



Das Dilemma der Notenbanken

Meschede, September/Oktober 2018

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich gehe davon aus, dass Sie nicht regelmäßig die Monatsberichte der Deutschen Bundesbank lesen. Warum sollten Sie auch? Es gibt sicherlich spannendere Lektüren als die trockenen volkswirtschaftlichen Analysen unserer Notenbank, die vermutlich nur von Fachleuten gelesen und verstanden werden. Aber gelegentlich finden sich dort Feststellungen, die so spannend und besorgniserregend sind, dass sie ins allgemeine Bewusstsein gerufen werden müssen. Dazu gehört der Report „**Zur Entwicklung der realen Portfoliorenditen privater Haushalte in Deutschland**“ im Monatsbericht August 2018 der Deutschen Bundesbank, Seite 33 ff.

Aus dem Bericht ergibt sich, dass „die Sparer“ im ersten Quartal 2018 erstmals seit längerer Zeit real Geld verloren haben. Dabei bezieht die Notenbank in ihre Betrachtung nicht nur die Zinsen für Geldanlagen im engeren Sinne ein (Spar-, Tages- und Festgeldeinlagen), sondern auch Erträge aus Versicherungsverträgen sowie Dividendenrenditen und Kursgewinne aus Aktien- und Fondsanlagen. Zieht man von den nominellen Erträgen all dieser Kapitalanlagen die jeweilige Inflationsrate ab, dann erhalten wir den realen Ertrag der Anlagen, von der Bundesbank reale Portfoliorendite genannt.

Schaut man auf die hierzu veröffentlichten Zahlen, ergibt sich ein ziemlich erschreckendes Bild. Während die reale Portfoliorendite der deutschen Sparer 2016 noch 0,9 % betragen hat und 2017 sogar auf durchschnittlich 1,4 % gestiegen ist, ist sie im ersten Quartal 2018 auf -0,8 % gesunken und war damit erstmals seit sechs Jahren negativ. Dahinter stehen zwei gegenläufige Effekte: Einerseits hat es in den ersten Monaten des laufenden Jahres bei unverändert niedrigen Nominalzinsen schmerzhaft Kursverluste bei Aktien und Aktienfonds gegeben, die bereits die nominelle Portfoliorendite geschmälert haben, andererseits leben wir mit einer auf rund 2 % gestiegenen Inflationsrate, die die reale Rendite der Vermögensanlagen endgültig ins Minus gedrückt hat.

Bis vor nicht allzu langer Zeit haben viele Sparer die ihnen gutgeschriebenen Minizinsen mehr oder weniger achselzuckend hingenommen, weil sie sich gesagt haben, dass ja zumindest der reale Wert ihrer Anlagen bei kaum spürbarer Inflation erhalten geblieben ist (diese Sichtweise hatte immer etwas von Augenwischerei, weil dabei unberücksichtigt geblieben ist, dass auf die Kapitalerträge Steuern zu zahlen sind, und sei es nur in der verhältnismäßig milden Form der Abgeltungssteuer in Höhe von 25 % plus Kirchensteuer und Solidaritätszuschlag). Nun aber kann die Inflation in ihrer Wirkungsweise nicht länger vernachlässigt werden, müssen wir doch davon ausgehen, dass die Inflationsrate von heute ca. 2 % in Zukunft weiter steigen wird (vgl. meine Kolumne „**Die Inflation ist zurück**“ von Februar/März 2017). Die Inflation hat nun einmal eine nachlaufende Funktion.

Und damit sind wir bei dem in der Überschrift angesprochenen Dilemma der Notenbanken. Bereits seit vielen Jahren bewegt sich die Wirtschaftswelt in einem **globalen Verschuldungsprozess**. Während in der Zeit zwischen 1950 und 1970 die Schulden von Staaten, Unternehmen und Privathaushalten bei 100 % der Wirtschaftsleistung lagen, hat sich die Quote seitdem mehr als verdoppelt.

Es lassen sich zwei Ereignisse benennen, die diese Entwicklung beeinflusst bzw. verstärkt haben. Das eine war die Aufgabe der Bindung der Papiergeldmenge an das Gold (**Goldstandard**) durch die USA im Jahre 1971. Danach hat sich die Kreditexpansion weltweit beschleunigt. Das andere war der Ausbruch der **internationalen Finanzkrise von 2008**, die bereits im Kern eine Schuldenkrise war. Danach hat sich international eine gigantische Geldschöpfung entwickelt mit dem erklärten Ziel, die Zinsen weltweit zu senken und möglichst niedrig zu halten. Bei der daraus resultierenden Verschuldungszunahme haben Staaten ebenso wie Unternehmen und Privathaushalte mitgemacht, darüber hinaus alle Wirtschaftsregionen der Welt, die USA (vgl. die Effekte der Trump'schen Steuerpolitik auf den Staatshaushalt) ebenso wie China (vgl. die gewaltige Kreditfinanzierung der chinesischen Staatskonzerne), die sog. Schwellenländer und die Peripherieländer der EU in Südeuropa (vgl. meine letzte Kolumne von Juli/August 2018).

Die beschriebene Entwicklung darf eigentlich nicht verwundern, denn Niedrigzinsen haben eine sich selbst verstärkende Wirkung, sie wirken wie eine Subvention fürs Schuldenmachen. Privatwirtschaftlich ist das Schlimme daran, dass eine Fehlleitung knapper Ressourcen stattfindet. Indem durch Billigkredite auch Investitionsprojekte mit fragwürdigen Minirenditen ermöglicht werden, werden bestehende Investitionen, die unter anderen Kapitalmarktbedingungen finanziert worden sind, tendenziell entwertet.

Was aber sollen die Notenbanken in einer solchen Situation machen? Sie sitzen in einer Falle, in die sie sich selbst hinein manövriert haben. Heben sie die Zinsen an, bringen sie die Schuldner (Staaten, Unternehmen und Privathaushalte) schnell an die Grenze zur Zahlungsunfähigkeit. Das sieht man am deutlichsten an den aktuellen Problemen der südeuropäischen Peripherieländer, über die ich schon mehrfach geschrieben habe. Dabei ergibt sich aus einer Studie der BIZ, dass steigende Zinsen das Wirtschaftswachstum in hoch verschuldeten Ländern doppelt so stark dämpfen wie in weniger verschuldeten Staaten.

Andererseits ist die gezielte Anhebung von Zinsen das klassische Instrument der Notenbanken zur Inflationsbekämpfung. Halten die Notenbanken die Leitzinsen zu lange künstlich niedrig, droht früher oder später die Inflation aus dem Ruder zu laufen. Eine mehr als verzwickte Situation! Ich wage keinen Ausblick.

Mit freundlichen Grüßen. Ihr