

Die Konjunktur kühlt sich ab, aber da die aktuelle Inflationsrate von 1 bis 1,5 Prozent unter der 2-Prozent-Zielmarke der Europäischen Zentralbank (EZB) liegt, hat diese noch Spielraum zur konjunkturellen Gegensteuerung, und sei es mit Sondermaßnahmen.“ Diese Aussage hört man derzeit häufig. Sie enthält jedoch eine Reihe von Fehlschlüssen und ist auch aus marktwirtschaftlicher Sicht problematisch.

Erstens: Die vertragliche Verpflichtung der EZB besteht nicht im Erreichen von Inflation, sondern in der „Gewährleistung von Preisstabilität“. Weder findet sich im Vertrag ein Inflationsziel noch ein Zahlenwert wie „zwei Prozent“. Man kann es nicht oft genug betonen: Demokratisch legitimiert und zeitlos gültig bleibt die Preisstabilität und nicht ein wie auch immer geartetes Inflationsziel.

Die stets zitierte Inflationsgrenze von zwei Prozent war eine frühe Orientierungshilfe, die sich die EZB bei der Einführung des Euros vor 20 Jahren gegeben hat. Zu jener Zeit lag die durchschnittliche Inflationsrate in den OECD-Ländern bei rund drei Prozent, heute liegt sie bei 1,9 Prozent. Die Öffnung Chinas, die Integration Osteuropas in den europäischen Binnenmarkt und die allgemeine Globalisierung haben zu dem Rückgang der globalen Preissteigerung entscheidend beigetragen, wenn auch mit schwerwiegenden Folgen für den Arbeitsmarkt in Westeuropa.

Wenn man sich heute fragen würde, wie in der globalisierten Welt für eine reife Volkswirtschaft wie die Eurozone Preisstabilität zu definieren sei, würde man vermutlich eine Preissteigerungsrate von ein bis eineinhalb Prozent festlegen, aber nicht mehr auf zwei Prozent schielen. Auch dies wäre noch ein deutliches Signal gegen angebliche Risiken einer Deflation, welche gelegentlich an die Wand gemalt werden. Für Europa ist ein solches Szenario einer anhaltenden Abwärtsspirale von allgemeinem Preisniveau, Konsum und Löhnen ohnehin kaum plausibel, nicht zuletzt wegen eines regulierten Arbeitsmarkts, eines großen öffentlichen Sektors mit festen Nominallöhnen und eines umfangreichen Sozialsystems mit nominal festgeschriebenen Transferzahlungen.

Zweitens ist es ein Fehler, die statistische Inflationsrate mit der Veränderung des Preisniveaus und der Kaufkraft gleichzusetzen. Denn die statistische Inflationsrate bezieht sich nur auf den Anstieg der Verbraucherpreise, also nur auf wiederkehrende Ausgaben des täglichen Bedarfs, wie Lebensmittel, Haushaltsgüter, Dienstleistungen, Benzin, Heizöl und Mieten. Bewusst ausgeblendet werden Preise für Immobilien, Bauland und andere Vermögenswerte, weil man zu Beginn des Euros annahm, dass diese sich parallel zu den Verbraucherpreisen entwickeln würden, wenn auch mit größeren Schwankungen.

Dies bedeutet aber, dass die Entwicklung der Verbraucherpreise das allgemeine Preisniveau und die Kaufkraftentwicklung nur dann korrekt widerspiegelt, wenn sich die Vermögenspreise entsprechend zu den Verbraucherpreisen bewegen. Dies ist aber seit vielen Jahren nicht mehr der Fall. Insbesondere die Immobilienpreise sind in den letzten Jahren um drei bis fünf Prozent pro Jahr gestiegen, und in deutschen und europäischen Großstädten dürfte der Anstieg noch deutlich höher ausgefallen sein. In Zeiten anhaltender und überproportional steigender Immobilienpreise greift aber der Verbraucherpreisindex viel zu kurz, um die Kaufkraftentwicklung abzubilden. Was nützt es einer Familie, wenn die Güter des täglichen Bedarfs, für die monatlich bis zu 2 000 Euro ausgegeben werden, „nur“ um 1,5 Prozent oder 30 Euro pro Jahr steigen, sich aber die Kosten für ein Eigenheim um 100 000 Euro verteuern? Steigende Immobilienpreise sind für die meisten Familien die größten Kaufkraftvernichter.

Nun könnte man einwenden, dass die Immobilienpreise durch die Mieten im Verbraucherpreisindex eingefangen werden. Doch nicht alle Menschen wollen immer zur Miete wohnen. Im Übrigen passen sich die Bestandsmieten nur sehr graduell an die rasant steigenden Immobilienpreise an, und viele Menschen müssen aufgrund der Arbeit in die Ballungsräume ziehen. Es gibt also noch beträchtliches Inflationspotential, welches sich über die nächsten Jahre bei den Verbraucherpreisen niederschlagen wird. Der Immobilienboom mag zu mehr Bautätigkeit führen, aber dies ist nur ein sekundärer Effekt, der zudem durch Baulandbegrenzungen, bürokratische Auflagen sowie zunehmende Engpässe in der Bauwirtschaft gebremst wird.

Der dritte Fehlschluss der eingangs zitierten Aussage liegt in der Annahme, eine geldpolitisch getriebene Nachfragerhöhung würde die Inflation im Euroraum deutlich ansteigen lassen. Selbst wenn die Zinsen weiter fielen und schuldenfinanzierte Ausgaben steigen würden, hätte dies kaum Auswirkungen auf die Inflationsrate. Der Grund liegt in der Globalisierung und der hohen Importrate bei Verbrauchsgütern. Eine höhere Nachfrage aus der Eurozone wird kaum zu Verknapfungen in China und anderen Ländern in Fernost führen. Zu gigantisch und steigend ist das Angebot. Zudem wird selbst in Asien die Produktion in immer noch billigere Länder verlagert, wie dies etwa bei Textilien der Fall ist.

Diese drei Punkte belegen, dass bei einer weiteren Fortführung der expansiven Geldpolitik, wie sie aktuell diskutiert wird, in Bezug auf das vertragliche Mandat Vorsicht geboten ist. Denn wesentliche ökonomische Fakten lassen diese in einem anderen Licht erscheinen.

Die EZB und die Schranken von Mandat und Marktwirtschaft

Von Christian Thimann



Illustration Alfons Holzgreve

Kommen wir zu den im Eingangsstatement genannten Sondermaßnahmen abseits der eigentlichen Geldpolitik, also abseits der Festlegung des kurzfristigen Refinanzierungssatzes für Banken bei der Zentralbank.

Derzeit gibt es insbesondere zwei Sondermaßnahmen der Zentralbank, deren Fortführung aus marktwirtschaftlicher Sicht Fragen aufwirft.

Zum einen sind dies die „negativen Zinsen“, die auf Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank erhoben werden und sich auch auf Einlagen von Unternehmen und Privatpersonen bei Geschäftsbanken auswirken könnten. Über diesen Begriff wird in den Medien mit einer Selbstverständlichkeit gesprochen („es gibt kein Recht auf Rendite“), als ob dieses Phänomen kein Widerspruch in sich wäre. Letztlich ist der Begriff der „Negativzinsen“ eine Wortkombination ohne Sinngehalt. Denn Zins ist die Vergütung für die Geduld beim Sparen, beziehungsweise der Preis für das Geld – ebenso wie der Lohn die Vergütung für die Anstrengung der Arbeit widerspiegelt und die Preise die Vergütung für eingesetzten Ressourcen darstellen. Kann es „negative Löhne“ geben? Wohl kaum. Im Studium wird gelehrt, dass es „negative Preise“ allenfalls für Müll gibt, weil man denjenigen bezahlen muss, der ihn abnimmt.

In einer funktionierenden Marktwirtschaft kann es „negative Zinsen“ nicht geben, wie es auch keine „negativen Löhne“ oder „negative Preise“ geben kann. Niemand verleiht freiwillig Geld, um später weniger davon zurückzubekommen. Ebenso würde niemand freiwillig arbeiten oder Güter verkaufen, wenn er seinen Lohn mitbringen oder dem Käufer noch Geld in die Hand drücken müsste. Dies geht nur durch staatlichen Eingriff, also durch Zwang. Und die Banken sind nicht in der Lage, sich der Einlage bei der Zentralbank vollständig zu entziehen. Denn Liquiditätsmanagement funktioniert in einer modernen Volkswirtschaft nur dann reibungslos, wenn es einen Puffer gibt. Und der notwendige Puffer an Liquidität

im Bankensystem kann nur bei der Zentralbank deponiert werden.

Dass es nun heißt, die Banken sollen diese Negativeffekte über Kosteneinsparungen kompensieren, setzt der ganzen Konstellation noch die Krone auf. Wenn durch staatliche Eingriffe das Geschäftsmodell angegriffen wird, sind die Institute kaum in der Lage, die dadurch verursachten Verluste durch Einsparungen auszugleichen.

Schwache Konjunktur bei Inflation unter zwei Prozent und deswegen negative Zinsen und EZB-Sondermaßnahmen? Das Mandat der EZB lautet nicht auf Inflation, sondern auf Preisstabilität

Der zweite Punkt betrifft die Kapitalmarktinterventionen. Geldpolitik gehört in den Bereich des Geldmarktes; dies ist der kurzfristige Teil des Finanzmarkts mit einer Frist bis zu einem Jahr. Ab einem Jahr und mehr spricht man vom Kapitalmarkt. Mit dem Ankauf von Staatsanleihen und zeitweise Unternehmensanleihen hat die EZB sich in den Bereich des Kapitalmarkts bewegt. Insofern kann man hier nicht von Geldpolitik, sondern höchstens von Kapitalmarktpolitik sprechen.

Auf dem Kapitalmarkt wird über unzählige Teilnehmer und Anlageklassen das Gleichgewicht zwischen Sparen und Investitionen bestimmt. Das Alpha und Omega des Kapitalmarkts sind die Staats-

anleihen. Ihr Preis dient als Berechnungsgrundlage für fast alle anderen Vermögenswerte, wie etwa Unternehmensanleihen, Aktien oder Immobilien. Verändern sich die Preise für Staatsanleihen, so verändern sich praktisch sämtliche anderen Kapitalmarktpreise der Volkswirtschaft – umgekehrt ist das nicht der Fall. Dies bedeutet, dass bei einem umfassenden Eingriff in den Markt der Staatspapiere sämtliche Vermögenspreise in einer Volkswirtschaft verzerrt sind. Eine Marktwirtschaft braucht jedoch einen Kapitalmarkt mit einem funktionierenden Preismechanismus und ohne langanhaltende staatliche Eingriffe. Eine Kapitalmarktintervention durch die Zentralbank kann gerechtfertigt sein, aber sie bedarf aufgrund der Schwere einer solchen Maßnahme der besonderen Rechtfertigung. Zumeist wurden die bisherigen Eingriffe – egal ob tatsächlich erfolgt oder nur wirksam angekündigt – mit einer schweren Störung des Kapitalmarktsegments begründet, wie

gen Mittel übersteigen – auf über eine Billion Euro. Diese Überschussliquidität entstand, indem in sehr großen Mengen Staatsanleihen gekauft wurden und noch immer nachgekauft werden.

Wie groß die Nachkäufe sind, lässt sich über eine Überschlagsrechnung eingrenzen: Es wurden über 2,4 Billionen Euro an Staatsanleihen gekauft, die eine Laufzeit von durchschnittlich etwas über acht Jahren haben. Damit werden pro Jahr durchschnittlich ein Achtel, also rund 300 Milliarden Euro, fällig. Diese werden nachgekauft, weil die EZB den Bestand noch konstant halten will. Mit anderen Worten: Auch heute noch kaufen EZB und nationale Notenbanken jeden Tag für durchschnittlich fast 1 Milliarde Euro Staatsanleihen. Die langfristigen Kapitalmarktzinsen können sich daher nicht erholen und spiegeln kein Marktgleichgewicht wider, sondern anhaltende öffentliche Eingriffe.

Die extrem niedrigen Zinsen für Staatsanleihen treiben viele Anleger in andere Segmente des Kapitalmarkts. Allerdings brauchen Lebensversicherer, Pensionsfonds, Unternehmen sowie private Haushalte eine Kombination von Sicherheit und Rendite, etwa um Rentenverpflichtungen nachzukommen oder die Kaufkraft im Alter zu stabilisieren. Dass sichere Staatsanleihen nicht mehr als Zinsträger zur Verfügung stehen, destabilisiert langfristige, sicherheitsorientierte Portfolios. Denn Unternehmensanleihen, Immobilien, Aktien oder Fremdwährungsanleihen sind alles imperfekte Substitute.

Allerdings können nicht alle Anleger den Staatsanleihen bei Nullzinsen ausweichen. Banken etwa sind durch die neuesten Basel-Regeln verpflichtet, einem Teil ihrer Verbindlichkeiten sogenannte „hochqualitative Vermögenswerte“ gegenüberzustellen. Der größte Teil dieser gesetzlich festgelegten Gruppe von Vermögenswerten sind Staatsanleihen. Versicherungen werden durch die Regulierung ebenfalls verpflichtet, langfristigen Verbindlichkeiten auch langfristige Schuldtitel gegenüberzustellen, und bei den langfristigen Schuldtiteln dominieren wiederum Staatsanleihen. Das bedeutet, dass

Banken und Versicherungen keine Möglichkeit haben, Staatsanleihen vollständig zu umgehen, und selbst bei Renditen von null zu diesen Titeln greifen müssen.

So ergibt sich ein verhängnisvolles Wechselspiel: Durch staatliche Eingriffe bei bestehender Regulierung werden Banken und Versicherungen Verluste aufgebürdet, die letztlich bei den Kunden landen. Das schmerzt besonders in einer Volkswirtschaft, die stark auf private Vorsorge ausgerichtet ist und in deren Rentensystem, demographisch bedingt, immer größere Lücken klaffen.

Der deutsche Sparer wird aus anderen europäischen Ländern heraus oftmals belächelt. Doch ist wenig bekannt, dass das deutsche Rentensystem weitaus geringere Leistungsversprechen enthält als die Systeme der Nachbarländer. Die OECD hat für alle Länder eine sogenannte „Netto-Ersatzquote“ berechnet, die die einfache Frage beantwortet: Wie viel bekommt man im Durchschnitt netto als Rentner verglichen mit seinem Nettolohn der letzten Jahre? In Frankreich sind dies 75 Prozent, in Spanien 80 und Italien über 80 Prozent. Da ist privates Sparen hilfreich, aber nicht existentiell.

Anders in Deutschland, wo die „Netto-Ersatzquote“ von der OECD mit 50 Prozent angegeben wird. Wer also in Deutschland im Alter seinen Wohlstand sichern möchte, muss private Vorsorge betreiben. Insofern ist der deutsche Sparer kein Kuriosum, sondern ein rationaler und vorsorglich denkender Mensch. Sein „Wunschdreieck“ besteht aus Sicherheit, Rendite und Liquidität. Die Lebensversicherung erfüllte lange Zeit diese Anforderung, insbesondere mit den verbindlichen jährlichen Zinsgarantien. Da niemand auf die Idee kam, dass in einer wachsenden Volkswirtschaft mit positiver Inflation die Rendite durch staatliches Eingreifen am langfristigen Kapitalmarkt in den negativen Bereich gedrückt werden könnte, wurden die Lebensversicherungen noch vor wenigen Jahren als sicheres Garantieprodukt vertrieben. Vielfach belief sich das Versprechen auf 2,75 bis 3,5 Prozent Verzinsung pro Jahr. Heute gibt es keinen Garantiezins über ein Prozent mehr, und die alten Produktlinien sind für Neugeschäfte geschlossen.

Allerdings sind die Bestände mit diesen alten Verträgen immens. Über 800 Milliarden Euro stehen in den Bilanzen der deutschen Lebensversicherer und Pensionskassen, verbunden mit Zinszusagen, die heute weit über dem Kapitalmarktzins für sichere Bundesanleihen liegen. Viele Versicherer und Pensionskassen haben Absicherungsmaßnahmen getroffen, etwa durch Kostensenkungen oder Kapitalverstärkungen. Auch haben sie ihre Kapitalanlage teilweise stärker diversifiziert, so dass in den meisten Fällen die Garantien auch bei niedrigen Zinsen bedient werden können.

Dies sieht jedoch anders aus, wenn die Zinsen der Bundesanleihen bei null liegen sollten. Und es wird sehr problematisch, wenn diese Zinsen weiter negativ sind und dies länger bleiben. Denn dann wird der Abstand zwischen der gegebenen Garantie und der sicheren Wiederanlage zu hoch, als dass er einfach überbrückt werden könnte.

Wenn immer Branchenvertreter ihre Stimme erheben, ist der Einwand zu hören, dass es nicht Aufgabe der Geldpolitik sei, einer Branche unter die Arme zu greifen. Dieser Einwand geht an der Sache vorbei. Um es ganz deutlich zu sagen: Hier geht es nicht um die Versicherungsunternehmen. Diese können sich dem Marktumfeld anpassen und tun dies durchaus erfolgreich. Wenn das Umfeld für die klassische Lebensversicherung nicht mehr stimmt, investieren sie stärker in Krankenversicherung, Industrieversicherung oder andere Versicherungszweige, oder sie können auf fondsgebundene Lebensversicherungen mit einem höheren Anlagerisiko für Kunden wechseln. All diese Verschiebungen sind deutlich zu beobachten. Das Problem entsteht jedoch für die Kunden, und zwar in einem volkswirtschaftlich relevanten Ausmaß. Sie erhalten deutlich geringere Überschussbeteiligungen aus der klassischen Lebensversicherung und nicht mehr die Vorsorgeprodukte, die ihnen die gewünschte Kombination von Sicherheit, Rendite und Liquidität bieten. Deshalb hat die skizzierte Entwicklung das Potential, auf mittlere Sicht in Deutschland eine substantielle Vorsorgekrise auszulösen. Schuster, bleib bei deinen Leisten. Die Geldpolitik hat aus gutem Grund festgelegte Ziele und Instrumente im Geldmarktbereich. Diese Festlegung schützt nicht zuletzt die soziale Marktwirtschaft, auf welcher der europäischen Wohlstand beruht. Mit ihr sind negative Zinsen und lang anhaltende Kapitalmarkt Eingriffe kaum vereinbar.

Christian Thimann war viele Jahre in leitender Funktion bei der EZB tätig. Zur Zeit der globalen Finanzkrise und Euro-Krise war er der engste Mitarbeiter von Präsident Jean-Claude Trichet und anschließend von Präsident Mario Draghi. Ende 2013 wechselte er in den erweiterten Vorstand des französischen Versicherers AXA nach Paris und ist heute der Deutschlandchef von Athora, einem neuen Lösungsanbieter für Lebensversicherer im Niedrigzinsumfeld. 2018 leitete er auf Einladung der Europäischen Kommission die hochrangige Expertengruppe für ein nachhaltiges Finanzsystem. Der Beitrag gibt seine persönliche Meinung wieder.