

Super Mario lässt Geld regnen

Wem nützt die europäische Geldpolitik?

Inhalt

Geldpolitik am Pranger 1

Grenzen der Geldpolitik 6

Risiken und Nebenwirkungen 8

Alternativen 10

Geldpolitik am Pranger

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) ist hierzulande umstritten. Große Teile von Politik, Medien und Wissenschaft werfen Europas Zentralbankern vor, sie würden übermäßig „Geld drucken“, eine Inflation in Kauf nehmen und die Sparer enteignen.

Die „Bild“ titelte kürzlich: „Die 36 Milliarden-Sauerei“. Sie kritisierte die angebliche Entwertung der 2.240 Milliarden schweren Ersparnisse durch Nullzinsen und 1,7 Prozent Inflation (Prognose für 2017). Doch damit nicht genug. Das billige Geld heize auch die Immobilien- und Aktienspekulation an. Darüber hinaus würden Niedrigzinsen die Krisenländer zu einem Leben auf Pump verführen.

In die gleiche Kerbe schlug der Ex-Chef des Münchner ifo-Instituts, der Wirtschaftswissenschaftler Hans-Werner Sinn. Ohne die geringere preisbereinigte Verzinsung zu berücksichtigen,

gab er – gleichfalls in der „Bild“ – mit nationalistischem Zungenschlag zum Besten: „Wer früher über 30 Jahre hinweg bei normalen Zinsen eine Rente angespart hat, der hatte zum Schluss zwei Drittel seiner Rente aus Zinsen und Zinseszinsen, und ein Drittel war die eigentliche Ersparnis. Das eine Drittel bleibt dem deutschen Sparer hoffentlich noch, aber selbst das ist nicht sicher, weil die EZB Deutschland inflationieren will.“

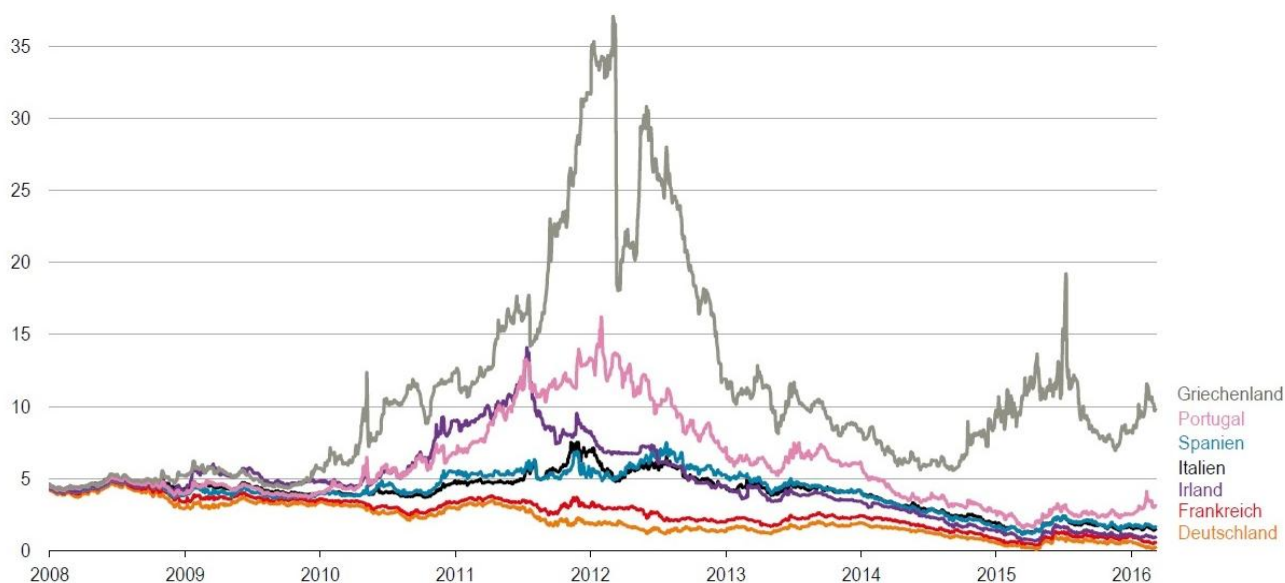
Tatsächlich war und ist die EZB-Niedrigzinspolitik eine grundsätzlich notwendige und richtige Reaktion auf die Finanzmarkt- und Eurokrise. Die Niedrigzinspolitik hätte im Gegenteil noch früher einsetzen müssen. Um im Sinne der Mehrheit der Bevölkerung zu wirken, hätte sie zudem mit einer auf sozial und ökologisch gesteuertes Wachstum gerichteten Politik und steigenden Löhnen verknüpft werden müssen.

Nach Ausbruch der großen Finanzmarktkrise 2008 senkten die großen Zentralbanken ihre Leitzinsen auf ein historisch niedriges Niveau. So konnten die Folgen der Krise für die Realwirtschaft begrenzt und ein Kollaps des Finanzsystems verhindert werden. Die Fehler der großen Weltwirtschaftskrise 1929 wiederholten sich nicht. Damals hatten die verantwortlichen Zentralbanker in der Krise die Zinsen erhöht und so die Wirtschaft abgewürgt.

Nach dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 retteten die Staaten ihre Banken. Die milliardenschwere Bankenrettung ließ die Staatsschulden explodieren. Im Winter 2009/2010 spekulierten Finanzinvestoren auf die Pleite der hoch verschuldeten Euro-Krisenstaaten. Die Zinsen, die diese Staaten zu bezahlen hatten, schossen durch

Krisenindikator: Zins

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Euroländer, 2008-2017



die Decke. Auf dem Höhepunkt der so genannten Eurokrise zahlte Athen für zehnjährige Staatspapiere fast 40 Prozent Zinsen, Lissabon 16 Prozent, Madrid und Rom jeweils etwa sieben Prozent. Es drohte die Staatspleite. Erschwerend kam hinzu, dass drakonische Haushalts- und Lohnkürzungen die Wirtschaftskrise der Schuldnerstaaten verschärften. Das Wachstum brach ein, die Arbeitslosigkeit stieg auf Rekordniveau und die Preise fielen auf breiter Front. Im Mai 2010 begann die EZB erstmals damit, kurzfristige Staatspapiere der Krisenländer zu kaufen, um deren hohe Zinsen zu drücken. Aus Protest traten

der Bundesbankpräsident Axel Weber und der EZB-Chefökonom Jürgen Stark von ihren Posten zurück. Eine solche monetäre Staatsfinanzierung sei aus ihrer Sicht illegal.

Im Sommer 2012 drohte die Eurozone auseinanderzubrechen. Die Staatschefs des Euroraums konnten sich auf kein gemeinsames Krisenmanagement einigen. Die EZB musste Feuerwehr spielen. Der seit Winter 2011 amtierende EZB-Chef Mario Draghi kündigte an, dass man alles tun werde, um den Euro zu retten. Diesen Worten folgten sofort Taten. Die europäischen Zentralbanker senkten den Leitzins in fünf Schritten von

Die geldpolitischen Instrumente der EZB

Die EZB verfügt über verschiedene geldpolitische Instrumente, mit denen sie auf die Geld- bzw. Kreditversorgung und das Preisniveau im Euroraum Einfluss nimmt:

Im Rahmen ihrer **Offenmarktpolitik** vergibt sie Kredite an Banken, die hierfür Wertpapiere als Sicherheit hinterlegen müssen, oder aber sie kauft oder verkauft Wertpapiere oder Fremdwährungen. Durch diese Operationen kann die EZB die Zentralbankgeld-Menge beeinflussen. So entsteht durch ihre Kreditvergabe neues Zentralbankgeld. Den Umfang, in dem dies geschieht, beeinflusst die EZB durch die Festlegung des Zinssatzes auf diese Kredite. Auch durch den Kauf von Wertpapieren oder Fremdwährungen schafft die EZB Zentralbankgeld, durch den Verkauf hingegen „vernichtet“ sie es. – Eine Ausweitung der Zentralbankgeld-Menge führt nicht zwingend zur gewünschten Ausweitung von Krediten der Geschäftsbanken und damit zu positiven realwirtschaftlichen Effekten. Hierfür braucht es vielmehr unterstützende Rahmenbedingungen – etwa eine ausreichende Nachfrage und eine entsprechende Lohn- und Finanzpolitik. – Staatsanleihen sind Wertpapiere im eben genannten Sinne. Durch ihren Kauf kann die EZB auch die Nachfrage nach bestimmten Staatsanleihen und damit indirekt deren Renditen beeinflussen. Der direkte Kauf von Staatsanleihen bei den Staaten des Euroraums ist der EZB allerdings verboten; sie muss diese von anderen Marktteilnehmern erwerben.

Im Rahmen der **Ständigen Fazilitäten** können Banken bei der EZB über Nacht Geld beschaffen oder anlegen. Indem sie für beides Zinsen festsetzt, beeinflusst die EZB indirekt die Zinssätze, zu denen sich Banken gegenseitig Geld leihen.

Ferner verpflichtet die EZB die Geschäftsbanken, einen bestimmten Prozentsatz der Einlagen ihrer Kundschaft als **Mindestreserven** auf einem Konto bei der EZB zu halten. So stellt sie sicher, dass die Banken stets Zentralbankgeld brauchen – und an den Refinanzierungsgeschäften der EZB teilnehmen müssen. Dies ermöglicht es der EZB, auf die Entwicklung von Wirtschaft und Preisniveau Einfluss zu nehmen.

einem Prozent auf null Prozent. Zudem mussten alle Banken, die ihr Geld nicht an Unternehmen und Haushalte weiterreichten, Strafzinsen bezahlen. Aktuell zahlen die Banken für Einlagen bei der EZB 0,4 Prozent. Im September 2012 beschloss die EZB ein so genanntes OMT-Programm (Outright Monetary Transactions), das jedoch nie zum Einsatz kam. Im Frühjahr 2015 weiteten die Währungshüter ihre Wertpapierkäufe massiv aus. Sie kauften fortan für 60 Mrd. Euro pro Monat Pfandbriefe, Kreditverbriefungen, Staats- und Unternehmensanleihen. Zeitweise wurde diese Summe sogar auf 80 Milliarden Euro aufgestockt. Seit Oktober 2014 kaufte die EZB Anleihen im Gesamtwert von 1,7 Billionen Euro. Die Ankäufe

sollten die Zinsen drücken, den Euro billiger machen und die Preise treiben.

Nicht zu unterschätzen ist aber auch die symbolische Wirkung der Aussage Draghis. Eine Zentralbank kann unbegrenzt Geld schaffen und ist damit in der Lage, Staatspleiten zu verhindern, indem sie direkt oder indirekt die Staatsfinanzierung sicherstellt. Zumindest gilt dies für einen Wirtschaftsraum wie die Eurozone, der nicht gegenüber dem Ausland überschuldet ist und dessen Währung allgemein anerkannt wird. Der Satz, man werde alles tun, um den Euro zu retten, war daher ein klares und glaubwürdiges Signal an die Märkte: Die Angst vor Staatspleiten sei ebenso unbegründet wie die Spekulation ge-

Die Europäische Zentralbank

Eine Zentralbank (auch Notenbank genannt) ist für die Geld- und Währungspolitik eines Staates oder eines Währungsraums verantwortlich. Die Europäische Zentralbank (EZB) ist als Organ der Europäischen Union die Zentralbank des Euroraums. Sie wurde 1998 gegründet und hat ihren Sitz in Frankfurt am Main. Mit den Zentralbanken der EU-Staaten (in Deutschland: Bundesbank) bildet sie das Europäische System der Zentralbanken.

Geleitet wird die EZB von einem Direktorium, bestehend aus einem Präsidenten (derzeit Mario Draghi), einem Vizepräsidenten sowie vier weiteren Mitgliedern (derzeit unter anderem die Deutsche Sabine Lautenschläger). Sie werden von den Regierungen der Euroländer ernannt. Das oberste geldpolitische Beschlussorgan der EZB ist der EZB-Rat. Dort sind – neben dem Direktorium – auch die Präsidenten der einzelstaatlichen Zentralbanken vertreten.

Das Europäische System der Zentralbanken ist für die Geldversorgung bzw. die Refinanzierung der Geschäftsbanken im Euroraum zuständig. Die EZB übernimmt dabei eine koordinierende Funktion und trifft zentrale geldpolitische Entscheidungen, während bei der Umsetzung die nationalen Zentralbanken nach wie vor eine wichtige Rolle spielen. Außerdem stellt die EZB in Zusammenarbeit mit den nationalen Zentralbanken die Euro-Banknoten zur Verfügung. Seit November 2014 ist sie zusätzlich für die Aufsicht über systemrelevante Banken verantwortlich.

Das vorrangige, europarechtlich festgelegte Ziel der EZB ist die Geldwertstabilität: Die Inflationsrate soll unter, aber nahe zwei Prozent liegen. Gemessen wird sie als jährlicher Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Euroraum. Daneben soll die EZB die Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union unterstützen; angestrebt werden unter anderem ein hohes Beschäftigungsniveau und dauerhaftes Wachstum. Allerdings dürfen diese beiden Ziele die Geldwertstabilität nicht gefährden. Gewerkschaften sehen diese Nachrangigkeit kritisch.

gen einzelne Staaten nutzlos, denn im Zweifel werde die EZB die betroffenen Staaten stützen und deren Staatsanleihen kaufen.

Mario Draghis Medizin wirkte. Nach dem Machtwort des obersten Zentralbankers wetteten die Spekulanten nicht mehr auf die Pleite der Krisenstaaten. Das Verlustrisiko war aufgrund der großen Feuerkraft des Frankfurter Euroto-
werts (Frankfurt

» **Mario Draghis Medizin wirkte.**

ist der Sitz der EZB) zu hoch. Das EZB-Ankaufprogramm senkte die Risikoprämien griechischer, portugiesischer, italienischer und spanischer Staatsanleihen. Im Sommer 2014 zahlte Athen für zehnjährige Staatsanleihen nur noch 5,9 Prozent, Dublin 1,7 Prozent und Rom 2,3 Prozent. Die Kosten für Unternehmenskredite sanken im Euroraum seit 2014 um durchschnittlich 1,25 Prozentpunkte. So bekamen die hoch verschuldeten Staatshaushalte, aber auch die Banken und Unternehmen der betroffenen Länder wieder Luft zum Atmen.

Zudem verlor der Euro gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner deutlich an Wert. Dadurch erhöhte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit europäischer Exportunternehmen.

Viele Kritiker gerade in Deutschland fürchteten (und fürchten noch immer), diese EZB-Geldpolitik führe zu galoppierenden Preisen. In Presse und Politik ist regelmäßig von „Geldflut“ und „Kauforgien“ die Rede, die zu einem „Anheizen“ der Inflation führten. Von übermäßiger Inflation kann allerdings nicht die Rede sein, im Gegenteil. Das hat einen einfachen Grund. Die Entwicklung der Preise hängt maßgeblich von der Entwicklung der Produktionskosten, der Auslastung der Produktion und vom Arbeitsmarkt

ab. Wenn die Produktionskosten sinken, Unternehmen keine Aufträge haben und die Arbeitslosigkeit hoch ist, gibt es keinen Preisdruck, sondern Deflationsgefahr. Die Betriebe können höhere Preise am Markt nicht durchsetzen. Und die abhängig Beschäftigten können kein kräftiges Lohnplus erstreiten. Dass die Preise sich in den letzten Monaten dennoch wieder nach oben bewegten, ist nicht der Geldpolitik, sondern den steigenden Öl- und Lebensmittelpreisen geschuldet.

Von der laxen EZB-Geldpolitik profitierten aber nicht nur die Schuldner. Auch die Gläubiger konnten sich bei Mario Draghi bedanken. Allein die Auslandsforderungen deutscher Banken gegenüber Griechenland, Portugal, Spanien und Irland beliefen sich 2010 auf rund 300 Milliarden Euro. Ein Zahlungsausfall Athens, Madrids oder Lissabons hätte auch deutsche und französische Banken in den Abgrund gerissen. Dann hätte die nächste Runde der Bankenrettung gedroht – mit milliardenschweren Folgen für die Steuerzahler.

Die neuen Tiefzinsen waren aber auch ein Segen für den deutschen Finanzminister. Die Bundesbank hat berechnet, dass Wolfgang Schäuble seit 2009 rund 240 Milliarden Euro Zinsen sparen konnte. Ohne die EZB-Niedrigzinspolitik hätte Schäuble sein haushaltspolitisches Ziel der schwarzen Null niemals in die Praxis umsetzen können. Insofern hat der Vorwurf, Draghis Geldpolitik würde nur den Krisenländern nutzen, keine Grundlage.

Die EZB sorgte dafür, dass die Eurozone nicht kollabierte. Ein freier Fall der Preise konnte verhindert werden. Das war sehr wichtig. Denn mit einem allgemeinen Preisverfall – Deflation – ist nicht zu spaßen. Sie bedeutet sinkende Einnahmen der Unternehmen, Zahlungsschwierigkeiten und Lohndruck. Damit einher geht die

Gefahr einer sich immer weiter drehenden Abwärtsspirale. Wenn Autos, Fernseher und Waschmaschinen allmonatlich billiger werden, verschieben die Verbraucher ihre Käufe in die ferne Zukunft. Auch Investitionen werden dann zurückgestellt. Dieser Käufer- und Investorenstreik drückt noch weiter auf **» Eine Deflation hätte ver-** Umsatz und **heerende Auswirkungen.** Gewinn. Zudem machen sinkende Preise den Schuldnern das Leben zur Hölle, denn die fälligen Raten bleiben unverändert, auch wenn die Preise und Einnahmen schrumpfen. Sie müssen real mehr zahlen, um ihre Kredite abzutottern. Folglich gehen immer mehr Privathaushalte und Unternehmen pleite. Das Sozialprodukt schrumpft und die Arbeitslosigkeit steigt. Dass es nicht dazu kam, ist das Verdienst der europäischen Geldpolitik. Oder aus Sicht der Beschäftigten formuliert: Lieber keine Zinsen als arbeitslos.

Grenzen der Geldpolitik

Die Geldpolitik kann aber keine Wunder bewirken. Mario Draghi wollte mit billigem Geld nicht nur eine schwere Wirtschaftskrise verhindern, sondern auch Wirtschaft und Konjunktur der Eurozone ankurbeln. Dauerhaft niedrige Zinsen und milliardenschwere Ankaufprogramme sollten die Kreditvergabe und die Investitionen anschieben. Das ist nicht gelungen.

Noch heute steckt die Eurozone in der tiefsten Krise seit ihrer Gründung. Das Wachstum ist schwach und die Arbeitslosigkeit hoch. In Spanien und Griechenland ist jeder Fünfte ohne Arbeit. In Italien und Portugal liegt die Arbeitslo-

senquote über 11 Prozent. Im Zeitraum von 2010 bis 2016 sanken in Südeuropa die Reallöhne.

Angesichts der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung liegt die Inflation in Euroland nach wie vor nicht stabil bei den knapp zwei Prozent, die die EZB anstrebt. Zwar steigen aktuell die Verbraucherpreise wieder an. Dies ist aber kein Grund zur Entwarnung: Die Preise steigen nicht auf breiter Front. Hinter dem jüngsten Preisplus steckt vielmehr der gestiegene Ölpreis. Erst wenn sich abzeichnet, dass die Verbraucherpreise wieder langfristig zunehmen, ist ein Ausstieg aus der laxen Geldpolitik möglich.

Hinzu kommt der schlechte „Gesundheitszustand“ vieler Banken. Im Gegensatz zu den USA und Großbritannien wurden die kontinentaleuropäischen Banken in der Krise nicht hinreichend kapitalisiert. Folglich haben sie heute zu wenig Eigenkapital. Noch gravierender: Die anhaltende Wirtschaftsschwäche in Teilen des Euroraums sorgt jetzt dafür, dass immer mehr Kredite ausfallen und die Geldhäuser in Schieflage geraten. Aktuell haben die Banken der Eurozone faule Kredite in Höhe von 920 Milliarden Euro in den Büchern. In Griechenland und Zypern droht fast die Hälfte der Kredite auszufallen.

Billiges Geld allein kann den europaweiten Nachfragemangel nicht überwinden. Niedrige Finanzierungskosten sorgen noch nicht für hinreichend Aufträge. Zumal die großen europäischen Aktiengesellschaften keine Finanzierungsprobleme haben. Sie schwimmen geradezu im Geld. Für mehr Nachfrage braucht es steigende Löhne und mehr öffentliche Investitionen. Das geht aber nicht, wenn in Athen, Madrid und Rom die neoliberale Schocktherapie der vergangenen Jahre fortgesetzt wird. Drakonische Haushaltskürzungen, der Abbau von Arbeitnehmerrechten und die Zerstörung der Tariflandschaft vertieften

nicht nur die soziale Spaltung, sondern sie schaden auch massiv der Wirtschaft.

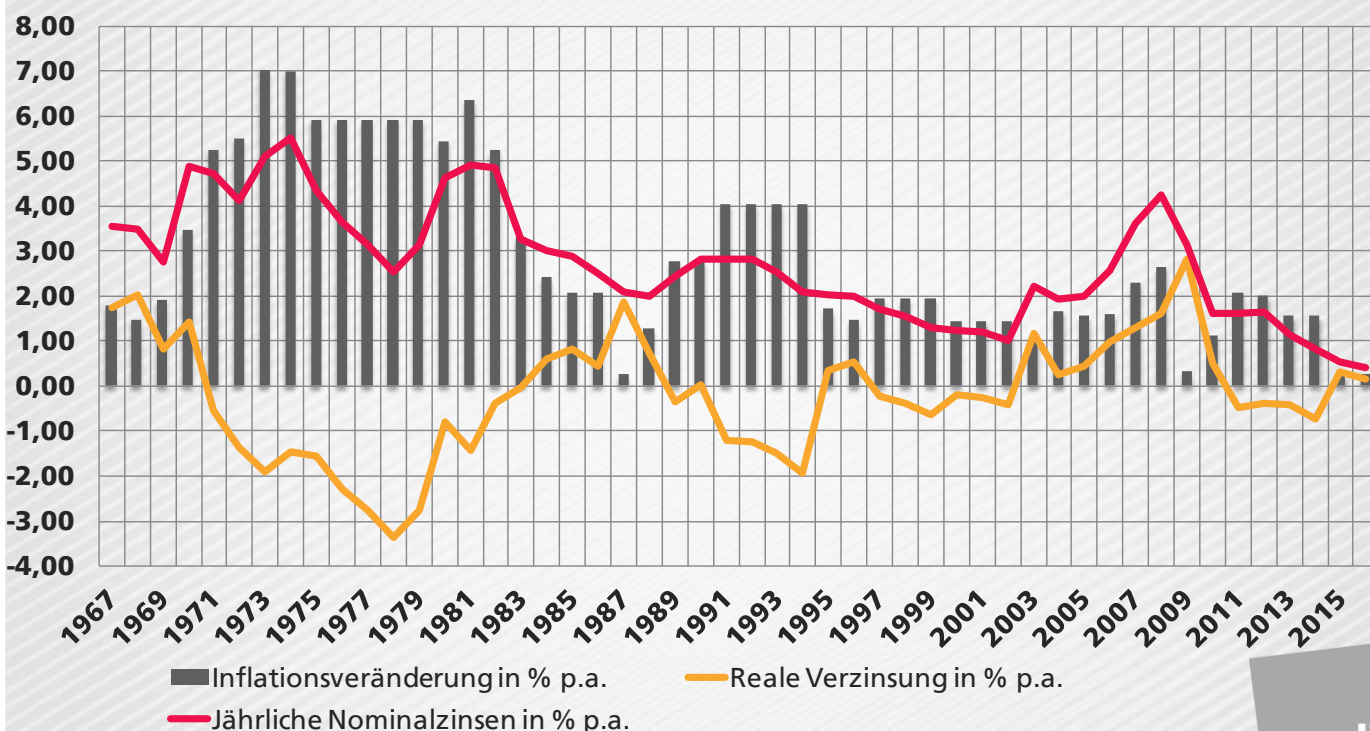
Es macht die Widersprüchlichkeit der Politik der EZB aus, dass die europäischen Zentralbanker selbst diese Kürzungspolitik vorangetrieben haben. Als Mitglied der Troika hat die EZB die wirtschaftlich schädlichen Krisenanpassungsprogramme mit entworfen. Griechenland, Italien und Spanien hat die EZB auf dem Höhepunkt der Auseinandersetzungen sogar politisch erpresst: Die griechische SYRIZA-Regierung musste sich einer neoliberalen Schocktherapie unterwerfen, sonst hätte die EZB den Geldhahn zugelehrt. Der damalige italienische Ministerpräsident Berlusconi und der spanische Staatschef Zapatero wurden von der EZB aufgefordert, die Tarifpolitik zu verbetrieblichen, Arbeitnehmerrechte abzubauen und öffentliche Dienstleistungen zu privatisieren.

Insofern haben Europas oberste Zentralbanker selbst dazu beigetragen, dass ihre an sich vernünftige Geldpolitik nicht für mehr Wachstum und Jobs sorgen konnte.

Das Problem besteht auch darin, dass ein zentrales Ziel und wesentlicher Inhalt der Krisenpolitik von EZB und EU die Rettung bzw. Förderung der investierten Vermögen der Finanzinstitute und großen Vermögensbesitzer sowie der Interessen der Exportindustrie waren – und nicht die Verbesserung der wirtschaftlichen und sozialen Lage der Mehrheit der europäischen Bevölkerung. Politisch wurde und wird diese Ausrichtung besonders stark und strikt durch die deutsche Bundesregierung und namentlich Finanzminister Wolfgang Schäuble (CDU) vorangetrieben.

Auch den Vorwurf, auf die Finanz- und Wirtschaftskrise zu spät und zu zögerlich reagiert zu

**"In den 70ern hat man wenigstens Zinsen auf sein Erspartes bekommen..."
Realzinsen auf einfache Spareinlagen in Deutschland zwischen 1967 und 2016**



haben, muss sich die EZB gefallen lassen.¹ So hat sie im Jahr 2008 trotz sich abzeichnender Krise ihre Leitzinsen noch erhöht – und damit Wirtschaft und Produktion zusätzlich ausgebremst. Diese fatale Entscheidung musste sie anschließend wieder korrigieren: Die Leitzinsen fielen deutlich, aber insgesamt weiterhin zu zögerlich. 2011 versuchte sie kurzzeitig ein weiteres Mal, die Leitzinsen anzuheben. Doch erneut war es dafür zu früh, von einer wirtschaftlichen Erholung war der Euroraum noch weit entfernt. Einmal mehr musste die EZB ihren Kurs korrigieren. Sie senkte ihre Leitzinsen bis heute noch in mehreren Schritten. Hätte sie dies von Beginn an rascher und konsequenter getan, begleitet von einer anderen Lohn- und Finanzpolitik in Europa, so hätten sich die wirtschaftliche Krise und die Niedrigzinsphase nicht derart in die Länge gezogen.

Eine andere Politik als die Europäische Union und die EZB betrieben übrigens die USA. Die dortige Zentralbank, die Federal Reserve, senkte ihre Leitzinsen nach der Krise 2008/09 schneller und stärker als die EZB. Auch ging sie rascher und umfangreicher dazu über, durch den Ankauf von Wertpapieren die Finanzkraft der Banken und der großen Unternehmen zu stärken. Vor allem aber betrieb die US-Regierung nicht die massiven Kürzungen von Staatsausgaben und öffentlichen Investitionen, wie es sie in Europa gab. Damit waren Geldpolitik und Finanzpolitik in den USA sehr viel besser aufeinander abgestimmt. Im Er-

» Die EZB hat zu spät und zu zögerlich auf die Krise reagiert.

gebnis liegt die Arbeitslosenquote im Euroraum heute bei 9,5 Prozent, in den USA nur bei 4,4 Prozent. Und während das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum heute vor allem in Folge der tiefen Einbrüche durch die Euro-Krise nur etwa drei Prozent größer ist als 2007, sind es in den USA satte 13 Prozent. Das erlaubt es der Federal Reserve mittlerweile, den Ausstieg aus ihrer expansiven Geldpolitik anzugehen und ihre Leitzinsen langsam wieder anzuheben.

Allerdings ist auch in den USA die Politik vorrangig zu Gunsten der Vermögenden und der Konzerne ausgerichtet. Die Lohnentwicklung ist sehr schwach, ein großer Teil der abhängig Beschäftigten hat heute geringere Realeinkommen als in den 1980er Jahren. Der Reichtum des oberen Prozents, der Konzerne und ihrer Eigentümer und Manager wächst enorm; ihre Besteuerung wird geringer. Die soziale und regionale Spaltung nimmt zu. Es handelt sich um eine andere Variante neoliberaler Politik, die finanzpolitisch expansiver ist als in der EU und sich dabei auch auf die besondere Rolle des US-Dollar als Weltwährung stützen kann.

Risiken und Nebenwirkungen

Die EZB-Niedrigzinspolitik lässt die Sparguthaben vieler Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer schrumpfen. In den letzten sechs Jahren betrug der durchschnittliche Realzins -0,1 Prozent (Nominalzins abzüglich Inflation). Folglich verringerte sich die Kaufkraft der Einlagen auf Spargbüchern, Tagesgeld- und Girokonten jedes Jahr um 0,1 Prozent.

Negative Realzinsen sind aber nichts Neues. Auch wenn die erhitzte öffentliche Debatte ei-

¹ Siehe zur Finanz- und Wirtschaftskrise in Europa auch die ver.di Wirtschaftspolitik-Informationen Ausgabe 2/2015 „Wer rettet wen? Fakten statt Mythen im Streit um Griechenland“ und Ausgabe 2/2012 „Eurokrise ohne Ende?“

nen anderen Eindruck vermittelt. In den letzten fünf Jahrzehnten lag der Realzins in 28 Jahren unter der Nulllinie. Nach Berechnungen der Bundesbank schrumpften die Sparguthaben beispielweise zwischen 1971 und 1983 um jährlich 1,6 Prozent. Ursächlich für die negativen Realzinsen war damals die hohe Inflation. Die Nominalzinsen lagen hingegen bei hohen 4,2 Prozent. Der Kaufkraftverlust der Sparerinnen und Sparer war in den 1970er Jahren also deutlich höher, als dies heute der Fall ist.

Eine weitere Nebenwirkung des billigen Geldes sind steigende Vermögenspreise (Aktien, Anleihen, Immobilien, Kunstgegenstände etc.) Die Immobilienpreise stiegen hierzulande seit 2010 um fast 50 Prozent. Vor allem in wachsenden Städten wie Berlin, München, Frankfurt oder Stuttgart wird es immer schwieriger, eine bezahlbare Wohnung zu

» Die Vermögenspreise steigen, aber die Inflation kommt nicht vom Fleck.

finden. Der DAX ist auf der Jagd nach immer neuen Rekorden. Wer sein Geld heute gewinnbringend anlegen möchte, allerdings auch die damit verbundenen Risiken von Wertverlusten in Kauf nehmen kann und will, steckt es nicht in den Sparstrumpf, sondern kauft Aktien, Anleihen, Fondsanteile oder Immobilien. Zinsgünstige Kredite erleichtern zudem den Wertpapier- oder Immobilienkauf auf Pump. Die Inflation hingegen, die überwiegend nicht Vermögenspreise, sondern realwirtschaftliche Preise misst, kommt nicht vom Fleck.

Die steigenden Vermögenspreise führen zu einer positiven realen Gesamttrendite der privaten Haushalte – trotz Negativzinsen. Davon profitieren allerdings in erster Linie Besserverdienende und Reiche. Denn nur sie können in großem Stil in Aktien und Immobilien investieren. Folg-

lich verschärfen steigende Vermögenspreise die Ungleichheit. Bereits heute besitzen die reichsten zehn Prozent über zwei Drittel des gesamten Nettovermögens. Die Hälfte der Bevölkerung hat hingegen fast überhaupt kein Vermögen oder sogar Schulden.

Die Niedrigzinspolitik ist auch eine große Herausforderung für Banken und Versicherungen. Die meisten Finanzinstitute können sich aber in einem zweifelsohne schwierigen wirtschaftlichen Umfeld behaupten. Trotz Niedrigzinsen erzielen die Geldhäuser weiterhin einen Zinsüberschuss. Die Zinsspanne (Zinserträge abzüglich Zinsaufwendungen) ist noch immer positiv. Darüber hinaus drehen viele Institute erfolgreich an der Provisionsschraube und erzielen bei steigenden Vermögenspreisen hohe Handelserträge. Damit lassen sich rückläufige Zinsüberschüsse kompensieren. Banken, die mit dem Rücken zur Wand stehen, leiden weniger unter Draghis Geldpolitik als vielmehr unter den Altlasten der Finanzmarktkrise.

Die Lebensversicherer kämpfen mit hohen Garantiezinsen aus Altverträgen einerseits und Niedrigzinsen bei Neuanlage andererseits. Trotzdem steigen weiterhin die Beitragseinnahmen der Branche. Auch die Zahl der Verträge nimmt zu. Die sehr unterschiedliche Ertragslage der Versicherungsunternehmen zeigt, dass es in erster Linie eine Frage des Managements ist, wie die Herausforderungen der Niedrigzinsphase gemeistert werden. Mario Draghi kann nicht für das Missmanagement einzelner Institute in Haftung genommen werden.

Klar ist aber auch: Unendlich lange können Versicherungen und Banken in einem Niedrigzinsumfeld nicht erfolgreich wirtschaften. Auch sie sind daher auf eine wirtschafts- und finanzpolitische Kehrtwende in Europa angewiesen. Denn

nur dann kann die expansive Geldpolitik der EZB auch realwirtschaftlich erfolgreich sein, was wiederum Voraussetzung für ein Ende der Niedrigzinsphase ist.

Wenn sich die wirtschaftliche Situation in Europa eines Tages entspannt und die EZB aus ihrer expansiven Geldpolitik wieder aussteigt, wird sie dies gleichwohl behutsam und überlegt tun müssen. Denn ein solcher Ausstieg wird durchaus mit Risiken behaftet sein. Zum einen nämlich kann ein zu schneller oder zu früher Anstieg der Zinsen die wirtschaftliche Entwicklung rasch wieder abwürgen. Wie bereits erwähnt, ist der EZB dieser Fehler 2011 schon einmal unterlaufen. Zum anderen kann ein zu schneller und zu umfangreicher Verkauf von Wertpapieren durch die EZB zum Kursverfall auf breiter Front führen.

Alternativen

Wie lange es in Euroland noch Niedrigzinsen gibt, hängt in erster Linie von der wirtschaftlichen Entwicklung des gemeinsamen Währungsraums ab. Sobald die wirtschaftliche Krise überwunden ist und die Preise wieder steigen, können die Notenbanker die Zinsen wieder erhöhen.

Die Krisenländer wachsen aber nur dann, wenn die Staatsausgaben nicht weiter gekürzt werden und die Löhne nicht weiter sinken. Ein Ende dieser so genannten Austeritätspolitik ist somit eine notwendige Voraussetzung für die Überwindung der Krise.

Wenn die Zentralbanker hingegen heute bereits die Zinsen erhöhten, dann würden zunächst die Unternehmen, Banken und Staatshaushalte der Krisenländer unter der steigenden Zinslast

zusammenbrechen. Anschließend würde es auch die Banken der Gläubigerstaaten erwischen. Eine schwere Wirtschaftskrise mit sinkenden Preisen und steigender Arbeitslosigkeit wäre die unmittelbare Folge.

Die Krisenländer können durch eine europäische Investitionsoffensive wieder auf die Beine kommen. Darüber hinaus müssen die europäischen Arbeitsmärkte wieder stärker reguliert werden. Nur mit Hilfe starker Gewerkschaften und Tarifsysteme können die Reallöhne wieder steigen. Höhere öffentliche Investitionen und steigende Löhne würden die Nachfrage stärken, das Wachstum ankurbeln und für mehr Jobs sorgen.

Zur Finanzierung von Investitionen könnte ein öffentlicher „Europäischer Zukunftsfonds“ gegründet werden, wie ihn der Deutsche Gewerkschaftsbund in seinem „Marshallplan“ vorgeschlagen hat. Er könnte über eine öffentliche Bank die gegenwärtigen Niedrigzinsen für Zukunftsinvestitionen im gesellschaftlichen Interesse nutzen. Auch die Einführung einer Finanztran-

» **Die Austeritäts- und Kürzungspolitik muss beendet werden.** saktionsteuer auf Wertpapiergeschäfte ist dringend notwendig.

Sie hätte zusätzlich eine positive Lenkungswirkung – weg von spekulativen Finanzinvestitionen und hin zu Investitionen in die Realwirtschaft.

Einen Beitrag zur Finanzierung höherer öffentlicher Ausgaben kann auch eine stärkere Besteuerung von großen Vermögen und Erbschaften leisten. Dies ist nicht zuletzt auch eine Frage der Gerechtigkeit – zumal angesichts der stark ansteigenden Vermögenspreise.

Impressum

Vereinte Dienstleistungsgewerkschaft Bundesvorstand, Paula-Thiede-Ufer 10, 10179 Berlin – Ressort 1, Frank Bsirske
 Bereich Wirtschaftspolitik: Dr. Dierk Hirschel, Ralf Krämer, Dr. Patrick Schreiner, Anita Weber, Marcel Dimke, Joshua Seger
 Kontakt: wirtschaftspolitik@verdi.de