Weder ist die EZB in der Lage, den angestrebten Zielwert von zwei Prozent Inflation bei Gütern und Dienstleistungen zu erreichen, noch besitzt dieser Zielwert irgendeine tatsächliche Relevanz für die längerfristige Entwicklung der Wirtschaft. Die superexpansive Geldpolitik basiert vielmehr auf einer Fiktion, von der sich die EZB nicht mehr lösen kann. Zu sehr hat sie sich bereits in das von ihr selbst geschaffene Narrativ verstrickt. Dumm, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) de facto gezwungen ist, diesem Narrativ ebenfalls zu folgen. Denn sie hat keine andere Wahl, als ihre Geldpolitik an die der EZB anzulehnen. Wenn die EZB wie befürchtet die Zinsen bald nochmals senken wird, muss die SNB ihre Zinsen deshalb noch weiter in den negativen Bereich verschieben oder auf dem Devisenmarkt weitere Euros und Dollars kaufen. Nur so kann eine Aufwertung des Schweizer Frankens verhindert werden. Da bei den Zinsen aber kaum mehr Spielraum nach unten besteht, bleibt de facto nur die zweite Variante übrig. Weitere Devisenkäufe werden deshalb kaum auf sich warten lassen!

Wäre der Ausweg nicht, die «2-Prozent-Regel» endlich ins Reich der Fiktion zu verbannen und sich zu trauen, die Zinsen behutsam wieder zu erhöhen? – Vorerst ist dieser Ausweg versperrt; zu gross scheint die Angst, dass einige Länder wieder in Schwierigkeiten geraten könnten, wenn die Zinsen ansteigen, und Europa will derzeit neben dem Brexit keine weitere Baustelle eröffnen. ◀

¹ Nur teilweise produktiv sind Hypothekarkredite. Dienen sie der Finanzierung des Baus von Immobilien, dann führen sie über einen gewissen Zeitraum auch zu einer Zunahme der Produktion. Dienen die Hypothekarkredite hingegen nur zum Erwerb von schon bestehenden Liegenschaften, was bei der Mehrheit der Hypothekarkredite der Fall ist, dann werden sie nicht produktiv genutzt, und mehr Hypothekarkredite führen in diesem Fall tendenziell zu einer Zunahme der Immobilienpreise.

Mathias Binswanger

ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Fachhochschule Nordwestschweiz. Zuletzt veröffentlichte er das Buch «Der Wachstumszwang. Warum die Volkswirtschaft immer weiterwachsen muss, selbst wenn wir genug haben» (Wiley, 2019).