Zentralbanken I

Andere Lernfähigkeiten

„Wellenbrecher" hat 2021 also die begehrte Wahl zum Wort des Jahres gewonnen, wie die Gesellschaft für deutsche Sprache Anfang Dezember bekannt gab. Gäbe es eine solche Wahl mit Zuschnitt auf die Geldpolitik, dann wäre der Sieger mit Sicherheit „vorübergehend" geworden. Wohl kein Wort kam Zentralbankvertretern im vergangenen Jahr öfter über die Lippen als dieses unscheinbare Adjektiv. Das naheliegende psychologische Kalkül der Notenbankchefs: Wenn man es nur oft genug wiederholt, wird es sich schon irgendwann als wahr erweisen. Das Problem daran: Mit jeder weiteren Hiobsbotschaft von der Inflationsfront wird es ein wenig unglaubwürdiger. Der November war erneut ein Paradebeispiel dafür: Sowohl in der Eurozone (plus 4,9 Prozent gegenüber Vorjahresmonat) als auch in den USA (plus 6,8 Prozent) überraschten die Preisdaten einmal mehr deutlich auf der oberen Seite.

Man mag zu John Maynard Keynes stehen, wie man will – vor allem seine nachfragestimulierenden Rezepte sind im aktuellen Umfeld sicher mit größter Vorsicht zu genießen. Eine seiner ideologiefrei gehaltenen Ansichten sollten sich Geldpolitiker aller Couleur so langsam aber vielleicht dann doch zu Herzen nehmen: „Wenn sich die Fakten ändern, ändere ich meine Meinung!" Die beiden ersten Institutionen, die eine entsprechende Lernfähigkeit erkennen lassen, sind die Bank of England (BoE) und die US-amerikanische Fed. So reagierte die BoE auf das Zehnjahreshoch bei der UK-Inflation im November (5,1 Prozent) als erste der größten Notenbanken mutig mit einer Erhöhung des Leitzinses von 0,10 auf 0,25 Prozent.

Noch nicht ganz so weit ist die Fed, dennoch legten die US-Währungshüter auf ihrer finalen Ratssitzung des Jahres 2021 zumindest einen ziemlich detaillierten Fahrplan für einen beschleunigten Ausstieg aus der Krisenpolitik vor. Insbesondere wird aufgrund der zu hohen Inflation die Drosselung der Anleihekäufe forciert: Anstatt um 15 werden diese ab Mitte Januar um 30 Milliarden US-Dollar pro Monat gesenkt. Sollte es bei dieser Geschwindigkeit bleiben, wäre das Tapering bereits im März abgeschlossen und somit der Boden für eine Leitzinserhöhung bereitet. Tatsächlich könnten es derer sogar drei werden, wie aus dem aktualisierten Ausblick der Fed hervorgeht. Demzufolge liegt das Zinsniveau Ende 2022 nämlich schon bei 0,9 Prozent.

Dass die nur einen Tag nach der Fed an die Öffentlichkeit herantretende EZB nicht mit ähnlichen Pfunden wuchern würde, war klar. Ein bisschen mehr, als das, was letztlich herauskam, hätte es aber getrost sein dürfen. Zwar wurde mit dem Beschluss, die Nettoanleihekäufe im Rahmen des Corona-Krisenprogramms PEPP Ende März 2022 zu beenden, ebenfalls ein erster Schritt aus dem Krisenmodus unternommen. Wie halbherzig dieser ist, wird bei genauerem Hinsehen aber schnell deutlich. Denn in bester Taschenspielertrick-Manier verdoppelt die EZB im direkten Gegenzug ihr konventionelles Wertpapierankaufprogramm (APP) von 20 auf 40 Milliarden Euro pro Monat. Bis zum vierten Quartal soll es dann wieder sukzessive auf seinen Ausgangswert (20 Milliarden Euro) reduziert werden. Zudem stellten die Notenbanker bei der Wiederanlage fällig werdender PEPP-Mittel eine große Flexibilität (Stichwort „gezielte Unterstützung einzelner Euroländer") in Aussicht, die im Übrigen nun mindestens bis Ende 2024 (anstatt 2023) erfolgen wird.

Der Fuß auf dem Gaspedal bleibt also durchgedrückt. Passend dazu wies Christine Lagarde im Anschluss an die Ratssitzung die mittlerweile ohnehin spärlich gewordenen Spekulationen über eine potenzielle Zinserhöhung im Jahr 2022 als sehr unwahrscheinlich zurück – dafür müssten zunächst die Anleihekäufe beendet werden. Ob die EZB mit diesem Sonderweg einer betont gelassenen Politik des „Weiter so" die offenkundigen Inflationsrisiken angemessen behandelt, muss mit einem dicken Fragezeichen versehen werden. ph

Zentralbanken II

Gut gewählt

Bei der grundsätzlichen Einteilung der Geldpolitiker wird gerne die Analogie von Tauben und Falken bemüht. Wobei die Tauben für eher expansiv ausgerichtete Geldpolitiker als Metapher stehen sollen und die Falken als Bild für die stabilitätsorientierten Geldpolitiker. Wie in der echten Fauna auch sind im Direktorium der Europäischen Zentralbank die Tauben in gro-

Dieser Artikel ist urheberrechtlich geschützt. Die rechtliche Freigabe ist für den Abonnenten oder Erwerber ausschließlich zur eigenen Verwendung.
Fritz Knapp Verlag GmbH

ßer Zahl vorhanden, während man Falken nur (noch) sehr selten zu Gesicht bekommt. Am 20. Oktober 2021 gab der letzte wirkliche Falke im Direktorium der EZB, Bundesbankpräsident Jens Weidmann, zum Schrecken vieler Akteure in der deutschen Finanzindustrie sein vorzeitiges Ausscheiden zum Jahreswechsel 2021/2022 bekannt. Genau zwei Monate später verkündete der neue Finanzminister Christian Lindner, ganz in bester Paradiesvogel-Trump-Manier gezwitschert via Twitter, dass sich die Ampel-Koalition auf Joachim Nagel als Nachfolger von Weidmann geeinigt hatte.

Nagel ist keine unbekannte Persönlichkeit in der Finanzbranche und vor allem auch nicht in der Bundesbank. Bereits von 2010 bis 2016 war das „Rotkehlchen" – Nagel hat das SPD-Parteibuch – bereits Mitglied des Vorstands. Im Anschluss war er bis 2020 im Vorstand der KfW-Bankengruppe und danach in der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) tätig. Gleichzeitig haftet ihm der Ruf an, eher ein Falke als eine Taube zu sein. Damit schürt er Hoffnungen, die stabilitätsorientierte Politik der Bundesbank in guter Tradition fortzuführen. Dementsprechend fielen die Reaktionen der Bankenverbände positiv aus: „Die Ernennung von Joachim Nagel passt zur Rolle Deutschlands als ‚Stabilitätsanker in Europa', wie sie die Bundesregierung im Koalitionsvertrag festgehalten hat", merkte beispielsweise Christian Sewing in seiner Rolle als Präsident des BdB an. Auch BVR und DSGV ließen nicht lange mit erfreut klingenden Statements auf sich warten. Doch die Freude in Bankenkreisen dürfte eher der Erleichterung geschuldet sein, dass die geldpolitische Lage nicht noch schlimmer wird, denn einer echten Hoffnung auf eine Wende. Gerade die letzten Zinsbeschlüsse der Zentralbanker haben wieder gezeigt, dass ein Exit aus der expansiven Geldpolitik in der Eurozone keinen Mikrometer näher gekommen ist.

Bei aller Freude über die gelungene Personalie – was sie völlig zweifelsfrei ist! – beschleicht einen ein gewisser Fatalismus, dass auch ein Joachim Nagel nichts an der Geldpolitik der EZB ändern wird. Man muss sich ja auch nur einmal in Erinnerung rufen, warum Weidmann frühzeitig aufgegeben haben dürfte: Es wird eine gewisse Portion Verzweiflung dabei gewesen sein, dass trotz immer heftigerer Anzeichen von vermeintlich vorübergehender Inflation und jahrelangem Ankämpfen gegenüber zu laxer Geldpolitik sich nichts auch nur im Geringsten am wilden Treiben im „Taubenschlag" im Frankfurter Ostend, unter dem Sparer und Banken nun schon viele Jahre leiden, geändert hat. Es wird sich zeigen, ob Nagel mit der gleichen Ausdauer und Konsequenz wie Weidmann den Mahner im EZB-Direktorium geben kann oder ob er schon viel früher an seine Grenzen kommen wird. Zwar bekommt er im Gegensatz zu Weidmann Argumentationshilfe aus den USA und Großbritannien – allerdings sind die Währungsräume natürlich strukturell nicht mit der Eurozone vergleichbar, was leider wohl auch als Argument gegen einen Kurswechsel instrumentalisiert werden dürfte. So bleibt zu befürchten, dass sich weder für die Banken noch für die Sparer in absehbarer Zukunft etwas ändern wird.

Die Wahl von Nagel zeigt auch erneut das (noch) harmonische koalitionspolitische Zusammenwirken der Ampel. Schließlich konnte auch Lindner ohne Gesichtsverlust einem SPD-Kandidaten zustimmen.

Wirtschaftspolitik

Armes reiches Deutschland

Corona, für die frühere Bundeskanzlerin Angela Merkel die größte Herausforderung seit dem Zweiten Weltkrieg, hält die Welt seit zwei Jahren fest im Griff. Die Unsicherheit gerade für Unternehmen und Unternehmer ist daher groß und die Investitionsneigung entsprechend gering, mit all den Folgen für Produktion, Forschung und Entwicklung. Und die Inflation erreicht mit 5 Prozent und mehr besorgniserregende Größenordnungen und wird vermutlich länger als von den EZB-Experten bislang gehofft für eine schleichende Entwertung der Vermögenswerte sorgen. Und die Deutschen? Die werden immer reicher. Das Geldvermögen der privaten Haushalte ist im zweiten Quartal 2021 um 159 Milliarden Euro auf 7,325 Billionen Euro gewachsen, wie aus einer Auswertung der Deutschen Bundesbank hervorgeht.

Die Zuwächse beim Geldvermögen sind in erster Linie dem allen Niedrig- und Negativzinsszenarien zum Trotz ungebrochenen Sparwillen der Deutschen zu verdanken. Mehr als ein Drittel der Zuwächse entfällt auf den weiterhin kräftigen Aufbau von Bargeld und Einlagen. Für ein weiteres knappes Drittel ist das zuneh-

Dieser Artikel ist urheberrechtlich geschützt. Die rechtliche Freigabe ist für den Abonnenten oder Erwerber ausschließlich zur eigenen Verwendung.
Fritz Knapp Verlag GmbH

mend verstärkte Engagement der Deutschen am Kapitalmarkt verantwortlich, sprich der Kauf von Aktien, Investmentanteilen oder anderen festverzinslichen Produkten. Und für das letzte Drittel stehen mit 57 Milliarden Euro die Bewertungsgewinne bei Aktien und Investmentfondsanteilen. Zu der neuen Begeisterung der Deutschen für Wertpapiere hat der digitale Vermögensverwalter Whitebox gemeinsam mit Barkow Consulting gerade eine Studie veröffentlicht, die das unterstreicht: Bis Ende September stieg die Zahl der Depots deutscher Privatinvestoren auf 27,1 Millionen – ein Plus von 9,9 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Und das Aktienvermögen der deutschen Privatinvestoren hat mit 504 Milliarden Euro erstmals die Marke von einer halben Billion Euro überschritten und lag um 36 Prozent über dem Vorjahreswert. All das klingt solide und ausgewogen.

Aber, es muss schließlich ein Aber geben: Im internationalen Vergleich laufen die Deutschen der Entwicklung nach wie vor hinterher. Laut dem Allianz Global Wealth Report 2021 findet sich Deutschland gemesssen am Geldvermögen pro Kopf nur auf Platz 19 wieder. Und seit der Finanzkrise betrug die jährliche Wachstumsrate des Geldvermögens in Deutschland 4,6 Prozent. Die Mehrzahl der 20 reichsten Länder der Welt verzeichnete ein deutlich höheres Wachstum, mit 7,9 Prozent Zuwachs per annum ist Schweden an der Spitze.

Das Problem: Die Deutschen sparen keineswegs zu wenig, sondern sie sparen immer noch falsch. Lediglich 17 Prozent des Zuwachses in Deutschland entfällt auf Wertveränderung des Vermögensbestands, in der Regel also Kapitalmarktgewinne. In vielen anderen Ländern beträgt dieser Anteil mehr als die Hälfte, in Kanada und Australien sogar über 80 Prozent. Daran wird sich leider auch in den kommenden Jahren – trotz der nach wie vor von Entwicklungen wie Corona entkoppelten Börsen und der wachsenden Zuneigung zum Kapitalmarkt nichts ändern, denn so schnell lassen sich die Geldvermögensbestände, die in Deutschland seit Jahrzehnten von Spareinlagen dominiert werden, nicht drehen. Somit wird Deutschland in internationalen Vergleich weiter zurückfallen – wenn der große Börsencrash nicht doch noch kommt.

PS: Ob die Deutschen deshalb in diesem Jahr keine Geldgeschenke mehr unter dem Weihnachtsbaum wollen, sei einmal dahingestellt.

Mittelstand

Keine rosigen Aussichten

Sprunghafte Infektionszahlen, neue Virusvariante Omikron, Einschränkungen, Umsatzverluste, Material- und Lieferengpässe, Produktionsstopps, Inflation, Stagnation der Wirtschaft … Wer möchte da eigentlich noch Unternehmer sein? Jedenfalls müssen sich die Verantwortlichen erneut einem harten (Corona-)Winter stellen. Ein guter Start ins neue Jahr? – Eher Fehlanzeige. Dabei haben wir alle den Sommer über doch schon Hoffnung geschöpft. Laut dem KfW-Mittelstandspanel 2021 kämpften im September zwar immer noch 1,9 Millionen kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) mit den Folgen der Pandemie, was einem Anteil von 49 Prozent entspricht. Allerdings stellte dies im Gegensatz zum Vergleichsmonat Mai 2021 eine Verbesserung um 15 Prozentpunkte dar. Ähnlich verhielt es sich auch bei den Umsatzrückgängen: Im September wurden hier zwar 29 Prozent verzeichnet, im Mai vergangenen Jahres waren es aber noch 40 Prozent. Nun im Corona-Winter angekommen, dürften sich diese Werte wieder ins Negative umkehren.

All das lässt wenig Raum für Hoffnung, weshalb die Unsicherheit der Unternehmer entsprechend wieder zu und die Investitionslaune derselbigen gleichzeitig abnimmt. „Wir sehen eine nach wie vor sehr zurückhaltende Investitionstätigkeit“, stellte Michael Kotzbauer, Mitglied des Vorstands der Commerzbank AG, auf einer Veranstaltung des Bankenverbands (BdB) zur Lage der Unternehmensfinanzierung denn auch fest. Auch die Nachfrage nach Krediten wird dementsprechend geringer: Zwischen Juli und September verhandelten nur noch 17,7 Prozent der Mittelständler in Deutschland mit Banken und Sparkassen über Kredite, wie die aktuelle KfW-ifo-Kredithürde zeigt, ein Rekordtief.

Ein direkter Zusammenhang zwischen zurückhaltender Investitionsneigung und geringer Nachfrage nach Krediten besteht aber offensichtlich nicht. Denn die KfW führt als wesentlichen Grund für die auch künftig eher moderate Kreditnachfrage die dank staatlicher Corona-Hilfen und der 2021 erwirtschafteten Überschüsse ordentlichen Liquiditätsvorrat der Unternehmen an, den diese für aufkommende

Dieser Artikel ist urheberrechtlich geschützt. Die rechtliche Freigabe ist für den Abonnenten oder Erwerber ausschließlich zur eigenen Verwendung.
Fritz Knapp Verlag GmbH

Finanzierungsbedarfe nutzen. Allzu lange sollte die Investitionszurückhaltung aber nicht mehr anhalten. „Ich kann nur dafür werben, die Investitionen wieder hochzufahren und damit die Zukunft zu gestalten“, fordert Kotzbauer richtigerweise ein.

Allerdings steht schon der nächste Dämpfer vor der Tür: Laut BdB wird sich das EU-Bankenpaket, sprich die Umsetzung von Basel III in der gegenwärtigen Form, negativ auf die Unternehmensfinanzierung auswirken. Denn die Vorschläge der EU-Kommission – zumindest in ihrer derzeitigen Fassung – sehen vor, ab dem Jahr 2032 höhere Risikogewichte zu veranschlagen, wenn Unternehmen kein externes Rating vorweisen können. Das wäre trotz der langen Übergangsfrist besonders für die vielen kleinen und mittelständische Unternehmen in Deutschland fatal, die sich bislang nahezu ausschließlich über Bankkredite finanzieren.

Weder wird es allen gelingen, sich ein externes Rating zu besorgen, welches auch mit hohen Kosten verbunden ist. Noch ist das System der Kapitalmarktfinanzierung eine echte Alternative. Entsprechend würden die Kosten bankseitig für die Vergabe von Unternehmenskrediten aufgrund erhöhter Eigenkapitalunterlegungen ansteigen, was wiederum die Kreditvergabe als solche einschränken könnte – mit unangenehmen Folgen für Unternehmen, Banken und die gesamte Volkswirtschaft. So die Befürchtungen des BdB, die von Vertretetern der EU auf einer Paneldiskussion nicht wirklich entkräftet werden konnten. Es bleibt zu hoffen, dass die Banklobbyisten in Berlin und Brüssel doch noch Gehör finden.

Persönliches

Erinnerungen für Hartmund Hölzer

Als die Banken in Bundesdeutschland noch die Macht hatten, die wirkliche wie die vermutete, als mindestens fünf Großbanken, rund ein Dutzend Landesbanken und gewaltige „Sonderinstitute“ die meisten Aufsichtsräte der Industrie besetzten, die Aktienpakete und die entscheidenden Beteiligungen nur zwecks Profit und Einfluss tauschten, der ZKA nahezu Kabinettsrang genoss und die Aufsicht nicht einmal Herstatt verhinderte, da gab es innerhalb der kreditwirtschaftlichen Betriebe eine angemessene wichtige Institution: die (Haupt-)Abteilung „Volkswirtschaft und Presse“.

Mit Hartmund Hölzer in München ist soeben im gesegneten Alter von 92 Jahren einer ihrer prägenden Gestalten gestorben. Die Bayern hatten ihn bald nach der Fusion zur Gründung einer großen eigenen Landesbank – Girozentrale aus der Chefredaktion von „Der Volkswirt/Wirtschaftswoche“ ins neue Haus geholt. Denn sie wussten, was er konnte und wollte: Voller Souveränität loyal sein. Mindestens eine Handvoll Vorstandsvorsitzende haben genau dieses in München ertragen, bis Hölzer die gemeine Altersgrenze weit unter sich (wo sonst) gelassen hatte.

Denn zum einen verfügte dieser „Pressechef“ über ein derart profundes Kapitalmarktwissen auch aus seiner Frankfurter Nähe zur Bundesbank heraus, dass er die hauseigene Fachabteilung der Landesbank mit seinen Zinsprognosen zwar furchtbar erboste, aber einfach Recht hatte. Jahrzehntelang haben die „Kreditwesen“-Redaktionen die Präzision seiner Leitartikel genauso genossen wie die Rundfunkanstalten seine Mittagskommentare. Zum anderen verlangte „Volkswirtschaft und Presse“ damals jenes besondere Genre von „Öffentlichkeitsarbeiten“, deren Aussterben im internen Klimawandel unvermeidlich war. Wer damals ein guter Pressechef sein wollte, verstand sich als ziemlich rechtlicher Makler zwischen purem Unternehmensinteresse und dem größeren Gemeinwohl. Er wollte vermitteln, was Sache war, sie aber nicht mit allen Mitteln durchsetzen. Zu edel? Vielleicht. Aber immerhin sehr klimafreundlich. Und etwas anderes als eine moderne Presseabteilung als erbarmungsloses Marketinginstrument.

Was für die Trennung von Volkswirtschaft und Presse aber entscheidend gewesen ist, waren die zunehmenden internen und externen Komplikationen. Als in der Kreditwirtschaft aus dem alten Handel das neue (?) Investment Banking wurde, rutschte gediegene Volkswirtschaft in die Rolle einer Kultureinrichtung. Und seit Bankenaufsicht zum Bankenalltag geworden ist, hat jeder öffentliche Auftritt eines Kreditinstituts eine so gefährliche weil existenzielle Prüfungsdimension, dass „Publizität“ eine erstklassige Jurisdiktion begründet. Von wegen nur „eine gute Presse“. Viele Grüße an Hartmund Hölzer. K. O.

Dieser Artikel ist urheberrechtlich geschützt. Die rechtliche Freigabe ist für den Abonnenten oder Erwerber ausschließlich zur eigenen Verwendung.
Fritz Knapp Verlag GmbH