



Januar 2020

Gemeinsames Diskussionspapier von VCI, VDMA und ZVEI zur aktuellen Geldpolitik

Auf die globale Finanzkrise, die sich zwischen 2007 und 2009 entfaltet hat, folgte ab 2010 die Euro-Schuldenkrise – eine vielschichtige Staatsschulden-, Banken- und Wirtschaftskrise im gemeinsamen europäischen Währungsraum. Es zählt ganz sicher zu den **Verdiensten der Europäischen Zentralbank (EZB)**, dass sie mit einem Mix aus konventionellen und unkonventionellen Maßnahmen, sprich: von Null- und Negativzinsen bis hin zu massiven Aufkäufen von Staatsanleihen (quantitative Lockerung), **nicht nur die Märkte beruhigt, sondern auch das Wachstum unterstützt hat** – nicht zuletzt wohl auch über die Schwächung des Außenwertes des Euro. Man erinnere sich an die berühmt gewordene Whatever-it-takes-Rede ihres damaligen Präsidenten Mario Draghi im Sommer des Jahres 2012, die sämtlichen Spekulationen auf ein Zerbrechen des Euro den Boden unter den Füßen entzogen hat.

Durch die niedrigen Zinsen hat die Geldpolitik zudem der Fiskalpolitik den für Reformen notwendigen Handlungsspielraum verschafft – auch in Deutschland. Denn **es ist die Aufgabe der Regierungen, die Währungsunion durch entsprechende Reformen zu stabilisieren, dauerhaft zusammenzuhalten und krisenfest zu machen**. Die Bundesbank hat kürzlich vorgerechnet, dass die Niedrigzinspolitik der EZB dem deutschen Staat in der Dekade bis 2018 gut 368 Milliarden Euro an Ausgaben eingespart hat. Ausgegeben wurde dieses Geld allerdings überwiegend konsumtiv. Viele strukturelle Probleme sind dagegen nicht angegangen worden. Dabei entsprechen die 368 Milliarden mehr als 80 Prozent des zuletzt vom IW Köln gemeinsam mit dem Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) identifizierten zusätzlichen Investitionsbedarfs der nächsten zehn Jahre in Deutschland. Auch in anderen Ländern wurde der Handlungsspielraum nur unzureichend zur Stärkung der strukturellen Wachstumskräfte genutzt. Etliche Herausforderungen sind immer noch nicht ausreichend in Angriff genommen worden – z. B. die hohen Staatsschulden in Italien, die notwendige Rentenreform in Frankreich oder die hohe Arbeitslosigkeit in Griechenland.

Dies rechtfertigt aber nicht, die Geldpolitik dauerhaft expansiv auszurichten. Denn die europäische Wirtschaft hat, so die EU Kommission, die Finanzkrise erfolgreich hinter sich gelassen. Damit dürfte der Punkt erreicht sein, ab dem **die Nebenwirkungen des billigen Geldes überhandnehmen** und seine Nachteile die Vorteile überwiegen. Aus Sicht der Chemie-, der Elektro- und der Maschinenbauindustrie gibt es inzwischen folgende negative Begleiterscheinungen:

- **Innovationsanreize sinken:** Die volkswirtschaftliche Steuerungsfunktion des Zinses besteht darin, knappes Kapital – unter Berücksichtigung von Risikogesichtspunkten – dahin zu lenken, wo es die höchsten Renditen erzielen kann. Bei allgegenwärtigen Nullzinsen kommt diese Funktion abhanden. Wenn daraufhin Unternehmen am Markt bleiben, die unter normalen Umständen keinen Kredit mehr bekommen würden, wird der Wettbewerb verzerrt, und es droht eine „Zombifizierung“ der Wirtschaft. Schumpeters Prozess der schöpferischen Zerstörung wird dann außer Kraft gesetzt, d. h. Anreize für Innovationen gehen verloren. Dies wiederum belastet die gesamtwirtschaftliche Produktivität und damit das Wachstumspotenzial.
- **Steigende Pensionsrückstellungen entziehen Liquidität:** Die Bewertung von Pensionsrückstellungen erfolgt im Handels- und Steuerrecht unterschiedlich. Während der handelsrechtlich zu Grunde zu legende Zinssatz sich am durchschnittlichen Marktzins der letzten zehn Jahre orientiert, werden steuergesetzlich sechs Prozent veranschlagt. Die nun schon viele Jahre anhaltende Niedrigzinsphase führt in den Bilanzen der Unternehmen zu Verwerfungen: Während handelsrechtlich ein immer größerer Betrag ertragswirksam für die Pensionslasten zurückgestellt werden muss, wird dieser Aufwand steuerrechtlich nicht anerkannt. Dies führt zu einer Scheingewinnbesteuerung und entzieht den Unternehmen wertvolle Liquidität, die dann für Investitionen nicht mehr zur Verfügung steht.
- **Bankensystem und damit Unternehmensfinanzierung unter Druck:** Die Zinsmargen der Geschäftsbanken geraten zunehmend unter Druck. Je höher die Strafzinsen sind, die auf Einlagen bei der EZB gezahlt werden müssen, desto eher lohnt es sich, diese abzuheben und bar vorzuhalten. Es gibt Untersuchungen, nach denen Bargeldreserven ab einem Strafzins von 0,7 Prozent tatsächlich die kostengünstigere Variante darstellen könnten. Aktuell liegt er bereits bei 0,5 Prozent. Werden die Negativzinsen an Einlagenkunden weitergegeben – was zum Teil ja bereits passiert –, könnten diese ihr Geld irgendwann abheben und unters Kopfkissen legen.
- **Gefahren für Finanzstabilität:** Zwar liegt die Inflationsrate im Euroraum unterhalb der EZB-Zielmarke von „nahe, aber unter zwei Prozent“. Man kann aber streiten, ob sich die Inflation zwar nicht in den Güterpreisen, dafür aber in den Vermögenspreisen niedergeschlagen hat – etwa in überhöhten Immobilienbewertungen oder Aktienkursen. Das birgt die Gefahr von späteren Korrekturen mit entsprechenden Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität insgesamt.
- **Grenzen der Geldpolitik:** Der Geldpolitik fehlen die Mittel, um auf künftige Krisen reagieren zu können. In einer nächsten Rezession wäre die Geldpolitik wohl nur noch begrenzt handlungsfähig, weil kaum mehr Zinssenkungsspielräume existieren. Der Ankauf von Staatsanleihen ist ohnehin schon äußerst umstritten. Nicht wenige sehen die Grenze zur eigentlich verbotenen monetären Staatsfinanzierung längst überschritten. Würde man ihn ausweiten – gegebenenfalls auch auf Aktien – wäre mit umso mehr rechtlichen Fragezeichen und politischen Widerständen zu rechnen. Wo die Möglichkeiten der Geldpolitik schwinden, wäre dann die Fiskalpolitik stärker gefordert.

- **Schwindende Reformanreize für Staaten:** Schließlich erstickt die Niedrigzinspolitik die Reformanreize für Staaten. Das führt geradewegs in ein Dilemma: Wachstumsfördernde Strukturreformen bleiben aus, weil die EZB daraufhin die Zinsen anheben könnte, was dann aber wiederum die Finanzierung der Staatshaushalte belasten würde. Wenn die Geldpolitik alles daran setzt, konjunkturelle Abschwünge zu verhindern, unterminiert sie mitunter eigentlich notwendige strukturelle Anpassungen und damit die langfristigen Wachstumsaussichten.

Mit Frau Lagarde als neuer Spitze der EZB bietet sich die Gelegenheit, den nunmehr seit über einem Jahrzehnt anhaltenden **Krisenmodus auch in der Geldpolitik allmählich zu verlassen** und den Kurs der Zentralbank neu auszurichten.

Das Mandat der Notenbank lautet auf die Wahrung der Preisstabilität – interpretiert als Zielinflationsrate von knapp unter zwei Prozent. Aber wie dramatisch ist das eigentlich, wenn die Preise wie aktuell in Deutschland „nur“ um rund 1,5 Prozent steigen? Droht dann tatsächlich schon eine Deflation? Mal abgesehen davon, dass man es hier auch mit statistischen Messproblemen zu tun hat, denn Qualitätsminderungen werden nicht adäquat berücksichtigt und Vermögenspreise nicht wie in anderen Ländern teils üblich stärker in die Inflationsberechnung einbezogen. Nach einer Analyse der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) haben Phasen leicht fallender Preise in der Vergangenheit keine signifikanten Probleme mit sich gebracht. **Aus Sicht der Preisstabilität spricht insoweit wenig gegen einen Ausstieg aus der Nullzinspolitik.**

Weil sämtliche Vermögenspreise zinsabhängig sind, ist ein Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik alles andere als trivial. Dass die Zentralbanken hiervor allergrößten Respekt haben, ist mehr als verständlich. Bildlich gesprochen: Es ist um einiges leichter, die Zahnpasta aus der Tube herauszudrücken, als sie später wieder hineinzubekommen. **Dennoch muss der Einstieg in den Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik eingeleitet werden, wenn auch sicherlich langsam und ganz behutsam.** Nur so lässt sich die Finanzstabilität sichern, der geldpolitische Werkzeugkasten für die nächste Rezession wieder bestücken und die Arbeitsteilung mit der Fiskalpolitik wieder ins Lot bringen.

Der Handlungsbedarf ist akut. **Parallelen zu Japan**, das nunmehr seit vier Jahrzehnten über eine lockere Geldpolitik lediglich Zeit kauft, ohne die tiefer liegenden strukturellen Probleme tatsächlich zu lösen, sind inzwischen unübersehbar. Entsprechend groß sind die in der Industrie herrschenden „**Bauschmerzen**“, was die gegenwärtige Ausrichtung der Geldpolitik in der Eurozone anbelangt. Das vorliegende Papier soll **zur Diskussion anregen**, wie der Normalisierungsprozess gestaltet werden kann.

Dr. Henrik Meincke, VCI, Meincke@vci.de

Dr. Johannes Gernandt, VDMA, Johannes.Gernandt@vdma.org

Dr. Andreas Gontermann, ZVEI, Andreas.Gontermann@zvei.org