

GELDPOLITIK UND ZINSBILDUNG UNTER BESONDERER BERÜCKSICHTIGUNG DER GEGENWÄRTIGEN SITUATION

Manfred O. E. Hennies¹
Fachhochschule Kiel

Abstract

At present the ECB is striving, through its so-called zero interest rate policy, to avoid deflationary developments because, as past experience shows, a further price decay would be expected to lead to bankruptcies and be a strain on the real economy. Complementary quantitative easing (QE) and the resulting drop in returns on bought up securities will hopefully lead to the commercial banks giving more credits to small and medium-sized enterprises which are unable to, or have difficulty in financing themselves through bonds. Reducing the margin between interest income and refinancing costs to the lowest level possible has caused serious problems for credit institutions. The same applies, due to the reduced interest rates on loans, to the insurance companies and pension funds, which tend to invest conservatively. — Zero interest rate policy, which in itself is a contradiction of the principles of a market economy, should be relinquished as soon as possible. A return to a monetary policy which does not lead to misallocation and structural distortions is urgently necessary.

Keywords: banking account; credit institution/financial institution; deflation; interest rate (on the main refinancing operations, MRO); minimum reserves/statutory reserves; money demand; money offer; quantitative easing (QE).

JEL: E31, E41; E43, E5, F43, G0, G1, G2,

Einführung

In einem Währungssystem, in dem die einzelnen Länder zum Teil erhebliche strukturelle Unterschiede aufweisen und die wirtschaftlichen Wechsellagen nicht gleichförmig verlaufen, können allein mit einer einheitlich angelegten, nur global wirkenden Geldpolitik grundlegende wirtschaftspolitische Probleme nicht gelöst werden. Die Missachtung dieses Prinzips hat zu dem *'grundlegenden Konstruktionsfehler der Währungsunion'*² geführt. Man war davon ausgegangen, dass Länder, auch wenn deren Währungen unterschiedlich stark sein sollten, in einer rechtlich konstituierten Union im Laufe der Zeit zu einer Währungsunion zusammenwachsen würden. Die politischen Entscheidungsträger hätten sich aber darüber im Klaren sein müssen, dass die von der Europäischen Zentralbank global betriebene Geldpolitik nicht den Notwendigkeiten der jeweiligen wirtschaftlichen Situationen in den einzelnen Mitgliedsländern entsprechen kann. Einheitliche Leitzinsen, die auf die Gesamtheit unterschiedlich strukturierter und konjunkturell sich divergierend

¹ Dr. Manfred O. E. Hennies, emeritierter Professor der Fachhochschule Kiel; manfred.hennies@fh-kiel.de

² Jacques Delors, früherer Kommissionpräsident.

entwickelnder Länder zielen, sind in der Tendenz für Länder zu hoch, deren Konjunktur sich deutlich unterdurchschnittlich entwickelt oder gar stagniert; sie sind zu niedrig für Länder, deren Konjunktur sich überdurchschnittlich entwickelt und überhöhte Preissteigerungen bewirkt. Die Erwartung, dass eine einheitlich betriebene Geldpolitik zu Anpassungen führen werde, die diese Diskrepanzen im Laufe der Zeit ausgeglichen würden, hat sich, wie die Erfahrungen gezeigt haben, als Fehleinschätzung erwiesen. Im Gegensatz dazu haben sich im Laufe der Zeit zunehmend Krisenherde in der Union herausgebildet.

In der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) ist gegenwärtig die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach Finanzierungsmitteln geringer³ als das Geldangebot, wobei es in den einzelnen Mitgliedstaaten zum Teil erhebliche Unterschiede gibt. Der Grund dafür ist der generelle Mangel an ausreichenden Einsatzmöglichkeiten für liquide Mittel, die in der gegenwärtigen Situation das Interesse von Wirtschaftenden mit der Bereitschaft zur Kreditaufnahme und damit Verschuldung finden. Dadurch sind herkömmliche Maßnahmen der Geldpolitik nahezu wirkungslos. Die Europäische Zentralbank (EZB) sieht sich deshalb zu unkonventionellen Interventionen veranlasst.

Im Folgenden werden zunächst die Grundlagen des Geldwesens in marktwirtschaftlich strukturierten Volkswirtschaften analysiert. Um das Wesentliche der hier zu erörternden Thematik zu verdeutlichen, beschränkt sich die Analyse auf die Kernaufgabe des Bankensystems, nämlich die Versorgung der Wirtschaft mit liquiden Mitteln, deren Inhaber mit der darin zum Ausdruck kommende Kaufkraft auf das Wirtschaftsgeschehen richtungweisend einwirken. Durch die Analyse des Geldwesens aus dieser Sicht können die Beziehungen der Zentralbank und des Sektors der Geschäftsbanken zueinander und zum finanziellen Umfeld verdeutlicht werden. Die Berücksichtigung der sich daraus ergebenden Grenzzinssätze ist zum Verständnis der gegenwärtig in der EWWU bestehenden Probleme und zur Beurteilung der zu ihrer Lösung ergriffenen sowie in Erwägung gezogenen Maßnahmen wichtig.

Geld und Zinsbildung

In marktwirtschaftlichen Systemen bilden sich die Zinsen grundsätzlich durch die jeweils zur Verfügung stehenden Geldmengen und das Ausmaß, in dem diese liquiden Mittel im Kreislaufgeschehen zur Abwicklung von Leistungserstellungen und Leistungsverwertungen in Anspruch genommen und darüber hinaus als Bargeld außerhalb des Bankensystems vorgehalten werden.⁴ Ausgehend von der Geldbasis⁵

³ abgesehen von spezifischen Entwicklungen in einigen Ländern, wie beispielsweise in der Bundesrepublik Deutschland.

⁴ für sogenanntes Horten oder als 'Taschengeld' einschließlich der aus spekulativen und gesetzeswidrigen Gründen vorgehaltenen Barbeträge.

⁵ Diese monetäre Basis setzt sich zusammen aus der Summe der Guthaben aller Kreditinstitute bei der Zentralbank (Mindestreserven plus Überschussreserven) und der Bargeldbestände (Banknoten und Münzen) bei Geschäftsbanken und sogenannten Nichtbanken (Unternehmungen, private und öffentliche Haushaltungen).

ist das maximal mögliche Geldangebot gleich der Summe aus Zentralbankgeld (Guthaben aller Geschäftsbanken bei der Zentralbank und Bargeld) sowie Giralgeld. Während die Zentralbank das Zentralbankgeld emittiert, indem sie den Banken im Rahmen deren Refinanzierungen Gutschriften erteilt, entsteht das Giralgeld im Geschäftsbankensystem im Wesentlichen durch Abschlüsse von Kreditverträgen auf der Basis dieser Zentralbankguthaben. Insoweit gehen auch von den Kreditinstituten wesentliche Impulse auf die Zinsbildung aus.

Die Geschäftsbanken bieten natürlichen und juristischen Personen die Möglichkeit, ihre finanziellen Mittel, über deren Verwendungen sie erst in der Zukunft Entscheidungen zu treffen beabsichtigen, durch *Passivgeschäfte* auf Girokonten zu deponieren. Wie das Präfix dieser Geschäftsbezeichnung zum Ausdruck bringt, verhalten sich die Banken dabei passiv. Ihr eigentliches Anliegen ist, diese von den Bankkunden eingezahlten oder überwiesenen Mittel gegen Entgeltzahlungen (Zinsen) an andere Wirtschaftsobjekte weiterzuleiten. Dabei sind sie verpflichtet, sogenannte Mindestreserven, die auf der Grundlage der transferierten Beträge zu berechnen sind, aus Sicherheit- und Stabilitätsgründen als Pflichteinlagen bei der Zentralbank zu hinterlegen. Der Rest, der den Kreditinstituten an Zentralbankguthaben verbleibt, sind Überschussreserven, die für weitere Liquiditätsvermittlungen und sonstige liquiditätsgesteuerte Aktivitäten zur Verfügung stehen.

Die Weitergabe der Kaufkraft geschieht durch Aktivgeschäfte in Form von Kreditverträgen. Solche Aktivgeschäfte *k ö n n e n* die Kreditinstitute allerdings nur abschließen, wenn die wirtschaftliche Situation für Finanzmittel genügend Einsatzmöglichkeiten bietet, für die es auch Wirtschaftsobjekte gibt, die bereit sind, diese Möglichkeiten zu nutzen und durch Inanspruchnahme von Krediten sich entsprechend zu verschulden. – Andererseits sind die Geschäftsbanken zu Abschlüssen von Aktivgeschäften nur bereit, wenn unter Berücksichtigung der mit der Kreditvergabe verbundenen Kosten und kalkulierten Risiken die zu erzielenden Zinserträge ausreichend hoch sind. *Können* und *Mögen* sind somit die entscheidenden Komponenten der Aktivgeschäfte. [Hennies (2003). Band 3: 50 ff.]

Kommt es im Einzelfall zu einem solchen Geschäft, dann erteilt die Bank dem Kreditnehmer auf dessen Girokonto eine Gutschrift und schafft damit im Ausmaß der dafür eingesetzten Überschussreserve Giralgeld. In ihrer Gesamtheit vervielfältigen die Banken auf diese Weise die in den Geldkreislauf gelangende Geldmenge (Geldschöpfung-multiplikator).

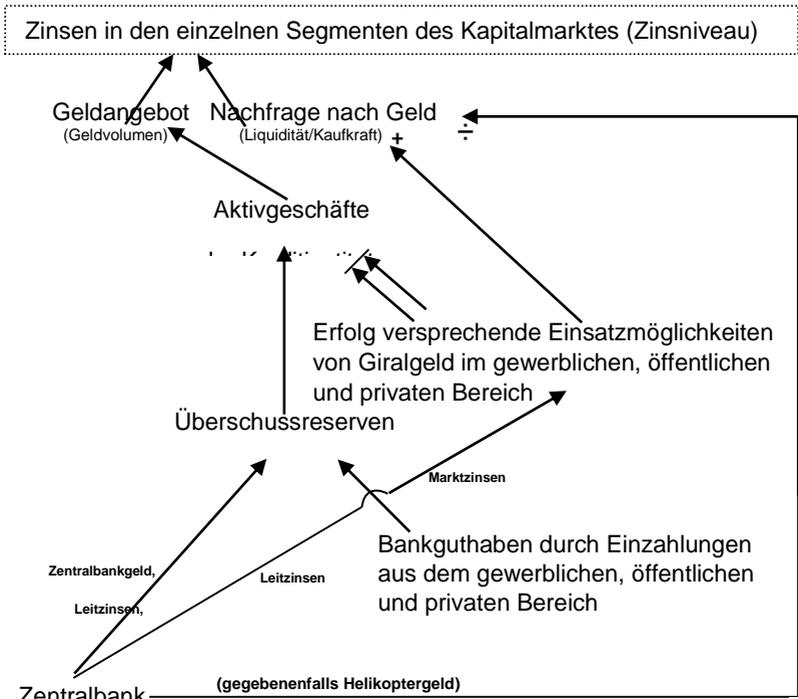
Für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen und damit für die konjunkturelle Entwicklung ist die zur Verfügung stehende Geldmenge eine wichtige Größe. Hier setzt die Zentralbank in der Hauptsache ihre zielgerichteten Maßnahmen an. Neben der über die Geschäftsbanken laufenden Versorgung der Wirtschaft mit Zentralbankgeld und den bei Kreditgewährungen auferlegten Mindestreserven – also den sich als Rest zu den gesamten Zentralbankguthaben ergebenden Überschussreserven – ist dies der Leitzins für die Hauptrefinanzierung-

geschäfte⁶. Dieser Zinssatz ist praktisch der Preis, zu dem die einzelnen Kreditinstitute ergänzend zu den durch Passivgeschäfte erlangten Mitteln auch von der Zentralbank Liquidität erhalten können, um die Grundlagen für ihre Aktivgeschäfte zu erweitern. Senkt oder erhöht die Zentralbank diesen Leitzins, dann sinken oder steigen für die Geschäftsbanken die Refinanzierungskosten. Eine Senkung verbilligt zwar die Zentralbankkredite, erhöht damit aber noch nicht unbedingt die Bereitschaft der Geschäftsbanken, sich stärker zu refinanzieren. Dazu muss die Nachfrage nach Finanzierungsmitteln in der Volkswirtschaft ausreichend hoch sein. Das bedeutet wiederum, dass die konjunkturelle Situation genügend Erfolg versprechende Möglichkeiten für den Einsatz von liquiden Mitteln bieten muss. Diese Einsatzmöglichkeiten haben somit für die Zinsbildung eine doppelte Bedeutung: Zum einen begrenzen sie das Ausmaß, in dem die Kreditinstitute Aktivgeschäfte abschließen und damit zusätzliches Geld in Form von Giralgeld schaffen *können*; zum anderen sind sie für die Gesamtnachfrage nach Geld zur Finanzierung des wirtschaftlichen Geschehenablaufes maßgebend.

Vorrangiges Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und der Europäischen Zentralbank (EZB) ist die Preisstabilität. Dieses Ziel ist in den Satzungen beider Gremien lediglich verbal formuliert. Zu Beginn seiner Amtszeit im Jahre 1998 hat der EZB-Rat diese Zielsetzung auf der Grundlage des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) konkretisiert, und zwar als Bereich *nahe plus zwei Prozent*. Der HVPI wird regelmäßig vom Statistischen Amt der Europäischen Union (Eurostat, ESTAT) ermittelte. Im Interesse der Kontinuität der Geldpolitik sollte dieser Preisindex zukünftig als Kerninflationrate berechnet werden, also ohne Berücksichtigung der oft stark schwankenden und von der Geldpolitik nicht beeinflussbaren Energie- und Lebensmittelpreise. Dann würden plötzlich auftretende Preisausschläge bei diesen Gütern, wie das gegenwärtig im Hinblick auf die Energieträger der Fall ist, Ad-hoc-Änderungen der numerischen Zielvorgabe und der geldpolitischen Marschrichtung nicht als angezeigt erscheinen lassen. Das brächte mehr Ruhe in die Geldpolitik.

Die Leitzinsen signalisieren den geldpolitischen Kurs der Zentralbank [Taylor (1995): 14]. Mit *Zentralbankgeld*, *Leitzinsen*, *Mindestreservesatz* und den damit im Wirkungszusammenhang stehenden Überschussreserven der Kreditinstitute als Grundlage für deren Aktivgeschäfte versucht die Zentralbank, ihren geldpolitischen Kurs umzusetzen.

⁶ Um das Wesentliche zu verdeutlichen, werden im Folgenden die drei Leitzinsen des sogenannten Zinskorridders [Leitzins für die Spitzenrefinanzierungsfazilität (interest rate on the marginal lending facility, SRS), der Leitzins für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (interest rate on the main refinancing operations, MRO) und der Leitzins für die Einlagenfazilität (interest rate on the deposit facility)] nicht differenziert betrachtet. Aus dem gleichen Grund beschränken sich die folgenden Betrachtungen auf die drei maßgebenden Interventionsgrößen: *Zentralbankgeld*, *Leitzinsen*, *Mindestreservesatz*. Vgl. im Übrigen: [Hennies (2003). Band 3: 75 ff.]



Weil die Zentralbank keinen direkten Zugang zu den Finanzmärkten hat, ist sie nicht unabhängig, sondern beim Einsatz ihrer Maßnahmen auf die Kreditinstitute angewiesen und damit an die Rahmenbedingungen im Bankensektor gebunden. [Hennies (2003). Band 3: 67 ff.] Insofern gelten die den Kreditinstituten für ihre Aktivgeschäfte gezogenen Grenzen auch für die Zentralbank. Hinzu kommt, dass die ertragorientierten Banken zum Abschluss von Aktivgeschäften und damit zur Schaffung von Giralgeld *ceteris paribus* nur bereit sind, wenn die zu erzielenden Kreditzinsen im Großen und Ganzen die Refinanzierungskosten einschließlich der übrigen, auch durch die Risiken der Kredite bestimmten kalkulatorischen Kosten decken. Der Erfolg der Zentralbank hängt also nicht nur von ihrer Glaubwürdigkeit als Träger der Geldpolitik ab, sondern ganz wesentlich auch vom *Können* und *Mögen* der Geschäftsbanken.

Gegenwärtige Problematik der Zinsbildung

Der Bedarf an Finanzierungsmitteln in der EU begrenzt gegenwärtig deutlich das Ausmaß möglicher Aktivgeschäfte. Das erklärt, weshalb geldpolitische Maßnahmen ziemlich wirkungslos sind. Auf die gesamte EU bezogen stagnieren im gewerblichen Bereich die Umsätze weitgehend und sind zum Teil sogar rückläufig – zumindest in

den südlicher gelegenen Ländern –, so dass die Unternehmungen ihre anstehenden Investitionen vorerst zurückstellen, soweit das aus betriebswirtschaftlicher Sicht sowohl für die Ersatz- und Rationalisierungs- als auch vor allem für die Erweiterungsinvestitionen vertretbar erscheint. In Anbetracht der allgemein gestiegenen Furcht vor Erwerbslosigkeit ist auch im Bereich der privaten Haushaltungen der Kreditbedarf geringer. In der Folge sinkt in der Tendenz die Nachfrage nach Finanzierungsmitteln und bindet die Zinsen auf niedrigstem Niveau. Sind darüber hinaus die Aussichten über den weiteren Konjunkturverlauf ungewiss, wie das gegenwärtig in den meisten Mitgliedstaaten der EU der Fall ist, sind geldpolitische Eingriffe sogar nahezu wirkungslos. Von der Zentralbank zusätzlich in den Geldkreislauf eingeschleuste Liquidität wird, wenn überhaupt, nur in einer die Wirtschaft nicht nachhaltig wiederbelebenden Höhe für Investitionen und Konsumgüter ausgegeben. Die Mittel verschwinden überwiegend in sogenannten Liquiditätsfallen.

Hinzu kommt, dass in dieser Situation die Bemühungen der Geschäftsbanken um Liquiditätsvermittlungen – also ihr 'Mögen' – vermindert sind. Das ist bei diesen Kerngeschäften einerseits durch die gesunkenen Kapitalmarktzinsen und andererseits auf die gestiegenen Kosten für die absichernden Tauschgeschäfte (Swaps) zu erklären. Dadurch haben sich die Ertragslagen verschlechtert. Außerdem sind die Geschäftsbanken angesichts ihres oft knappen Eigenkapitals in Relation zu den risikobelasteten Aktiva in ihren Bilanzen bei der Kreditgewährung zurückhaltend. Zudem führen in der gesamten Währungsunion verschärfte Eigenkapitalanforderungen durch die gemeinsame europäische Bankenaufsicht dazu, dass die Kreditinstitute ihre Kapitalbasen stärken und neue Kredite nur sehr verhalten gewähren. Mit Strafzinsen bei überhöhten Zentralbankeinzahlungen können in dieser Situation die Institute kaum dazu gebracht werden, weniger Geld zu horten und mehr Kredite zu gewähren. Eher werden sie dadurch dazu veranlasst, die ihnen anvertrauten Gelder risikoreicher anzulegen. Das soll eben mit dem risikobasierten Kapitalstandard Basel III verhindert werden. Generell sind die Geschäftsbanken bestrebt, ihre Bilanzen zu verkürzen. In einigen peripheren Mitgliedstaaten der Währungsunion⁷ werden bereits bestehende Kredite nicht mehr verlängert und neue Kredite nur noch äußerst zurückhaltend vergeben. Dadurch sollen die Eigenkapitalgrundlagen gestärkt werden, die durch hohe Einzelwertberichtigungen in Bezug auf ausfallgefährdete Kredite (non-performing loans) vielerorts geschwächt sind.

⁷ wie Griechenland, Irland, Italien, Spanien, Portugal, Zypern.

Lösungsansätze zur Wiedergewinnung der geldpolitischen Effizienz

Die EZB ist gegenwärtig bestrebt, durch eine sogenannte Nullzinspolitik⁸ vor allem Deflationgefahren abzuwenden, weil erfahrungsgemäß⁹ ein fortgesetzter Preisverfall in erhöhtem Maße zu Konkursen und nicht voraussehbaren Belastungen für die Realwirtschaft führt. Ergänzende 'Quantitative Lockerungen' (quantitative easing, QE) und die dadurch bewirkten sinkenden Renditen der aufgekauften Papiere sollen die Geschäftsbanken dazu veranlassen, mehr Kredite vor allem auch an kleine und mittelständische Unternehmungen zu vergeben, die sich nicht oder nur sehr schwer über Anleihen finanzieren können. [Werner (2013). S. 20-22] Andererseits soll durch die Infiltration von Liquidität in den Geldkreislauf und die extrem niedrigen und zum Teil an die Nullgrenze stoßenden Zinsen erreicht werden, dass Unternehmungen mehr investieren, private Haushaltungen zusätzlich konsumieren und außerdem in den öffentlichen Budgets die Zinslasten sinken und Finanzmittel für zukunftsweisende Projekte freisetzen. Schließlich geht es darum, das Wirtschaftswachstum zu beschleunigen und in einigen Ländern überhaupt erst wieder in Gang zu bringen. Der von der EZB eingeschlagene Weg zur Lösung der gegenwärtigen finanzpolitischen Probleme ist jedoch kritisch zu beurteilen.

→ Durch die Einleitung von Zentralbankgeld in den Geldkreislauf in Größenordnungen, wie sie in der Geschichte der Europäischen Währungsunion bisher noch nie dagewesen sind, blockiert die EZB praktisch jeden Ansatz zu einer annähernd marktgerechten Zinsbildung. Diese unkonventionelle Vorgehensweise kann nur damit erklärt werden, dass die – in der Gemeinschaft zum Teil recht unterschiedlichen – realwirtschaftlichen Entwicklungen bisher die Verwirklichung des geldpolitischen Zieles verhindert haben. Folglich versucht die EZB, die Zinsen auf extrem niedrige Niveaus zu senken, um zunächst das zu erreichen, was die Fiskalpolitik bisher versäumt hat, nämlich in der Realwirtschaft Rahmenbedingungen zu schaffen, die dem geldpolitischen Ziel nicht mehr entgegenstehen. Mit diesen für eine geordnete Geldpolitik außergewöhnlichen Maßnahmen hat die EZB die Trennlinien zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischt.

→ Durch die Nullzinspolitik haben die Zinsen vom Grundsatz her ihre selektive Funktion verloren. Das führt dazu, dass Finanzmittel auch für Projekte eingesetzt

⁸ Die hinter den Erwartungen zurückbleibende Konjunkturentwicklung in der Euro-Zone hat die Europäische Zentralbank (EZB) dazu veranlasst, den Leitzins in den Nullbereich abzusenken und die Einlagen der Banken mit Strafzinsen zu belegen. – Darüber hinaus hat sie ihre Ankäufe von Staatspapieren, Anleihen von Förderbanken, Pfandbriefen und verbrieften Wertpapieren auf Sekundärmärkten [Quantitative Easing (QE) durch Outright Monetary Transactions (OMT)] drastisch erhöht und schließlich auch Papiere von Unternehmungen in das Programm mit aufgenommen. Es war zu befürchten, dass ohne die Ausweitung auf Unternehmunganleihen das Potential zum Ankauf geeigneter Titel bald erschöpft gewesen wäre. Mit dem Ankauf der Firmenbonds sollen deren Finanzierungskosten gesenkt werden. Mit diesen Aktivitäten strebt die EZB verstärkt einen Preisniveauanstieg von knapp zwei Prozent an, der für die Wirtschaft als optimal angesehen wird.

⁹ Dabei muss man nicht gleich an die extreme Abwärtsspirale der Weltwirtschaftskrise während der 1930er Jahre denken.

werden, die sich bei marktgerechter Zinsbildung als unwirtschaftlich erwiesen hätten. Das kann zwar zwischenzeitlich dem Wirtschaftswachstum positive Impulse verleihen; mittel- und längerfristig senken die durch diese Finanzierungen fehlgeleiteten Produktionsfaktoren anderenfalls höhere Produktivitätsteigerungen und vernichten insoweit Wachstumspotenziale. Möglicherweise beeinträchtigen solche Fehlallokationen zukünftig auch die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft.

→ Die Nullzinspolitik der EZB hat dazu geführt, dass bei den Geschäftsbanken die Spannen zwischen den für Kredite zu erlangenden Zinserträgen und den Refinanzierungskosten auf niedrigste Werte geschrumpft sind. Damit werden den Kreditinstituten die Grundlagen der Aktivgeschäfte in einer ihre Existenz beeinträchtigenden Weise geschwächt. Die Folge ist, dass Bankguthaben kaum noch oder nicht mehr verzinst und von manchen Instituten sogar mit negativen Zinsen belastet werden, wenn die Guthaben bestimmte Höchstwerte übersteigen. Weiter sinkende, unter die Nulllinie fallende Einlagenzinsen führten mit Sicherheit dazu, dass Guthaben generell mit Negativzinsen belastet würden und nicht erst oberhalb festgesetzter Höchstbeträge. Die Konteninhaber würden daraufhin erfahrungsgemäß ihre Einlagen noch stärker verringern. Für die Banken ergäben sich aus diesen wichtigen Geschäften weiter sinkende Erträge. Das brächte die Banken, vor allem die Sparkassen, in eine schwierige Lage, weil für sie die Passivgeschäfte bedeutende Liquiditätsquellen darstellen. — Beruhten jedoch die rückläufigen Spareinlagen auf tatsächlich sinkender Ersparnisbildung und steigenden Konsumgüterausgaben, würden diese Beträge also nicht gehortet, könnte das dem Wirtschaftswachstum positive Impulse verleihen. Für Länder in depressiven Wirtschaftslagen, die um eine Belebung ihrer Wirtschaft bemüht sind, könnte eine solche Entwicklung durchaus hilfreich sein.

→ Würden bei fortdauernder Nullzinspolitik und damit einhergehenden Ertrageinbußen die Geschäftsbanken dazu veranlasst, zu einem gewissen Ausgleich beispielsweise die Kredite zu verteuern, dann träte genau das Gegenteil von dem ein, was die EZB eigentlich zu erreichen versucht. Das zeigt, wie widersprüchlich, ja geradezu kontraproduktiv die Nullzinspolitik in ihrem Kern angelegt ist.

→ Durch die Wahrnehmung sogenannter Fristentransformationen programmieren die Kreditinstitute Risiken für ihre zukünftigen Ertragslagen. Aufgrund der sehr niedrigen Zinsen können die Banken sich einerseits gegenwärtig nahezu kostenlos (re)finanzieren und andererseits – soweit die Situation es ihnen erlaubt – die Liquidität als Kredite zu Zinsen weiterreichen, die alle an den Kapitalmärkten sich bietenden Möglichkeiten zu Ertragsaufbesserungen ausschöpfen. Damit lässt sich zwar die derzeitige Ertragslage noch stützen; sobald aber die Zinsen wieder ansteigen, wird sich die Situation in die entgegengesetzte Richtung verändern, weil die auf die Guthaben der Tagesgeldkonten zu zahlenden Zinsen schneller ansteigen werden als die Zinsen auf die fristengebundenen Bankforderungen.

→ Gelingen diese und andere ertragbezogenen Ausgleichversuche nicht, wäre auf Dauer zu befürchten, dass es im Bankensektor vermehrt zu Schließungen von Geschäftsstellen und möglicherweise sogar zu Insolvenzen käme. Das hätte für die

Gesamtwirtschaft weitreichende Folgen: Die Arbeitslosigkeit im Bankengewerbe stiege, und der Bankensektor schrumpfte strukturwidrig. Strukturwidrig deshalb, weil die Gemeinden, die privaten Haushaltungen und auch die kleinen sowie mittelständischen Unternehmungen auf die Dienstleistungen der Banken vor Ort nach wie vor angewiesen sind. Das gilt vor allem für den regionalen Kundenverkehr und die individuellen Beratungen.¹⁰

In diesem Zusammenhang sollte allerdings auch bedacht werden, dass die Geschäftsbanken für die EZB bei der Umsetzung ihrer Geldpolitik in der Zielkette wichtige Glieder sind. Insofern könnte in Mitgliedstaaten mit einem geringen Konzentrationgrad im Privatbankensektor, also mit überdurchschnittlich vielen regionalen Banken¹¹, durch Marktaustritte und Straffung des Filialnetzes die Umsetzung der Geldpolitik effizienter werden.

→ Niedrige Anleihezinsen bringen auch konservativ anlegende Versicherungsunternehmen und Pensionfonds in Schwierigkeiten. Die Erfahrungen zeigen, dass diese Finanzinstitute kaum noch ihre Verpflichtungen gegenüber ihren Klientelen erwirtschaften können. Klassische Verträge, wie kapitalgebundene Lebensversicherungen mit fortbestehenden hohen Garantiezinsen, lassen sich kaum noch refinanzieren und sind inzwischen zum finanziellen Ballast geworden. Verstärkt wird dieser durch die EZB hervorgerufene Anlagenotstand durch die deutlich strengeren Regulierungen gemäß Solvency II¹², wonach Versicherungen die absichernden Investmentformen mit viel Eigenkapital unterlegen müssen. Das dreidimensionale Problem stellt sich diesen Unternehmungen aus der Verbindung zwischen Rendite, Garantie und Liquidität. – Spekulative Anlagen bieten keinen Ausweg, weil hier die Kurse inzwischen auf bedenkliche Höhen angestiegen sind.

Die erhoffte Wiederbelebung der Wirtschaft ist bisher – wenn man von Ausnahmen absieht – so gut wie ausgeblieben. Die horrenden Geldsummen, welche die EZB durch QE in die Märkte gepumpt hat, haben die Zweifel an einer kurz- bis mittelfristigen Wiederbelebung der wirtschaftlichen Aktivitäten aufrechterhalten. Die Befürchtungen, dass es zu einer erneuten Finanzkrise kommen könnte, womöglich noch drastischer als nach dem Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im Jahre 2008, bestehen weiterhin. Als Folge davon ist die Nachfrage nach Krediten für Investitionen im erhofften Umfang nicht gestiegen. Wenn dennoch angesichts der extrem niedrigen Zinsen von einigen größeren Unternehmungen Kredite in nennenswertem Umfang in Anspruch genommen worden sind, dann ist das oft nicht zur Finanzierung modernisierender oder gar die Kapazitäten erweiternder Investitionen geschehen, sondern zur Finanzierung von

¹⁰ Deshalb sollten von der Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen, wie sie in der Europäischen Währungsunion generell beabsichtigt ist, die kleineren Banken ausgenommen werden.

¹¹ wie beispielweise in Deutschland, Österreich und Italien.

¹² amtlich: Solvabilität II. Dieses Regelwerk soll verhindern, dass bei drohenden Insolvenzen großer Finanzkonzerne die Allgemeinheit durch Rettungsaktionen unter Einsatz von Steuergeldern belastet wird.

Übernahmen von Unternehmungen im inner- oder außereuropäischen Ausland, zum Aufkauf eigener Anteile zur Abwehr feindlicher Übernahmen oder aus spekulativen Gründen zum Erwerb riskanter Aktien und Anleihen.

Gegenwärtig kommt die wirtschaftliche Wiederbelebung nicht voran. Nachdem bisher die rein geldpolitischen Maßnahmen weitgehend versagt haben, stellt sich die Frage, was zu tun ist, um neue Anlagemöglichkeiten für Fremdmittel zu schaffen und der volkswirtschaftlichen Entwicklung Impulse zu verleihen. Ob überkommene fiskalpolitische Maßnahmen eher erfolgreich sein können, ist sehr fraglich, insbesondere dann, wenn der Handlungsspielraum der politischen Instanzen durch Schuldengrenzen eingeschränkt ist.

Aufgrund der allseits herrschenden Unsicherheit sind die Geschäftsbanken eher geneigt, ihre Überschussreserven bei der Notenbank zu parken anstatt Kredite zu vergeben. Das hat zu der Überlegung geführt, bei der Einschleusung zusätzlicher Liquidität in den Geldkreislauf die Finanzmärkte zu umgehen und die Mittel direkt potentiellen Nachfragern zur Verfügung zu stellen. Diese Idee geht auf Milton Friedman zurück, der 1969 die Metapher 'Helikoptergeld' geprägt hat. Nach dieser utopischen Vorstellung werden unter der Regie der Zentralbank gedruckte Banknoten aus einem Helikopter wie 'Manna vom Himmel' über dem Gebiet der Volkswirtschaft verstreut. Ziel ist, die finanzielle Basis für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu erweitern, um die Voraussetzungen für Nachfrageschübe zu schaffen und Wirtschaftswachstum zu initiieren. Dieser im Grunde nicht ernst gemeinte Vorschlag sollte nur veranschaulichen, dass es fast immer Mittel und Wege gibt, aus noch so schwierigen wirtschaftlichen Situationen Auswege zu finden. Für die Umsetzung dieser Politik sind in der öffentlichen Diskussion verschiedene praktikable Varianten in Erwägung gezogen worden. [Hennies/Raudjäv (2/2017): 10 ff.]

Die Helikopterpolitik stellt vom Grundsatz her mehr Fiskalpolitik als Geldpolitik dar. Die Diskussion über diese ungewöhnliche Maßnahme ist erneut entstanden, weil mit dem bisher durch monetäre Lockerungen in den Geldkreislauf geschleusten zusätzlichen Geld so gut wie nichts erreicht worden ist. Stattdessen sind die Mittel überwiegend gehortet worden oder in spekulativen und auch Kapital umschichtenden Kanälen versickert.

Käme Helikopterpolitik wirklich zur Anwendung, sollten private Verbraucher nicht in den Verbund der Zielgruppen einbezogen werden, weil in diesen Fällen durch den induzierten zusätzlichen privaten Konsum volkswirtschaftliche Ressourcen verschwendet würden, die effizienter für zukunftsgerichtete Maßnahmen eingesetzt werden könnten. Zu denken ist dabei an technologische Innovationen und auch Infrastrukturen, vor allem digitale Infrastrukturen, die diese Innovationen ermöglichen und voranbringen.¹³ [Hennies/Raudjäv (2/2015): 15] Zur Umsetzung der Helikopterpolitik wären Regierungen und staatliche Förderbanken die in Frage kommenden Adressaten. In diesen Fällen stellte sich aber die Frage, ob dann die EZB

¹³ Zum Beispiel verstärkter Ausbau der Glasfasernetze.

nicht ihre währungspolitischen Befugnisse überschritte und auch gegen das Verbot der direkten Staatsfinanzierung verstieße.

Generell würde das in den Geldkreislauf injizierte Helikoptergeld infolge der entstehenden Substitutionseffekte dazu führen, dass sich auf den Kapitalmärkten die Nachfrage – im Grunde künstlich herbeigeführt – verminderte und der Druck auf die Zinsen noch stärker wäre, als das durch die Nullzinspolitik bereits der Fall ist. Die zuvor geschilderten Allokation- und Strukturprobleme wären noch gravierender. Die Helikopterpolitik ist deshalb von vornherein abzulehnen.

Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

In marktwirtschaftlichen Systemen bilden sich die Zinsen durch die zur Verfügung stehende Geldmenge und das Ausmaß, in dem dieses Geldangebot im gesamtwirtschaftlichen Kreislaufprozess in Anspruch genommen wird. Die Geldmenge ist jene Kreislaufgröße, über die die Zentralbank mit dem von ihr emittierten Geld, den Leitzinsen und dem Mindestreservesatz den harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) auf den Zielbereich *nahe plus zwei Prozent* einzusteuern versucht. Sie ist dabei nicht frei in ihren Aktionen, weil sie – bis auf den utopisch anmutenden Fall des sogenannten Helikoptergeldes – keinen direkten Zugang zu den Finanzmärkten hat und folglich auf den Verbund der Geschäftsbanken angewiesen und damit an die Rahmenbedingungen der Finanzmärkte gebunden ist. Das bedeutet: Nur wenn die in der Wirtschaft benötigte Geldmenge nicht geringer ist als die dem Geldmengenziel zugrunde liegende Größe, sind die Mindestvoraussetzungen für eine wirksame Zentralbankpolitik im Transmissionprozess via

→ *Zentralbankgeld/Leitzinsen/Mindestreservesatz* → *Überschussreserven*
→ *Aktivgeschäfte* → *Geldangebot*

in Richtung auf die zur Nachfrage nach Geld führenden Wirkungskette gegeben.

Die gegenwärtig allgemein bestehende Unsicherheit, vor allem über die in nächster Zukunft zu erwartenden länderspezifischen Konjunktorentwicklungen, hat dazu geführt, dass das Geldangebot mangels ausreichender Abschlüsse von Kreditverträgen unzureichend angenommen wird. Die Folge ist, dass es der EZB nicht gelingt, mit ihren geldpolitischen Maßnahmen die jährlichen Preissteigerungen in dem von ihr avisierten Zielbereich zu halten. Die EZB sieht sich deshalb dazu veranlasst, die Geldmenge nicht in der üblichen Weise stabilitätorientiert zu steuern. Stattdessen überflutet sie die Finanzmärkte. Ihr vordergründiges Ziel ist, durch außergewöhnliche Senkung der Kreditzinsen die Verschuldungsrisiken zu relativieren. Das hat zur Folge, dass die Zinsen nicht mehr durchgängig ihre selektive Funktion erfüllen. Deshalb ist davon auszugehen, dass, soweit in der gegenwärtigen Situation finanzielle Mittel für Investitionen überhaupt in Anspruch genommen werden, die dafür eingesetzten Produktionsfaktoren in weitaus größerem Umfang fehlgeleitet werden, als das in der Praxis auf Grund der oft unzureichenden Markttransparenzen bisher bereits der Fall gewesen ist. Unter marktwirtschaftlichen Verhältnissen, das heißt bei marktgerechter Zinsbildung wären diese Verwendungen als unwirtschaftlich erkannt und voraussichtlich unterlassen worden. Diese fehlgeleiteten Produktion-

faktoren hätten anderweitig eingesetzt werden können und so zu Produktivitätssteigerungen und zum Erhalt der internationalen Konkurrenzfähigkeit wichtige Beiträge leisten können.

Durch diese sogenannte Nullzinspolitik sind die Zinsen in die Nähe der Nulllinie abgesunken. Bankguthaben werden kaum noch nennenswert verzinst. In der Tendenz sinken dadurch die Bankeinlagen. Setzte sich diese Entwicklung fort, müsste damit gerechnet werden, dass die Bankkunden ihre Einlagen in noch größerem Umfang als bisher zurückzögen. Das brächte vor allem die Sparkassen in eine schwierige Lage, weil für sie die Kundeneinlagen bedeutende Liquiditätsquellen darstellen.

Bei Fortdauer der Nullzinspolitik und sich weiter verschlechternden Ertragslagen im Bankensektor wäre zu befürchten, dass es früher oder später zu Auflösungen von Geschäftstellen und gar Insolvenzen und damit zu Entlassungen von Mitarbeitern käme. – Auch konservativ anlegende Pensionfonds und Versicherungsunternehmungen sind durch die sie besonders treffenden niedrigen Anleihezinsen in ihrer Existenz bedroht.

Das Problem in der gegenwärtigen Situation besteht auch darin, dass die von der EZB in den Geldkreislauf geschleusten Geldmengen nicht uneingeschränkt die Adressaten erreichen. Eine sogenannte Helikopterpolitik böte hierfür keine Lösung. Im Gegenteil: Interventionen dieser Art senkten durch die damit verbundenen Substitutionseffekte die Nachfrage auf den Kapitalmärkten, erhöhten damit den Druck auf die Zinsen und fesselten diese in noch stärkerem Maße an das marktinkonforme Niveau. Die angesprochenen Probleme wären noch größer.

Finanzkrisen und die Risiken anschließender Rezessionen entwickeln sich erfahrungsgemäß über längere Zeiträume. Um realwirtschaftliche und soziale Schäden abzuwenden oder zumindest in engen Grenzen zu halten, sollte die gegen alle marktwirtschaftlichen Prinzipien verstoßende Nullzinspolitik in kürzester Frist aufgegeben werden. Das gilt umso mehr, als die auf diese Politik zurückzuführende Geldflut die Bereitschaft zu fortschrittorientierten Reformen in Staaten wie Italien, Portugal und Frankreich gesenkt hat. Deshalb ist es dringend erforderlich, so schnell wie möglich zu einer Finanzpolitik zurückzukehren, die nicht zu Fehlallokationen der volkswirtschaftlichen Ressourcen und strukturellen Verwerfungen führt. Auch geht es darum, normale Verhältnisse herzustellen, damit im nächsten Konjunkturbruch die Geldpolitik wieder einen angemessenen gegensteuernden Gestaltungsspielraum erhält.

Der Geldpolitik sind durch ihre globale Wirkung Grenzen gesetzt, die nicht überschritten werden dürfen. Für die Wiederherstellung realwirtschaftlicher Rahmenbedingungen, die einer effizienten Geldpolitik entsprechen, ist in erster Linie die Fiskalpolitik zuständig. Die Fiskalpolitik muss zukünftig auch stärker als bisher auf Strukturreformen und Wirtschaftswachstum ausgerichtet werden, indem die öffentlichen Ausgaben gezielt unter anderem auf Forschung und Entwicklung im Sinne von Industrie 4.0 umgeschichtet werden. [Hennies, M. O. E./Raudjärv, M. (2/2015), 9 ff.] Die umfassende pragmatische Lösung der gegenwärtigen Probleme besteht in einer

zielgerichteten Koordination, aber dennoch klaren Trennung von Geldpolitik und Fiskalpolitik.

Literaturverzeichnis:

1. **Anderegg, R.** (2007). Grundzüge der Geldtheorie und Geldpolitik, Oldenburg Verlag München.
2. **Borchert, M.** (2003). Geld und Kredit, Oldenburg Verlag, 8. Auflage, S. 48 ff.; 345 ff.
3. **Hennies, M. O. E.** (2003). Allgemeine Volkswirtschaftslehre für Betriebswirte, Band 1: Grundlagen, Wirtschaftsordnungen, Wirtschaftskreislauf, Agrarwirtschaft. Berliner Wissenschaftsverlag – vormals: Berlin Verlag Arno Spitz – , 6. Auflage, S. 188 ff.
4. **Hennies, M. O. E.** (2003). Allgemeine Volkswirtschaftslehre für Betriebswirte, Band 3: Geld, Konjunktur, Außenwirtschaft, Wirtschaftswachstum und Verteilung. Berliner Wissenschaftsverlag – vormals: Berlin Verlag Arno Spitz –, 5. Auflage, S. 21 ff.
5. **Hennies, M. O. E./Raudjärv, M.** (2/2015). Industrie 4.0, Einleitende Gedanken zu aktuellen Fragen der Wirtschaftspolitik. in: Estnische Gespräche über Wirtschaftspolitik, S. 9 ff.
6. **Hennies, M. O. E./Raudjärv, M.** (2/2017). Überlegungen zur umstrittenen Helikopterpolitik, Einleitende Gedanken zu aktuellen Fragen der Wirtschaftspolitik. in: Estnische Gespräche über Wirtschaftspolitik, S. 10 ff.
7. **Issing, O.** (2003). Einführung in die Geldtheorie, Verlag Vahlen, 13. Auflage, S. 69 ff.; S. 76 ff.; S. 86 ff.
8. **Taylor, J. B.** (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, in: Journal of Economic Perspectives, S. 11 ff.
9. **Werner, R. A.** (2013). Quantitative Easing and the Quantity Theory of Credit: Royal Economic Society Newsletter, July, S. 20-22.