

Was ist schon normal?

Von Stephan Lorz, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 27.3.2015
„Europa wird endlich normal“, sagte das frühere EZB-Direktoriumsmitglied Lorenzo Bini Smaghi am Safe Policy Center der Frankfurter Universität. Sein Referenzpunkt, an dem er die „Normalität“ misst, ist klar: die angelsächsischen Länder, die nach der Krise besser dastehen als die Eurozone. Die Politik auf dem europäischen Kontinent hat nach Meinung des derzeit in Harvard lehrenden und demnächst an die Aufsichtsratspitze der französischen Großbank Société Générale rückenden Ökonomen stets zu spät und zu zaghaft reagiert, um der Krise Herr zu werden. So führt er etwa die zu zögerliche Sanierung des Bankensystems an. Dadurch sei „wertvolle Zeit verloren gegangen“. Vor allem weist er aber auf den nach seinem Dafürhalten zu späten Schwenk der Europäischen Zentralbank (EZB) zu einer Politik des Quantitativen Easing (QE) hin. Die Anleihekäufe würden die Zinsen nach unten schleusen und das Wachstum stimulieren, beides würde die Entschuldung erleichtern. Das alles sei in den USA und in Großbritannien längst passiert und habe dazu geführt, dass die Länder jetzt

Kultur. Viele Länder – er stellt Italien und Frankreich heraus – hätten sich um schmerzliche Reformen herumgedrückt. Selbst Spanien sei derzeit drauf und dran, zu den beiden Nachzügler aufzuschließen oder sie gar einzuholen.

Und mit der neuen Geldpolitik der Anleihekäufe soll nun alles besser werden? Smaghi ist zuversichtlich.



Lorenzo Bini Smaghi

QE sei in einem Umfeld der Nullzinsen „die neue Normalität“. Nur so könne die Notenbank die Geldmenge noch beeinflussen. Zudem habe die Wirkung bereits im Vorfeld eingesetzt. Die Zinsen sanken, das Wachstum werde stärker. Aber nur mit einhergehenden Reformen, warnt er, würden die positiven Effekte von QE durchwirken. Von daher sei Deutschland in einer „besseren Position als etwa Italien oder Frankreich“ und werde von der Geldpolitik wohl am meisten profitieren.

Aber führen die Bondkäufe nicht gerade zu einer Reformverschleppung, weil sie den Druck zu Veränderungen senken? Smaghi ist sich dieser Vorhaltungen bewusst, sieht aber „keine wissenschaftliche Grundlage“ für eine solche Einschätzung. Denn der Politik dürfe es klar sein, dass QE ohne die nötigen Strukturmaßnahmen nicht wirken könne. Insofern stelle QE sogar eher einen Reformanreiz dar. Zudem gebe QE den Regierungen auch den nötigen Spielraum für die Umsetzung von Reformen.

*Sind Anleihekäufe im Nullzinsumfeld normal?
Ex-EZB-Direktor
Bini Smaghi sagt: ja!*

in einer besseren Position seien als die Eurozone. Smaghi: „QE kommt zu spät – etwa ein Jahr vielleicht.“

Zu sehr hat man sich bei der Eurorettung seines Erachtens zudem auf die Sanierung der Staatsfinanzen konzentriert und zu wenig auf die Umsetzung von Strukturmaßnahmen. Letzteres ist nach seiner Einschätzung auch eine Frage der politischen

Konsum auf 13-Jahres-Hoch

GfK: Verbraucher werden immer optimistischer – Risiko Griechenland

Beflügelt von den niedrigen Energiepreisen, dem schwachen Euro und den Niedrigzinsen ist das deutsche Konsumklima für April auf den höchsten Wert seit Oktober 2001 geklettert.

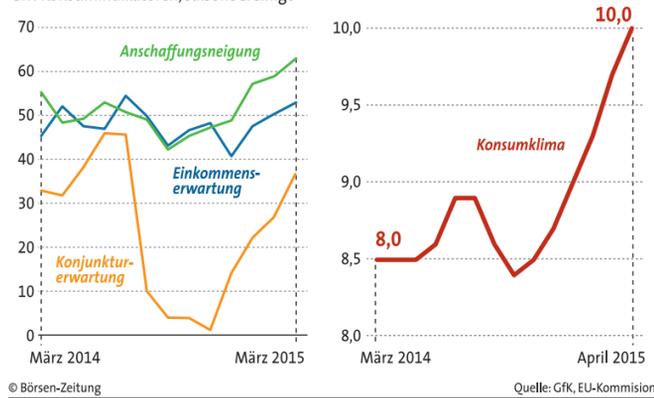
Börsen-Zeitung, 27.3.2015
ba Frankfurt – Die deutschen Konsumenten machen ihrem Ruf als Stütze der Konjunktur alle Ehre: Das vom Marktforscher GfK in einer Umfrage unter 2000 Verbrauchern ermittelte Konsumklima für April kletterte um 0,3 auf 10,0 Punkte und liegt damit auf dem höchsten Stand seit über 13 Jahren. Ökonomen hatten das fünfte Plus in Folge zwar erwartet, hatten aber nur einen Wert von 9,8 Zähler auf der Rechnung.

„Der Optimismus der deutschen Verbraucher wächst weiter“, kommentiert GfK-Experte Rolf Bürkl das Ergebnis. Gestiegen sind wie schon in den vergangenen Monaten sowohl die Konjunktur- und Einkommenserwartung als auch die Anschaffungsneigung. „Gestützt auf einen schwachen Euro, der die Exporte stimuliert, sowie niedrige Energiekosten sehen die Konsumenten die deutsche Wirtschaft klar im Aufwärtstrend.“ Das Tauziehen um Griechenlands Zukunft in der EU lasse die Verbraucher dagegen derzeit absolut unbeeindruckt, so Bürkl. Einen möglichen „Grexit“ benennt er als einziges Risiko für die Konsumkonjunktur.

Auch Volkswirte verweisen auf diese Problematik: „Solange aber ein Aufbrechen der Währungsunion nicht als Risiko gesehen wird und größere geopolitische Unfälle ausbleiben, sollte 2015 ein sehr gutes Jahr für den Konsum werden, der damit die deutsche Binnenkonjunktur anschieben wird“, schreibt etwa Stefan Kipar von der BayernLB. Einen regelrechten Kaufrausch erwartet ING-Ökonom Carsten Brzeski zwar nicht, doch werde der Konsum ein wichtiger Wachstumstreiber sein. Dahinter stehe der starke Arbeitsmarkt, Lohnsteigerungen sowie die niedrige Inflation und niedrige Zinsen – diese Faktoren werden nach

Konsumklima in Deutschland

GfK-Konsumindikatoren, saisonbereinigt



© Börsen-Zeitung

Quelle: GfK, EU-Kommission

Ansicht von Brzeski auch 2015 erhalten bleiben. Dass die Geldpolitik der EZB die Konsumlust fördert, erwartet auch die GfK: Die Alternative – das Sparen – sei derzeit wenig attraktiv, und so verbleibe die Sparneigung trotz eines leichten Zuwachses „im Keller“. Außerdem dürften Verbraucher auch 2015 auf signifikante Reallohnsteigerungen hoffen, so Bürkl.

Exportaussichten aufgeheitelt

Der Verbraucher habe inzwischen starkes Vertrauen in den Aufschwung gefasst, schreibt Kipar. Dies zeige sich an den Konjunkturerwartungen, die den vierten Monat in Folge gestiegen sind. Durch den infolge der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank schwachen Euro verbessere sich die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporte in den Nichteuroraum stark, heißt es bei der GfK. Passend dazu berichtete das Ifo-Institut gestern von weiter verbesserten Exportaussichten für die Industrie: Das entsprechende Ifo-Barometer kletterte im März um 0,4 auf 12,2 Punkte.

Ein weiteres Indiz, dass der Aufschwung in Deutschland weitergeht, ist der am Mittwoch veröffentlichte

Ifo-Geschäftsklimaindex, der im März das fünfte Mal in Folge gestiegen ist. Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) hingegen ist nur verhalten zuversichtlich: „Derzeit kräftiges Wachstum ist kein Anzeichen für einen Boom“, ist sein Konjunkturbarometer für März überschrieben: Das Tempo des bereits kräftigen Schlussquartals 2014 sollte die deutsche Wirtschaft im laufenden Vierteljahr halten. Das DIW-Konjunkturbarometer zeige ein Wachstum von 0,7% zum Vorquartal an. Das kräftige Plus im Winterhalbjahr sei jedoch vor allem auf Sondereffekte wie die stark gesunkenen Ölpreise zurückzuführen, dämpft DIW-Konjunkturchef Ferdinand Fichtner übermäßig optimistische Erwartungen.

Ebenfalls etwas gedämpft ist die Stimmung mit Blick auf den Arbeitsmarkt. „Die Richtung stimmt, aber die Rückgänge der saisonbereinigten Arbeitslosigkeit werden wohl weniger deutlich ausfallen als zuletzt“, heißt es beim Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB). Das IAB-Arbeitsmarktbarometer ist im März erstmals seit einem halben Jahr wieder gefallen. Am 31. März wird der aktuelle Arbeitsmarktbericht veröffentlicht.

Wirtschaftsweise erwarten für 2015 stärkeres Wachstum

Börsen-Zeitung, 27.3.2015

ba Frankfurt – Der Sachverständigenrat hat seine Konjunkturprognose für das laufende Jahr angepasst: Da sich der konjunkturelle Ausblick für 2015 unter anderem auch angesichts der Datenrevisionen des Statistischen Bundesamtes deutlich besser darstelle als noch im November, erwarten die fünf Wirtschaftswesen nun ein Wirtschaftswachstum von 1,8%. Mit dieser Anpassung folgt der Sachverständigenrat dem wachsenden Optimismus unter Konjunkturexperten, die mittlerweile vom ursprünglich erwarteten Plus von 1,5% abweichen und eher ein Wachstum von 2,0% prognostizieren, wie etwa das jüngste Konjunkturtableau von ZEW und Börsen-Zeitung zeigt (vgl. BZ vom 5. März).

Im Jahresgutachten 2014/15 vom November hatten die Wirtschaftswesen noch einen Zuwachs von 1,0% erwartet. Die Prognoseerhöhung sei vor allem auf erheblich verbesserte makroökonomische Rahmenbedingungen zurückzuführen, erklärt der Sachverständigenrat. So sei der Ölpreis seit Oktober 2014 kräftig gefallen, was sich positiv auf den privaten Konsum auswirke (vgl. Bericht auf dieser Seite). Zugleich würden die Exporte durch die Abwertung des Euro im Zuge der quantitativen Lockerung der Europäischen Zentralbank (EZB) stimuliert.

Aber auch andere Länder des Euroraums werden nach Ansicht der Wirtschaftswesen von den geänderten Rahmenbedingungen profitieren. Daher wird nun ein Wachstum von 1,3% statt 1,0% im gemeinsamen Währungsgebiet erwartet. Trotzdem bleibe der Erholungsprozess deutlich hinter der Entwicklung in den USA (Prognose: + 3,0%) und Großbritannien (+ 2,5%) zurück.

„Die positiven konjunkturellen Effekte der ausgesprochen lockeren Geldpolitik sind jedoch nur eine Seite der Medaille“, heißt es weiter: Die Maßnahmen der EZB seien mit erheblichen Risiken insbesondere für die Finanzstabilität verbunden und könnten notwendige Strukturmaßnahmen nicht ersetzen.

GASTBEITRAG

Geldpolitik heute: Highway to Hell

Börsen-Zeitung, 27.3.2015
Eine wilde, unbändige Musik, mit der die Rockband AC/DC im Jahre 1979 ein Leben beschreibt, dem das Morgen egal ist, das ist die passende Begleitmusik zur Politik der Europäischen Zentralbank (EZB) der vergangenen Jahre, spätestens aber seit dem Beginn des massiven Ankaufs von Wertpapieren bis zur Höhe von mehr als 1,1 Bill. Euro – zumindest gemäß augenblicklichem Beschluss.

Zunehmend vertreten Ökonomen in jüngster Zeit die Meinung, dass es zu einer neuen Krise kommen würde, die Frage sei nicht ob, sondern nur noch wann. Dies deshalb, weil die tatsächlichen Ursachen der Krise



Johann Rudolf Flesch

Partner der Beratungsgesellschaft RISKBalance, Hamburg

und des dauerhaft niedrigen Wachstums der Weltwirtschaft und insbesondere der westlichen Industrieländer nicht beseitigt seien.

Hier sind zu nennen die weiterhin wachsende weltweite Staatsverschuldung, eine weit über die Bedürfnisse der Realwirtschaft hinausgehende Geldversorgung, weiterhin hohe Zahlungsbilanzungleichgewichte sowie aufgeschobene Veränderungen der Strukturen in den nationalen Wirtschaftsordnungen. Dies alles als Folge einer seit langem betriebenen extrem expansiven globalen Wirtschaftspolitik, in der alle schmerzlichen Veränderungen und Reformen an den Strukturen politisch unerwünscht sind und von daher vermieden oder in die Zukunft verschoben werden.

Was in den USA schon lange stattgefunden hat, ist nun auch in Europa geschehen: Auch hier haben sich

die Wirtschaftspolitik und die Notenbank verbündet, um gemeinsam diesem wirtschaftspolitischen Paradigma zu folgen. In den Zeiten der stabilitätsbasierten Geldpolitik der Bundesbank ein undenkbares Vorgehen.

Welche Krise?

Damit sind das langfristige Beseitigen der Ungleichgewichte und damit die Rückkehr zu einer stabilen, sich selbst tragenden wirtschaftlichen Entwicklung der Weltwirtschaft, aber auch der Eintritt einer krisenhaften Entwicklung in weite Ferne gerückt. Die „Hölle“ der schmerzhaften Anpassungen sowohl in der Realwirtschaft wie auch an den Finanzmärkten ist weit entfernt, und der „Highway“ dorthin führt sogar durch blühende Landschaften. Denn unter der neuen Konstellation der notenbankfinanzierten Wirtschaftspolitik fällt es schwer, überhaupt ein Krisenszenario zu formulieren. Welcher Auslöser, der zu einer Krise führen könnte, ist überhaupt vorstellbar?

- Neuer Krisenausbruch durch Staatsschuldenkrise? Nein, die aktuellen Diskussionen in der Eurogruppe zeigen, wie unterschiedlich die Positionen der Euro-Staaten sind, dass aber am Ende immer ein Kompromiss gefunden wird, mit dem das Problem in die Zukunft verschoben und eine Staatspleite vermieden wird. Außerdem sorgt die EZB im Hintergrund dafür, dass das betroffene Bankensystem über „außerordentliche Liquiditätskredite und Maßnahmen“ stabilisiert wird (siehe die Notfall-Liquiditätshilfe – ELA).
- Kapitalmärkte verweigern die Refinanzierung der weiter steigenden Staatsverschuldung? Die EZB wird in diesem Fall als Nachfrager für Staatspapiere auftreten, da sie über neue Staatsverschuldung ihre Wertpapieraufkäufe vornehmen kann, womit sie nicht auf den Bestand der laufenden Staatsschuld beschränkt ist.
- Aktiencrash führt zu neuer Krise?

Abgesehen von der Frage, warum Investoren aus dem Aktienmarkt bei weiter anhaltendem Niedrigzinsniveau und einer expansiven Wirtschaftspolitik aussteigen sollten (siehe die Kursentwicklung seit Ankündigung des Ankaufprogramms der EZB), würde bei krisenhafter Entwicklung der Aktienkurse die Notenbank auch hier eingreifen. Sie kann über den Erwerb dieser Aktiva gleichfalls Notenbankgeld in die Märkte fließen lassen und dies außerdem mit dem Argument der „Stabilisierungsnotwendigkeit der Finanzmärkte zur Vermeidung einer Systemkrise“ begründen.

■ Ausbruch einer krisenhaften Entwicklung an den Immobilienmärkten? Auch hier kann gemäß dem Paradigma der Wirtschaftspolitik – im Weiteren muss ja nicht mehr zwischen staatlicher Wirtschaftspolitik und Notenbankpolitik unterschieden werden – davon ausgegangen werden, dass über entsprechende Konstruktionen Wertpapiere geschaffen werden. Diese werden von der Notenbank mit dem Hinweis aufgekauft werden, auch über den Ankauf dieser Aktiva Liquidität in die Wirtschaft zu bringen. Auch hier gilt wieder die obige Argumentation zur Vermeidung der schädlichen Auswirkungen einer krisenhaften Systementwicklung.

■ In den europäischen Staaten entstehen massive soziale Spannungen, die – ähnlich wie in Griechenland – einen radikalen Wechsel der Politik in diesen Ländern erzwingen? Die Eurogruppe wird darauf mit angepassten Größen für die zulässigen Budgetdefizite der Staaten reagieren (siehe aktuelle Beschlüsse zu Frankreich), so dass diese damit entsprechende Transferzahlungen in ihren sozialen Systemen vornehmen können. Die dadurch ausgelösten staatlichen Refinanzierungsbedürfnisse werden – siehe oben – von der EZB zu Konditionen erfüllt, die weder ihre Nullzinspolitik konterkarieren noch über Risikoprä-

mien, wie sie am Kapitalmarkt zu zahlen wären, zu entsprechenden Belastungen der Staatshaushalte führen.

- Eine erneute Bankenkrise? Die Abwendung jeglicher krisenhaften Entwicklungen an den Zins-, Aktien- und Immobilienmärkten macht auch eine systemische Bankenkrise kaum vorstellbar, da ein abrupter Wertverfall mit entsprechenden Bewertungsnotwendigkeiten in den Bankbilanzen unter diesem Szenario nicht auftreten kann. Zwar wird die weiterhin mit niedrigen Raten wachsende Weltwirtschaft auch nur zu geringem Kreditwachstum führen, andererseits in diesem Szenario aber auch keine massiv steigenden Wertberichtigungserfordernisse der Kreditportfolien bringen. Im Zweifel kann auch hier die Notenbank über Kreditankäufe oder kreditbasierte Wertpapierkonstruktionen stabilisierend in den Markt eingreifen und auch dies mit dem Ankauf von Vermögensgegenständen zur Schaffung von bereitstellendem Zentralbankgeld begründen.
- Krisenauslöser Inflation? In einer globalisierten Wirtschaftswelt mit den Möglichkeiten der Arbeitskostenverlagerung sowie der schwachen realwirtschaftlichen Entwicklung in Europa werden Preisüberwälzungsspielräume in den Volkswirtschaften der Eurogruppe kaum vorhanden sein. Ohne diese wird auch die immense Geldmengenausweitung nicht zu steigenden Inflationserwartungen und höhere Inflationsraten führen.

Schöne neue Welt

Haben damit staatliche Wirtschaftspolitik und Geldpolitik das Perpetuum mobile gefunden? Wie schon der gesunde Menschenverstand sagt, ist das unmöglich, aber diese Art der Politik macht den Weg zur Hölle lang und komfortabel. Wie voranstehend beschrieben, fällt es schwer, sich Auslöser vorzustellen, welche in absehbarer Zeit zu Krisen

an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft führen könnten.

In einem so großen Wirtschaftsraum, wie ihn die Eurozone mit ihren rund 330 Millionen Konsumenten darstellt, der einen starken Binnenmarkt mit einem bedeutenden Leistungsbilanzüberschuss zum Rest der Welt erwirtschaftet, können Weg und Zeit bis zur endgültigen Beseitigung der ökonomischen Ungleichgewichte sehr lang gedehnt werden. Zumal sich die Nationalstaaten dazu entschlossen haben, alle ökonomischen Schwierigkeiten durch eine Verschuldungsgemeinschaft auszugleichen und zugleich die Mittel, die für diesen Ausgleich benötigt werden, durch die Notenbank über eine in beliebiger Höhe angebotene Geldmenge bereitzustellen.

Kann es immer so weitergehen? Den Endpunkt der Entwicklung vermag diese Politik allerdings nicht selbst zu bestimmen, denn dieser wird von den ökonomischen Reaktionen der übrigen Welt abhängen: Langfristig wird diese Politik – und langfristig kann auch zehn Jahre heißen – dazu führen, dass weiter wachsende Staatsschulden mit entsprechend wachsendem öffentlichen Sektor, Kapitalfehlallokationen durch die fehlende Steuerungsfunktion des Zinses aufgrund der Nullzinspolitik und die aufgeschobenen Strukturmaßnahmen in den Wirtschaftsordnungen der Nationalstaaten die Wettbewerbsfähigkeit der gesamten Eurozone dramatisch zurückgehen lassen werden.

Auch dies wird erst langfristig Auswirkungen zeigen, da mit dem Leistungsbilanzüberschuss Europas von ca. 250 Mrd. Euro im Jahr 2014 immer noch eine starke Nachfrage nach Euro bestehen wird. Erst wenn dieser sich durch fehlende Wettbewerbsfähigkeit an den Weltmärkten aufgebraucht hat und für die Bezahlung von Importen Auslandswährung benötigt wird, welche die EZB nicht selbst drucken kann, wird der Wechselkurs des Euro unter starken Abwertungsdruck gesetzt. Möglicherweise wird dieser Effekt auch

schon auf dem Wege dahin auftreten, da der Rest der Welt die Wechselkursentwicklung des Euro als mittlerweile immerhin zweitstärkste Reservewährung der Welt verfolgt und das Vertrauen in eine stabile Entwicklung von der übrigen Welt zunehmend in Zweifel gezogen wird. Kurz und etwas vereinfacht gesagt: Europa wird sich dann in der Situation befinden, in der Griechenland sich seit Ausbruch seiner Staatsschuldenkrise 2010 und auch heute – wie die aktuellen Ereignisse zeigen – immer noch befindet.

Da sich aber Europa mit dem Rest der Welt nicht in einer Verschuldungsgemeinschaft befindet, die bereit ist, zum Wohle einer großen Idee eine weitere Verschuldung hinzunehmen, auch nicht in einer Währungsunion, welche Abwertungseffekte vermeidet und Liquiditätsnotwendigkeiten durch Zentralbankkredite ausgleicht, wird Europa das harte Schicksal der Länder mit immer weiter verfallender Währung teilen und dann einen Weg der erzwungenen ökonomischen Anpassung gehen müssen.

Am Ende eine tiefe Rezession

Der „Highway“ wird enden in einer tiefen Rezession mit entsprechenden negativen Beschäftigungseffekten, einer importierten Inflation und dann doch stark steigenden Zinsen, da die negativen Wechselkursentwicklungen durch entsprechende positive Zinszahlungen kompensiert werden müssen. Erhebliche Kursrückgänge an den Aktienmärkten wegen der stark gesunkenen Ertragsprognosen für europäische Unternehmen aufgrund der verschlechterten Wettbewerbsfähigkeit werden auftreten.

Aus dem gleichen Grunde werden die Risikoprämien deutlich ansteigen, welche das Zinsniveau gleichfalls nach oben ziehen. Führt man das Beispiel Griechenland weiter, so würde der für Hellas oftmals zitierte Wettbewerbsanteil von 30% übertragen auf Europa tatsächlich die „Hölle“ bedeuten!