

Finreon Impulse

7. Ausgabe

Januar 2020

Impuls von Finreon

Beyond Zero: Sieben Optionen für den Weg aus der geldpolitischen Sackgasse

Impuls aus der Akademie

Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311-2018



Impuls von Finreon

Beyond Zero: Sieben Optionen für den Weg aus der geldpolitischen Sackgasse

Zentralbanken sind schon seit geraumer Zeit das „only game in town“. Draghis „whatever it takes“ und der „Fed Put“ stützten die Wirtschaft und trieben die Märkte in ungeahnte Höhen. Diese Geldpolitik stösst aber an ihre Grenzen. Wie kann es also weitergehen? Eine systematische Analyse von sieben teils drastischen Optionen, ihren Wirkungen und ihren Wahrscheinlichkeiten.



Autor:
Alexander Gruber, Ph.D. HSG
Head of Economic Research & Advisory und
Lehrbeauftragter an der Universität St.Gallen (HSG)

Die Geldpolitik stösst derzeit an ihre Grenzen

In einem Wirtschaftsabschwung gibt es wie in **Abbildung 1** dargestellt prinzipiell **zwei Stimulationsmöglichkeiten**: **Geldpolitisch** können die Zinsen gesenkt (konventionell) oder Quantitative Easing (QE) Programme lanciert werden (unkonventionell). **Fiskalpolitisch** stehen Steuersenkungen oder Ausgabenerhöhungen zur Verfügung. Beide Optionen **wirken über den öffentlichen und/oder den privaten Sektor und sollen letzten Endes die Gesamtwirtschaft ankurbeln**.

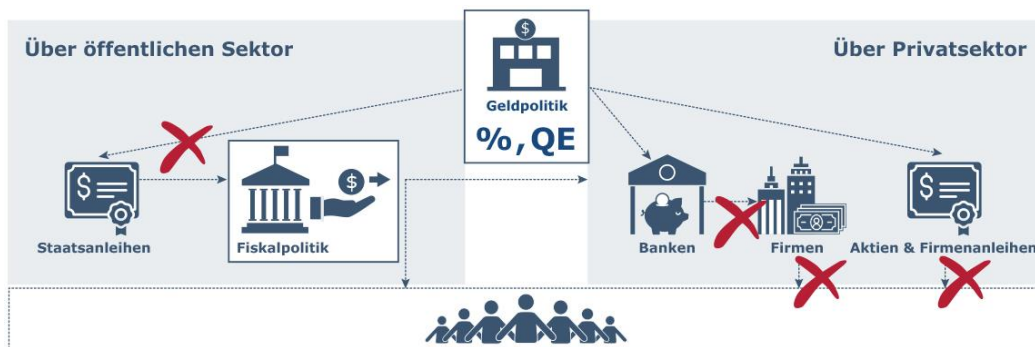


Abbildung 1: Die aktuelle Form der Geldpolitik stösst an ihre Wirkungsgrenzen

In den Jahren nach der Finanzkrise verliess man sich vor allem auf die Geldpolitik. Zentralbanken weltweit haben sowohl die Zinsen gesenkt als auch gross angelegte QE Programme gestartet. Beide **Massnahmen verlieren aber zusehends an Wirkung. Zudem stossen Zentralbanken an ganz profane Umsetzungsgrenzen:**

- In vielen Ländern stehen die Zinsen nämlich schon heute bei null oder leicht darunter. Weitere Zinssenkungen sind dort aufgrund des „**Zero-Lower-Bound**“ nur bedingt möglich. Menschen würden bei höheren Negativzinsen sonst nämlich Bargeld horten. Ausserdem würden Banken und Pensionskassen noch stärker unter Druck geraten.
- Einem Ausbau der bestehenden QE Programme sind beispielsweise in Europa durch den **Kapitalschlüssel der EZB** (es gibt für die EZB nicht genug ausstehende deutsche Bundesanleihen zu kaufen) enge Grenzen gesetzt.

Darüber hinaus geraten Zentralbanken zunehmend **unter politischen Beschuss**. Die meisten Menschen erhalten im Tiefzinsumfeld nämlich kaum noch Sparzinsen und weil sie

weniger Finanzanlagen und Immobilien besitzen als Reiche, profitieren sie auch kaum von der Vermögenspreisinflation als Folge des QEs.

Wie kann es also weitergehen?

Alternative Eingriffsmöglichkeiten funktionieren – wie in **Abbildung 2** systematisch klassifiziert – ebenfalls über den **öffentlichen und/oder den privaten Sektor**. Einige von ihnen zielen aber **nicht nur indirekt sondern viel direkter auf den Konsumenten**.

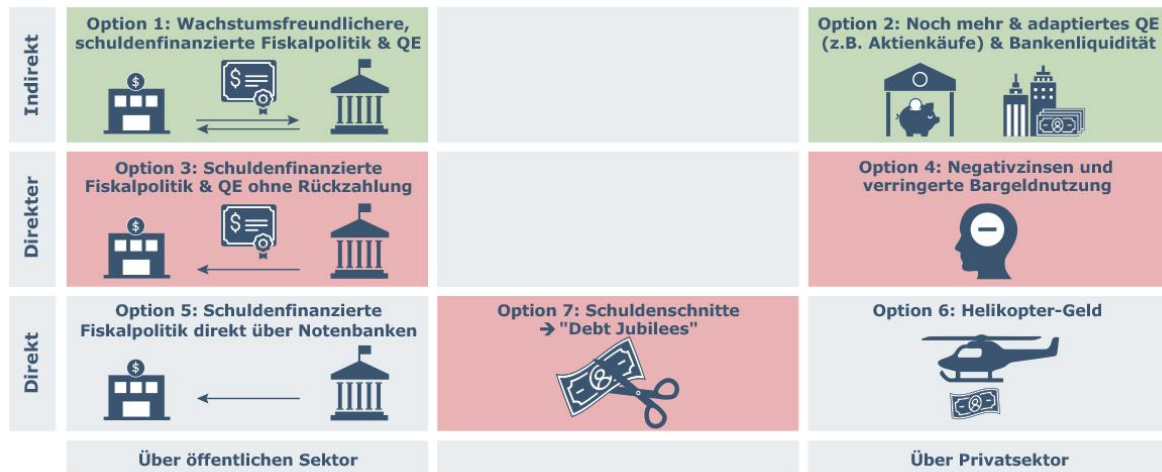


Abbildung 2: Systematische Einordnung weiterer geld- und fiskalpolitischer Stimulationsmöglichkeiten (grün: bestehende adaptieren; rot: neu und möglich; grau: neu aber unwahrscheinlich)

Indirekte Optionen sind lediglich eine Adaptierung bestehender Eingriffe:

- **Option 1: Die Fiskalpolitik des öffentlichen Sektors**, welche durch die QE Programme der Zentralbanken ermöglicht wird, **kann z.B. wachstumsfördernder gestaltet werden**. Der Wunsch nach fiskalpolitischen Infrastruktur- und Wachstumsinvestitionen wird derzeit vielfach an Deutschland herangetragen. Staaten könnten Notenbanken so in Ihren Stimulationsversuchen unterstützen.
- **Option 2:** Zusätzliche Anreize für den Privatsektor könnten beispielsweise durch eine **Ausweitung der QE Programme auf Aktien** gesetzt werden (wie in Japan bereits der Fall). Zudem könnten **Banken noch stärker dazu gedrängt werden, Notenbankliquidität** an Endverbraucher und Kreditnehmer **weiterzureichen**.

Es bestehen kaum Zweifel, dass diese beiden Massnahmen während einer erneuten Wirtschaftsschwäche ausgebaut würden. Ihre **Wirkungskraft ist aber zweifelhaft, weil sie beim Endverbraucher nur indirekt und über Umwege ankommen und viele Transmissionsmechanismen aktuell nicht wie üblich funktionieren**.

Direktere Massnahmen scheinen daher durchaus nötig und wahrscheinlich:

- **Option 3:** Am wahrscheinlichsten ist es, **dass Zentralbanken bei den Regierungen (zumindest implizit) nicht auf eine Rückzahlung ihrer Anleihekäufe bestehen**, sondern diese Käufe immer „weiterrollen“. Regierungen können mit solcher Freiheit im Rücken zielgerichteter und ungehemmter agieren. Der jüngste Vorstoss der EZB, mit ihrem geschöpften Geld direkt und langfristig Klimainvestitionen (z.B. der Europäischen Investitionsbank) zu finanzieren, verdeutlicht diese Absicht.
- **Option 4:** Des Weiteren bietet elektronisches Geld die Möglichkeit, mittelfristig die **Bargeldnutzung zu verringern. Negativzinsen könnten so tiefer und trotzdem flächendeckender durchgesetzt werden**, weil Konsumenten kaum noch Ausweichmöglichkeiten hätten.

Noch direktere Massnahmen sind politisch schwerer durchsetzbar:

- **Option 5:** So wäre es prinzipiell möglich, **dass Regierungen gar nicht erst neue Staatsanleihen begeben, sondern sich das Geld direkt bei ihren Zentralbanken holen.** Historische Erfahrungen (z.B. Deutschland in den 1930er Jahren) sprechen aber klar gegen ein solches Unterfangen.
- **Option 6:** Für Schlagzeilen sorgte jüngst das sogenannte „**Helikopter-Geld**“. Ursprünglich von Milton Friedman¹ in den Ring geworfen, wurde die Idee durch eine Rede von Ben Bernanke („Helikopter Ben“)² wieder salonfähig. Dabei würden Zentralbanken direkt Geld für Endverbraucher drucken. Je nach Ausgestaltung könnte dies in Form einer einmaligen Auszahlung, als permanentes Grundeinkommen oder zweckgebunden (z.B. für Bildungsinvestitionen) realisiert werden.
- **Option 7:** Zu guter Letzt würden auch **Schuldenschnitte** (sogenannte „Debt Jubilees“) den Boden für eine schuldenbefreite wirtschaftliche Erholung bereiten. Die Erfahrungen damit sind gemischt. Während der Londoner Schuldenerlass für die Bundesrepublik Deutschland 1953 vielfach als positives Paradebeispiel dient, ist z.B. der endgültige Ausgang im Falle Griechenlands noch ungewiss.

Einstufung sowie Risiken und Nebenwirkungen

Neben der Adaptierung bestehender, indirekter Stimulationsmassnahmen (Optionen 1 und 2) scheint eine implizite Garantie für das permanente „Weiterrollen“ von Staatsanleihekäufen durch Zentralbanken (Option 3) die wahrscheinlichste geldpolitische Evolution der nahen Zukunft. Regierungen erhielten so Luft, um die Wirtschaft direkter anzukurbeln als das nur über die Zentralbanken möglich ist. Ein weiterer (äusserst zweifelhafter!) „Vorteil“ eines solchen Vorgehens läge für seine Schöpfer darin, dass der demokratisch legitimierte Prozess so teilweise umgangen werden könnte und einzig und allein eine verstärkte Koordination zwischen Regierungen und Zentralbanken nötig wäre. **Mittelfristig scheinen auch tiefere Negativzinsen** bei stufenweiser Bargeldabschaffung (**Option 4**) und **Schuldenerlässe (Option 7) gangbare Optionen darzustellen.**

Alle genannten Eingriffe sind aber ein **Spiel mit dem Feuer:** Sie gefährden z.B. die Unabhängigkeit der Zentralbanken sowie die Verankerung der Inflationserwartungen und begünstigen Kapitalfehlallokationen. **Es drängt sich daher die Frage auf, ob man einen leichten Abschwung denn überhaupt um jeden Preis verhindern sollte.**

Schlussfolgerungen

- Die aktuelle **Geldpolitik stösst an ihre Grenzen**
- Die **wahrscheinlichste Weiterentwicklung** (neben der Adaptierung bestehender Massnahmen) ist **ein Ausbau der schuldenfinanzierten Fiskalpolitik in Kombination mit QE, bei der Staaten ihre Schulden implizit nie mehr an ihre Zentralbanken zurückzahlen müssen**
- **Tiefere Negativzinsen bei einer vorgelagerten Verringerung der Bargeldnutzung** und **Schuldenschnitte** erscheinen mittelfristig ebenfalls gangbar
- **Helikopter-Geld** wird hingegen ein spektakuläres Gedankenexperiment bleiben
- **Alle sieben Stimulationsinstrumente sind mit einer Reihe von bedeutenden Gefahren verbunden,** die unbedingt im Auge behalten werden müssen

¹ Friedman, M. (1969). The Optimum Quantity of Money and Other Essays. Chicago: Aldine.

² Bernanke, B. (2002). Remarks by Governor Ben Bernanke before the National Economists Club, Washington.

Impuls aus der Akademie

Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311-2018

Zusammengefasst von:
Alexander Gruber, Ph.D. HSG
Head of Economic Research & Advisory und
Lehrbeauftragter an der Universität St.Gallen (HSG)



Paul Schmelzing zeigt in dieser wirtschaftshistorischen Langzeitstudie, dass der Realzins, also die Differenz von nominaler Verzinsung und Inflation, bereits seit über 500 Jahren sinkt. Er rekonstruiert dafür die weltweiten Realzinsen auf Jahresbasis seit dem 14. Jahrhundert und deckt dabei 78% des Bruttoinlandsprodukts der wichtigsten Industrieländer in dieser Zeit ab. Der Autor zeigt, dass die globalen Realzinsen seit dem späten Mittelalter um 0.6-1.8 Basispunkte pro Jahr fallen und dass sich dieser Trend über alle geld- und fiskalpolitischen Systeme und über verschiedene Anlageklassen hinweg manifestierte.

Ein Anstieg von Fällen negativer Realzinsen ist trotz bedeutender Gegenbewegungen wie der grossen Krise im 17. Jahrhundert in diesem Zeitraum ebenfalls zu beobachten. Lediglich zwischen 1983 und 2008 waren die Realzinsen fast nie negativ.

In Anbetracht dieser langfristigen Betrachtung konvergieren die aktuell tiefen Realzinsen eigentlich zurück zu ihrem historischen Trend.

Quelle: Paul Schmelzing, Bank of England Staff Working Paper No. 845, 2020.

Schlussfolgerungen

Dieser jahrhundertelange Abwärtstrend der Realzinsen entlarvt das Narrativ der «Säkularen Stagnation» teilweise als fehlgeleitet. Er suggeriert ausserdem, dass der Realzins – unabhängig von den gewählten geld- und fiskalpolitischen Eingriffen – schon bald in permanent negatives Territorium eintreten könnte. Der Autor postuliert zudem, dass seine Zeitreihen einen beträchtlichen Teil von «non-human wealth» berücksichtigen: Schilderungen, wonach Kapitalerträge langfristig «virtually stable» wären, und die von Piketty (2014) daraus abgeleiteten politischen Massnahmen sind demzufolge aus historischer Sicht in Frage zu stellen.

Finreon – Ein Spin-Off der Universität St.Gallen (HSG)

Das Unternehmen Finreon entstand als Spin-Off der Universität St.Gallen (HSG) und gilt heute als etablierte und kompetente Partnerin, wenn es um innovative Anlagekonzepte im Bereich der Vermögensverwaltung und dem Advisory institutioneller Kunden geht. Die Lösungen von Finreon basieren auf langjähriger Praxiserfahrung und neuesten Erkenntnissen aus der Forschung mit modernen Finanzmarkttheorien.



CEO

Dr. Ralf Seiz
Lehrbeauftragter Universität St.Gallen

Kontakt

Finreon AG
Oberer Graben 3
CH-9000 St.Gallen

+41 71 230 08 06

info@finreon.ch
www.finreon.ch

Disclaimer

Diese Unterlagen und die darin enthaltenen Informationen sind nur für ausgewählte qualifizierte Investoren bestimmt und vertraulich. Eine Reproduktion oder eine Weiterverwendung ist nicht erlaubt. Die vorliegende Dokumentation stellt weder eine Empfehlung noch eine Offerte zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts dar. Sie dient lediglich zu Informationszwecken. Obwohl Finreon AG bestrebt ist, den Inhalt dieses Dokuments korrekt und vollständig zu halten, wird keine Garantie für dessen Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit gegeben. Jede Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus diesen Informationen ergeben, wird ausgeschlossen. Historische Renditen sind keine Garantie für zukünftige Erträge.