

Rudolf Hickel

Gestern Draghi, heute Lagarde: Niedrigzinsen ohne Alternative

Angesichts der großen Aufregung über die Wahl Ursula von der Leyens geriet die zweite historische Entscheidung völlig ins Hintertreffen, nämlich die Wahl von Christine Lagarde zur ersten Chefin der Europäischen Zentralbank. Dabei ist diese Personalie keineswegs von geringerer Bedeutung. Allzu gerne hätten die Vertreter der deutschen Austeritätsideologie einen der ihren ins Ziel gebracht, nämlich den Chef der Deutschen Bundesbank, Jens Weidmann. Wäre, wie nach dem Scheitern von Manfred Weber eigentlich beschlossen (und auch von der Bundeskanzlerin wenn auch eher widerwillig vertreten), der Holländer Frans Timmermans zum Kommissionspräsidenten gewählt worden, wäre tatsächlich aller Voraussicht nach nicht Lagarde, sondern Weidmann nominiert worden. Doch es kam bekanntlich anders: Ursula von der Leyen wurde Kommissionschefin, damit war der Deutsche Weidmann aus dem Rennen und die Französin Lagarde kam zum Zuge.

Die Enttäuschung bei den deutschen Neoliberalen könnte größer nicht sein. „Die Party geht weiter – bis es knallt“, titelt zynisch „Die Welt“. Denn, so heißt es weiter im Ton der fiskalpolitisch vermeintlich Beschlagenen: „Mit Christine Lagarde übernimmt zum dritten Mal in Folge ein Interessenvertreter der Südländer den Spitzenposten der Europäischen Zentralbank. Damit ist die letzte Chance auf eine Stabilitätsunion genommen. Auf zum fröhlichen Schuldenmachen!“ Mit der Nominierung der bisherigen IWF-Chefin, so das Fazit der „Welt“, hätten die EU-Regierungen „die letzte

Chance auf eine Rückkehr zur Stabilitätsunion vertan“.¹

Ja, es ist richtig: Seit März 2016 hält die Europäische Zentralbank an ihrer Niedrigzinspolitik fest und sie wird dies auch unter Christine Lagarde weiter tun. Zum Leidwesen der Sparerinnen und Sparer wurde auf der EZB-Sitzung vom 25. Juli noch unter Draghi eine Verschärfung der Politik des billigen Geldes, wenn es denn nottut, verkündet. Der, wenn überhaupt, schrittweise Ausstieg aus der Politik der billigen Geldversorgung wurde auf frühestens Ende 2020 vertagt. Das aber klingt eher wie eine Beruhigungsspiel gegen die herrschende Anti-EZB-Stimmung: Es bleibt nämlich so lange bei der Überflutung mit billigem Geld, solange die Wirtschaft, O-Ton EZB, „günstige Liquiditätsbedingungen“ zur Stärkung der unternehmerischen Nachfrageschwäche braucht. Das allerdings kann noch eine Weile dauern. Denn bei aktuell etwa 1,4 Prozent Inflation infolge schwacher Konjunktur und unzureichender Sachinvestitionen ist in den kommenden Jahren mit einem Wachstumsschub nicht zu rechnen. Viele Auguren auf den Finanzmärkten erwarten daher nach der Sommerpause des EZB-Rates eine „neue Welle monetärer Lockerung“.

Es ist dieses gesamtwirtschaftliche Umfeld, das auch die neue EZB-Chefin dazu zwingen wird, dem Draghi-Kurs treu zu bleiben. Allzu oft ist von der Allmacht der Notenbanken die Rede. Hier aber zeigt sich ihre Ohnmacht in-

1 Vgl. Dorothea Siems, Die Party geht weiter – bis es knallt, in: „Die Welt“, 3.7.2019.

folge der Abhängigkeit von den Bedingungen des finanzmarktgetriebenen Kapitalismus, der schon lange die Realwirtschaft beherrscht. Über 2019 hinaus wird es also bei der Kombination von Nullzinsen, Minuszinsen und extremen Niedrigzinsen auf den Sparkonten bleiben. Die Folge sind massive Zinsersparnisse bei den Staatsschulden, von denen die bundesdeutschen Staatsbudgets profitieren. Auch wegen des anhaltenden Aufkaufs von Staatsanleihen wird der EZB die indirekte Unterstützung der Staatsverschuldung etwa Italiens vorgeworfen.

Die Banken profitieren dagegen weiterhin von dem seit März 2016 geltenden Leitzins von null Prozent, zu dem sie sich Geld bei der EZB leihen. Sollte diese Geldleihe weiterhin nicht zur Vergabe von Unternehmenskrediten genutzt werden, ist sogar ein nominaler Minuszins zu Lasten der EZB durchaus denkbar. Dann erhalten die Banken auf das von der EZB geliehene Geld eine Prämie von etwa ein Prozent. Das klingt wie eine geldpolitische Verzweiflungstat. Wenn jedoch die Geschäftsbanken das billige EZB-Geld nicht für die Vergabe von Krediten nutzen, sondern bei der EZB anlegen, dann müssen sie derzeit einen Strafzins von 0,4 Prozent an die EZB bezahlen. Und es gibt ernst zu nehmende Hinweise, dass im Herbst der Strafzins auf 0,5 Prozent erhöht werden soll.

Kein Verständnis für all das haben die deutschen Sparerinnen und Sparer. Inzwischen macht sogar der Vorwurf der gezielten Enteignung die Runde. Denn während die Spareinlagen zu realen Vermögensverlusten führten, profitiere der deutsche Staat von den Zinsersparnissen auf seine Schulden.

Tatsächlich liegen die Zinssätze bei den Spareinlagen nur noch knapp über null Prozent. Die Konsequenz: Bei einer Inflationsrate von 1,7 Prozent im letzten Jahr lässt ein Zinssatz von bloß 0,3 Prozent die reale Kaufkraft des Sparvermögens um 1,4 Prozent schrumpfen. Die Kombination mini-

maler Nominalzins bei negativem Realzins wirkt somit als „finanzielle Repression“, sprich: Das Geldvermögen verdampft.

Mickrige Zinsen, hohe Gebühren

Zusätzlich zu den mickrigen Nominalzinsen kommen noch die von vielen Banken erhöhten Gebühren für die Kontenführung. Außerdem verbreitet sich die Sorge, die derzeit nur von einigen Banken bereits verlangten Strafzinsen – etwa 0,4 Prozent auf eine Einlage ab 100 000 Euro, die im vornehmen Bankendeutsch als „Entgelt für die Einlagenverwahrung“ bezeichnet werden –, könnten auf alle Sparerinnen und Sparer ausgeweitet werden.

Bei alledem hilft auch der – von den Bankern gern getätigte – Verweis auf erträgliche Anlagealternativen der breiten Gruppe der Normalsparer wenig. So schlagen bei den Lebensversicherungen über die minimale Garantieverzinsung die niedrigen Renditen auf den Kapitalmärkten durch. Der derzeit geltende Garantiezins, den das Bundesfinanzministerium in Abhängigkeit von der Rendite für zehnjährigen Bundesanleihen fixiert, liegt seit 2017 für Neuverträge nur noch bei 0,9 Prozent, Tendenz weiter fallend.

Wer dagegen auf spekulativ getriebene Aktienwerte oder andere risikohe Alternativenanlagen ausweicht, muss mit Kursverlusten rechnen. Dabei hat die EZB mit ihrer Geldflutung selbst dazu beigetragen, dass in der Nullzinslandschaft die Aktienkurse spekulativ nach oben getrieben wurden. Die Ironie der Geschichte: Trotz der Wut über mickrige Zinsen und steigende Kontengebühren wächst laut jüngster Daten der Deutschen Bundesbank auch das Sparkapital weiter an, aufgrund der „Präferenz für Liquidität und risikoarm empfundene Anlagen“.

Um der Wut der Sparerinnen und Sparer entgegenzuwirken, ist daher Aufklärung über die gesamtwirtschaft-

liche Notwendigkeit dieser Geldpolitik geboten. Denn was einzelwirtschaftlich als irrational erscheint, ist gesamtwirtschaftlich höchst rational.

Die Notenbank verfolgt das richtige Ziel, ihren monetären Beitrag zur Stabilisierung des Eurosystems und seiner gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zu leisten. Ist diese Politik erfolgreich, profitieren davon auch die vordergründig belasteten Sparerinnen und Sparer. Denn würde die Wirtschaft durch eine restriktive Geldpolitik, die wieder zu höheren Zinssätzen führen soll, in die Knie gezwungen, dann gingen Jobs verloren, die Lohneinkommen würden sinken und die steigende Inflation die Kaufkraft massiv reduzieren. Was Neoliberaler gerne verschweigen: Auch zu Zeiten der so gelobten Geldpolitik der Deutschen Bundesbank gab es immer wieder Vermögensverluste durch reale Zinssätze auf Spareinlagen. So waren bereits in den 1970er und Anfang der 1990er Jahre Kaufkraftverluste des Sparvermögens die Folge negativer Realzinsen. Auch in den 2000er Jahren kam es im Eurosystem für Deutschland zum realen Vermögensverlust. Allerdings waren in früheren Phasen, trotz höherer Inflationsraten als heute, die nominalen Zinssätze noch üppig. Diese haben über die hohe Inflationsrate hinwegtäuscht.

Das Ziel der EZB-Politik besteht darin, die Bereitschaft zu stärken, in die Realwirtschaft zu investieren, auch in den ökologischen Umbau. Dreh- und Angelpunkt zur Bewertung der wirtschaftlichen Dynamik ist heute die Inflationsrate. Steigt diese über die Zielrate nach dem Sprachgebrauch der EZB „nahezu an, aber unter zwei Prozent“, dann gilt das als Folge eines Überhangs der Nachfrage gegenüber den Produktionskapazitäten. Daher richtet sich im Boom die Geldpolitik auf die Verknappung und Verteuerung des Zentralbankgeldes. Dagegen signalisiert seit Jahren eine Inflationsrate unterhalb der Zielmarke eine lahmende, ja vom Absturz gefährdete Wirtschaft

wegen unzureichender Nachfrage. Die Sorge der EZB ist daher nicht die Inflation, sondern eine Deflation. Der Verfall der Preise auf breiter Front wäre Gift für die Unternehmensgewinne mit der Folge einer Wirtschaftskrise. Bisher hat die EZB ein Abrutschen in die Deflation verhindern können. Umso mehr gilt es, die künftige gesamtwirtschaftliche Nachfrageschwäche heute auch infolge der exportbelastenden neuen Risiken des Welthandels monetär zu stärken.

Wenn die Pferde nicht saufen

Darauf richtet sich die Geldpolitik der EZB. Deren geldpolitische Impulse sollen über die Vergabe billiger Kredite durch die Geschäftsbanken auf die Realwirtschaft übertragen werden. Das Problem dabei: Es gelingt nur höchst unzureichend, die Pferde an der monetär prall gefüllten Tränke auch zum Saufen zu bringen. Anstatt in Sachinvestitionen landen große Teile der Überschussliquidität auf den spekulativ angetriebenen Immobilien- und Aktienmärkten.

Um das Geld, wenn nicht über die Banken, dann eben direkt zu den Konsumentinnen und Konsumenten – und damit durch Konsum in die produktive Wirtschaft – kommen zu lassen, wird sogar die Idee des „Helikoptergeldes“ wiederbelebt. Der Ultramonetarist Milton Friedman hatte die Idee von John Maynard Keynes 1969 mit folgendem Gedankenexperiment eingebracht: Geldscheine der EZB regnen aus Hubschraubern auf die Gemeinden. Die frisch gedruckten Noten sollten den Konsum und die Investitionen stimulieren.² Im heutigen Zeitalter der Digitalisierung gäbe es viele Möglichkeiten, ein Kopfgeld ohne den Einsatz von Hubschraubern über das Bankensystem zu verteilen.

² Ende 1999 erinnerte der damalige US-Notenbankpräsident Ben Bernanke das Deflationsland Japan an das Helikoptergeld.

Diese unkonventionellen Vorschläge sind jedoch eher Ausdruck der Verzweiflung über eine nicht funktionierende Geldpolitik als ein taugliches Gegenmittel. Die EZB setzt dagegen eher darauf, ihre Geldvermehrung zu intensivieren, auch durch weitere Ankäufe vor allem von Staats- und Unternehmensanleihen, die sich Ende Juli auf über 2,6 Billionen Euro beliefen. (Schon heute stellt die geplante Ausweitung längerfristiger Kredite an die Geschäftsbanken zum Bagatellzins faktisch eine Art Helikoptergeld dar.)

Jedenfalls besteht Draghi darauf, das geldpolitische Arsenal der EZB sei noch nicht erschöpft. Hier allerdings stellt sich die Frage, warum es bisher so unzureichende Erfolge erzielt hat – inklusive schädlicher Nebenwirkungen. Der Grund dafür liegt jedoch nicht im Konzept der Geldpolitik, denn das ist angemessen. Vielmehr ist die monetäre Expansion für sich allein überfordert, die nötigen Sachinvestitionen in der Realwirtschaft anzukurbeln. Mario Draghi hat zu Recht auch auf der letzten EZB-Ratssitzung am 25. Juli 2019 eine ergänzende Finanzpolitik der Euroländer und der gesamten EU gefordert: Nur so könne die Geldpolitik mit weniger Nebenwirkungen und schneller ihr Ziel erreichen.

Die eigentliche Crux der Krise ist: Wenn die Nachfrageerwartungen hinsichtlich der Auslastung neuer Produktionsanlagen zu gering sind, finden keine Investitionen in der Realwirtschaft statt. Dann ist auch die beste Geldpolitik überfordert. Noch so billiges Geld findet dann nicht den Weg in die Kreditfinanzierung, sondern in erster Linie werden die Finanz- und Immobilienmärkte überflutet. Aus dieser Zinsfalle führen nur eine die expansive Geldpolitik unterstützende Finanzpolitik mit Infrastrukturprogrammen sowie weitere Maßnahmen zur Stärkung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, etwa durch eine expansive Lohnpolitik. EU-Kommissionschefin von der Leyen ist daher gut beraten, die Geldpolitik

der künftigen EZB-Präsidentin Lagarde durch die Flexibilisierung der viel zu engen Schuldenregeln und ein EU-Infrastrukturprogramm zu unterstützen: mit ökologisch und sozial nachhaltigen Projekten für eine starke Wirtschaftsentwicklung.³ Nicht zuletzt hat es der rechthaberische deutsche Sparkommissar Olaf Scholz in der Hand, diese sozial-ökologische Wirtschaftsentwicklung auch tatsächlich durchzusetzen.

Eine Investitionsoffensive allein bekämpft jedoch nicht das Übersparen, also die gigantische Lücke zwischen dem viel zu hohen Sparvermögen und den geringen Sachinvestitionen. Wenn immer mehr nicht nur die privaten Haushalte, sondern auch der Staat und die produzierenden Unternehmen ihr gewaltiges Sparvermögen auf den Finanzmärkten platzieren, dann fehlt es an gesamtwirtschaftlicher Nachfrage für die Realwirtschaft.

Auch deshalb verweilt die Inflationsrate unterhalb der Zielnorm von knapp unter zwei Prozent. Die Niedrigzinspolitik der EZB wird daher erst dann enden, wenn dieses Übersparen abgebaut wird. Dazu braucht es einerseits steigende private und öffentliche Investitionen und andererseits eine gerechtere Einkommens- und Vermögensverteilung – also weg vom Übersparen und Spekulieren einer kleinen reichen Schicht auf den Finanzmärkten, hin zu größerer Binnennachfrage auch durch expansive Lohnpolitik und staatliche Förderung des ökologischen Umbaus. Nur so wird ein stabiles, qualitatives Wachstum zu realisieren sein. Darauf sind alle wirtschaftspolitischen Anstrengungen zu richten. Andernfalls wird der spekulative Sektor den produktiven weiter kleinhalten – und werden die Sparrerinnen und Sparrer weiter die Leidtragenden sein.

3 Vgl. Rudolf Hickel, Wachsen, aber richtig: Ökologisch, sozial, kommunal, in: „Blätter“, 6/2019, S. 13-16; weiterführend zur EZB-Zinspolitik: <http://rhickel.iaw.uni-bremen.de/ccm/navigation/index.de>, 13.8.2019.