

Der Zins, die Schulden und die Geldpolitik – Teil III: Warum greift die Zinspolitik der EZB nicht?

Von Friederike Spiecker | 18.06.2013 (editiert am 25.05.2016)

Im [ersten Teil](#) und im [zweiten Teil](#) dieser Serie wurde die Politik des billigen Geldes der Europäische Zentralbank (EZB) gegen die Kritik verteidigt, sie sei falsch und schädige die Sparer. Zugleich wurde ihre offensichtliche, aktuelle Wirkungslosigkeit konstatiert – den kleinen und mittelständischen Unternehmen in Südeuropa leihen die Banken trotzdem kein Geld zu entsprechend niedrigen Zinsen, und die Investitionstätigkeit in der Eurozone ist auf dem Rückzug. Ist dann meine Position nicht ein Widerspruch in sich? Wenn die Zinssenkung für die Konjunktur zumindest derzeit nichts bringt und die Sparer mit Niedrigstzinsen vorlieb nehmen müssen, dann hätte diese geldpolitische Maßnahme doch besser unterbleiben sollen, oder? Neben der ungünstigen Situation für Sparer heute wird von Kritikern der Geldpolitik betont, das billige Geld stelle eine Gefahr für die Geldwertstabilität von morgen oder übermorgen dar. Insbesondere heize es die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern, Edelmetallen und anderen Rohstoffen sowie Wohnungseigentum an und führe so zu Preissteigerungen auf den entsprechenden Märkten, die sich über kurz oder lang auch auf anderen Märkten bemerkbar machten. Z.B. mündeten stark steigende Immobilienpreise hierzulande irgendwann in stark steigende Mieten. Ziehen die Rohstoffpreise an, wirke sich das letzten Endes auch auf die Preise der Güter aus, zu deren Herstellung die Rohstoffe benötigt werden. Die Zeche zahle in jedem Fall der Verbraucher (und der Sparer), wenn schon nicht heute, dann doch ganz sicher in der Zukunft.

Diese Überlegungen klingen einleuchtend. Sind sie aber auch stichhaltig? Natürlich können sich extreme Preissteigerungen in einem Bereich irgendwann in anderen Bereichen auswirken. Das bedeutet aber noch nicht automatisch, dass auch die Inflationsrate steigt. Man muss zwischen dem absoluten Preisniveau und seiner Veränderungsrate, eben der Inflationsrate, unterscheiden. Legen etwa die Immobilienpreise in zwei Jahren hintereinander um 5% zu und verharren dann auf dem neu erreichten höheren Niveau (d.h. sinkt die Preissteigerungsrate des Immobiliensektors anschließend auf Null), wird sich dieses höhere Preisniveau vermutlich nach und nach in den Mieten niederschlagen. Aber wenn das Mietniveau die Preisniveausteigerung auf dem Immobilienmarkt "geschluckt" hat, besteht kein weiterer Preisdruck von Seiten der Grundstücks- und Hauspreise. Dann erfährt auch die gesamtwirtschaftliche Preissteigerungsrate keine neue Nahrung durch den Wohnungssektor, son-

dern sinkt unter sonst gleichen Umständen auf den Wert zurück, den sie vor der Immobilienpreissteigerung hatte.

Mit anderen Worten, für die Frage der dauerhaften Geldwertstabilität kommt es auf drei Dinge an: Sind Preissteigerungen auf einem Markt anhaltend oder mehr oder weniger einmalig, welches Gewicht hat der betreffende Markt innerhalb der Gesamtwirtschaft und wie stark ist er mit anderen Märkten verbunden? Das soll nicht heißen, dass kräftige Preissteigerungen auf einzelnen Märkten bei Einmaligkeit unproblematisch sind. Denn sie bedeuten in jedem Fall eine Umverteilung von Realeinkommen – im beschriebenen Fall weg von den Taschen der Mieter hin zu den Taschen z.B. der Grundstückseigner. Denn die Mieter müssen ein gestiegenes Immobilienpreisniveau dann möglicherweise dauerhaft mit einem höheren Niveau der Mieten berappen. Diese Umverteilung ist aber ein anderes (und kleineres) Problem als eine *anhaltende* Steigerungsrate der Immobilienpreise von 5%.

Spekulative Preisentwicklungen nützen selbstverständlich kurzfristig einigen Marktakteuren, sonst würden sie ja nicht stattfinden. (Langfristig schaden sie vielen, übrigens auch Menschen, die mit den entsprechenden Märkten überhaupt nichts direkt zu tun haben. Dazu gleich mehr.) Im Immobilienbereich führen sie nicht nur zu einem regen Handel, an dem vor allem Makler, Banken und Notare gut verdienen sowie über die Grunderwerbsteuer der Staat, sondern auch zu Investitionen in Wohn- und Wirtschaftsbauten. Dabei entstehen oft Überkapazitäten, weil das Ansteigen der Preise dem einzelnen Investor einen Bedarf auf der Nachfrageseite vorgaukelt, der realwirtschaftlich, also ohne die spekulative Überhöhung, in dem Umfang gar nicht gegeben ist. Platzt die Preisblase dann irgendwann, weil zuerst einigen wenigen und nach und nach immer mehr Marktakteuren bewusst wird (bzw. es sich nicht mehr von interessierter Seite verheimlichen lässt), dass hier Phantasiepreise verlangt werden und eine große Diskrepanz zu den realwirtschaftlichen Gegebenheiten vorliegt, oder weil die Zinspolitik der Notenbank restriktiver wird, sind bereits viele Ressourcen in Sachinvestitionen gesteckt worden, die sich nicht einfach oder gar kostenlos wieder in freie Ressourcen zurück verwandeln lassen – ein Rohbau lässt sich sozusagen nicht mehr in Zementsäcke zurückstopfen. Solche Investitionen sind dann oft wertlos, ein richtiger Flop.

Und damit kommen wir zum Kern des Problems. Das Charakteristikum spekulativer Preisentwicklungen ist, dass sie *nicht von Dauer* sind, sondern starke Schwankungen des Preisniveaus im betreffenden Bereich in mehr oder weniger kurzen Zeiträumen mit sich bringen. Es handelt sich also gerade nicht um anhaltende Preisniveausteigerungen und erst recht nicht um anhaltende Steigerungen der Preisveränderungsraten. Je länger die Zeiträume spekulativer Übertreibungen anhalten und je heftiger die Preisausschläge sind, desto mehr Schaden richten die Preisschwankungen an. Denn sie verzerren das Preisgefüge, senden somit falsche Signale für die Verwendung von Ressourcen aus und führen letzten Endes dadurch zu einer Verschwendung von Ressourcen. Ein besonders sichtbares, aber längst nicht das einzige Beispiel sind etwa die Bauruinen ganzer Ferienhaussiedlungen an der spanischen Mittelmeerküste.

Nur – und das ist das Entscheidende im Zusammenhang mit der Beurteilung der aktuellen Geldpolitik – hat das nichts mit einer zunehmenden und dauerhaften Schädigung der Geldwertstabilität zu tun. Im Gegenteil: Selbst wenn spekulative Preisschübe in einem Sektor andere Bereiche mit ergreifen und ein Stück weit Eingang in das allgemeine Preisniveau finden, spricht: dort vorübergehend für eine

höhere Inflationsrate sorgen – sobald die spekulative Preisblase zusammenbricht, findet der gegenteilige Prozess statt: Die Preissteigerungsrate in dem betreffenden Sektor wird nicht nur kleiner, sie wird negativ, was die allgemeine Inflationsrate verringert und, je nach Bedeutung des Sektors und Rückwirkung auf andere Bereiche, sie dann sogar insgesamt in deflationäre Regionen befördern kann.

Die Rückwirkungen kann man sich wiederum anhand des Bereichs der Immobilienpreisblasen leicht klar machen. Fallen die Immobilienpreise nach einigen Jahren massiver Übertreibung und werden auf diesem Wege Immobilienkredite faul, die dank unzureichend antizyklischer Vergaberegeln im Bereich von Hypothekenkrediten vorher massenweise ausgegeben wurden, dann kann das die Zahlungsfähigkeit der Kreditnehmer überfordern und damit deren Banken in die Enge treiben. Verfallen daraufhin alle – Privatleute und Banken – aus einem verständlichen Vorsichtsmotiv heraus ins Sparen, verschlechtert sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld, was die gesamtwirtschaftliche Preissteigerungsrate weiter nach unten treibt und – je nach Heftigkeit der Krise – möglicherweise sogar unter Null.

Weit über den von Spekulation ursprünglich betroffenen Markt hinaus kann es also zu desaströsen gesamtwirtschaftlichen Folgen kommen, wenn Preisblasen platzen. Dass schon während des Aufbaus solcher Preisblasen großer Schaden angerichtet wird, liegt auf der Hand. Denn in der Zeit der spekulativen Aufblähung leiden die Wirtschaftsbereiche, die nicht mit ähnlichen kurzfristigen Phantasierenditen locken können, unter der Verschlechterung der Finanzierungsmöglichkeiten: sie bekommen schwerer Kredite, entsprechend weniger wird in diesen Sektoren investiert. Das ist die monetäre Seite. Die realwirtschaftliche sieht so aus: Spiegelbildlich zu den oben erwähnten vergeudeten Zementsäcken fehlt es an anderer Stelle an Ressourcen; sinnvolle Sachinvestitionen entfallen teilweise.

Das bedeutet, dass die eigentliche Krux der Politik des billigen Geldes nicht im Anheizen der Geldentwertung besteht – die wäre gut bekämpfbar –, sondern in der Destabilisierung der Wirtschaft. Daraus zu schlussfolgern, man müsse die Politik des billigen Geldes einstellen, hilft nicht weiter. Wenn ein Bauer vor seinen dünnen Reisfeldern steht, muss er überlegen, ob die Trockenheit am mangelnden Wasservorrat oder an einem kaputten Bewässerungssystem liegt. Sind genügend Wasservorräte vorhanden, kommt aber trotzdem kein Wasser auf seinen Feldern an, wird er versuchen, das Bewässerungssystem seiner Felder instand zu setzen. Er käme wohl kaum auf die Idee, für das Ausbleiben des Regens zu plädieren. Wären frühere sintflutartige Regenfälle der Grund für die Zerstörung seines Bewässerungssystems, würde der Reisbauer über eine stabilere Bauweise des Systems nachdenken, und wiederum nicht für das Ausbleiben des Regens eintreten.

Übertragen auf die Geldpolitik heißt das, dass nicht die derzeitige Zinspolitik das Problem ist, sondern die weiterhin nicht vernünftig regulierten Finanzmärkte. Da eine wirksame Trennung von normalem Kundengeschäft und Eigenhandel bzw. spekulativen Geschäften der Banken (Stichwort Trennbankensystem) weiterhin auf sich warten lässt – die Bundesregierung hat im Jahr 5 der Finanzkrise immerhin einen [Gesetzentwurf](#) dazu vorgelegt, doch über dessen Qualität gehen die Meinungen [auseinander](#) –, ist dem Kasinowesen auf den Finanzmärkten von dieser Seite noch immer kein wirksamer Riegel vorgeschoben. Auch an eine Abschaffung des Hochfrequenzhandels wird nicht ernsthaft gedacht. Trotz aller Sonntagsreden, die Finanzmärkte müssten endlich wieder der Realwirtschaft die-

nen und nicht umgekehrt, wird der Gedanke, zu diesem Zweck etwa die Haltedauer von Aktien realwirtschaftlichen Vorgängen anzupassen, auch nicht entfernt diskutiert. Mag die Errichtung einer einfachen Produktionshalle für ein Industrieunternehmen einen Zeitraum von drei Monaten leicht überschreiten, die Entwicklung einer neuen IT-Lösung Jahre dauern, die Planung einer Pipeline Jahrzehnte währen, so erscheint die Forderung, Aktien mit einer Mindestheldauer von auch nur einer Woche zu versehen, in den Augen von Börsenakteuren einem Angriff auf die freie Marktwirtschaft gleichzukommen. Das ist zwar aus deren Sicht verständlich, hängt das Einkommen eines Aktienhändlers doch ganz wesentlich von den Umsätzen ab, die er tätigt. Doch erwartet jemand, dass die Frösche für die Trockenlegung ihres Sumpfes plädieren?

Ein weiteres Gebiet, auf dem sich Spekulanten erfolgreich und zum Schaden ganzer Volkswirtschaften tummeln, sind die Devisenmärkte. Auch hier ist immer noch keine Eindämmung in Form eines Weltwährungssystems oder zumindest einer zuverlässigen Abstimmung der großen Zentralbanken in Sicht. Noch dramatischer sind die Folgen der Spekulation mit Lebensmittelrohstoffen, deren Existenz von interessierter Seite weiterhin vehement bestritten wird. Die Liste der Felder, die für spekulative Finanzaktivitäten anfällig sind, ist lang. Auf den meisten ließe sich durch kluge, am gesamtwirtschaftlichen Nutzen ausgerichtete Regulierung eine Weichenstellung finden, die der Geldpolitik zu ihrer ursprünglichen Wirksamkeit zurück verhelfen würde. Wenn sich Finanzmarktakteure in erster Linie mit der Tragfähigkeit von Sachinvestitionsprojekten beschäftigen müssten, um ihr Geld zu verdienen, und nicht mit der Kontaktpflege zu Informations- und Gerüchtequellen, die sich um die Vorhersage von Platzen und Entstehen diverser Spekulationsblasen kümmern, wäre viel gewonnen. Dann könnte billiges Geld der Zentralbank keine Zinsen mit Spekulationsgeschäften erwirtschaften, sondern nur mit Sachinvestitionen. Dann gingen die Kleinunternehmer und Mittelständler in Südeuropa nicht so schnell leer aus bei der Vergabe günstiger Kredite wie derzeit.

Wenn man all das bedenkt, fragt man sich, warum die Kritiker der Geldpolitik nicht stärker die Ordnungspolitik ins Visier nehmen. Steht einer klareren Sicht vielleicht die Idee vom Sparen als Grundpfeiler jeder wirtschaftlichen Entwicklung im Wege? Denn würde das Investieren dem Sparen folgen (und nicht umgekehrt, wie wir es seit vielen Jahren vertreten), dann müsste der Sparer hofiert werden. Unter anderem damit, dass er sein Geld jederzeit in jedes beliebige Objekt für jede beliebige Dauer (von Jahrzehnten bis Millisekunden) auf jedem beliebigen Fleck des Globus anlegen können muss. Dann scheint sich jede Regulierung des Finanzwesens als Einengung des Sparers und damit als Hemmschuh für Wachstum erweisen zu können. Denn dann kann ja der Sparer nicht mehr völlig frei wählen, wohin er sein Geld stecken möchte.

Das ist die simple Sicht, die sich eignet, den "Kleinsparer" und sein Interesse an einem möglichst hohen, positiven Realzins wie eine Monstranz vor sich herzutragen, um damit die öffentliche Meinung zu beherrschen. Hinter dieser Monstranz lassen sich nämlich andere Interessen verbergen. Es geht eigentlich gar nicht um die Ersparnisse des Durchschnittsbürgers und deren Verzinsung, sondern um viel größere Summen, die durch das Kreditschöpfen anderer Akteure als der Zentralbank zustande kommen. Solange alle Welt lang und breit über Sinn und Erfolg der Zinspolitik der EZB, über Inflationsgefahren und die stille Enteignung der Sparer diskutiert, wird weit weniger intensiv über den Sinn und Zweck unseres Kreditwesens an sich nachgedacht. Um dessen Schutz geht es bei der Regulierung der Finanzmärkte. Ob die Zinsen der Zentralbank ein paar Zehntelpunkte höher oder niedriger sind, in-

teressiert einen auf Spekulation bedachten Finanzmarktakteur hauptsächlich deshalb, weil von einer Zinsänderung Signale für das Kippen und Entstehen von spekulativen Preisblasen ausgehen können. Die Zinshöhe an sich ist nicht so wichtig, die liegt ohnehin weit unterhalb der spekulativ erzielbaren Renditen. Also ist es aus Sicht der Spekulanten gut, wenn die Geldpolitik Gegenstand des öffentlichen Interesses ist und weniger die Ordnungspolitik, die den Spekulanten das Handwerk erschweren könnte.

Sieht man die Welt andersherum, versteht man also den Sachinvestor und nicht den Sparer als Motor der wirtschaftlichen Entwicklung (und dafür spricht sowohl theoretisch als auch empirisch viel, wie wir seit Jahren dargestellt haben), dann ist die Stellung des Finanzwesens von vornherein eine ganz andere. Dann ist die Bewahrung der Glaubwürdigkeit des Geldwesens durch strenge Kontrolle der Kreditvergabe und vor allem der Kreditschöpfung das A und O für eine stabile Entwicklung. Kreditschöpfung ist zweifellos unabdingbar für eine positive Entwicklung. Aber sie darf niemals für von vornherein unproduktive Aktivitäten erlaubt sein, also vornehmlich nicht für Spekulationsgeschäfte, weil die nur private Nullsummenspiele (und dank der beschriebenen Nebenwirkungen öffentliche Negativsummenspiele) darstellen.

Die Schlussfolgerung ist also wie im vorherigen Beitrag dieser Serie: Die Geldpolitik muss ihre Wirksamkeit durch eine geänderte Ordnungspolitik zurück erhalten. Wer sich über die Geldpolitik als derzeit zu expansiv und die nächste Krise fördernd beschwert, der hat sich den falschen Adressaten ausgesucht. Der sollte sich an die Politik wenden. Den Verdacht, dass es mit der Unabhängigkeit der Zentralbanken dieser Welt nicht so weit her ist, so dass sich viele ihrer führenden Köpfe, die ja oft aus der Finanzwelt stammen und/oder dorthin (zurück)gehen, nicht vehement und mit Sachkenntnis für eine Regulierung der Finanzmärkte einsetzen, diesen Verdacht kann ich nicht belegen. Aber manchmal, das muss ich zugeben, habe ich ihn.

Über den Autor



Friederike Spiecker ist Diplom-Volkswirtin und lernte das Handwerkszeug zur theoretischen und empirischen Makroökonomie am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin. Heute arbeitet sie als freie Wirtschaftspublizistin und ist in der wirtschaftspolitischen Beratung von Parteien, Gewerkschaften und Verbänden tätig.

Veröffentlicht am: 18.06.2013 | Editiert am: 25.05.2016

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2013/06/abo-artikel-der-zins-die-schulden-und-die-geldpolitik-teil-iii-warum-greift-die-zinspolitik-der-ezb-nicht/>