

Mario Draghis Erbschaft an Christine Lagarde:**Ultra-billige Geldpolitik auch künftig unter dem Regime des Übersparens und staatlicher Schuldenbremse*****Mario Draghi im Rückblick***

Mario Draghi wird in die Geschichte der EZB-Politik als Retter des Euros gegen die Finanzmarktspekulanten und als Verantwortlicher für den Einstieg in die Ära der ultra-billigen Geldpolitik mit Minuszinsen eingehen. Seine oftmals einsam wirkenden Entscheidungen sind sicherlich auch durch die Marketingabteilung der EZB nicht immer zufriedenstellend kommuniziert worden. Nicht nur mit den schwer nachvollziehbaren Instrumenten der Geldpolitik, sondern auch wegen des Magier Haften Beschwörens ist die ohne schwierige Ressource Vertrauen gelegentlich verknappt worden.

Geldpolitisch sind jedoch abgesehen von der recht geräuschlosen Routinearbeit, die beiden historischen Leistungen unbestreitbar:

Zum einen hat Draghi gegenüber den Finanzmarktspekulanten das Eurosystem aus der größten Krise gerettet. Seine ernst gemeinte Drohung auf der Konferenz mit handverlesenen Finanzinvestoren aus den Metropolen der Welt am 26. Juli 2012 wird als Beleg für den möglichen Erfolg konzentrierter Macht der Euro-Notenbank mit seinem Namen verbunden sein: Die EZB werde „alles Notwendige tun“ („whatever it takes“), um den Euro zu erhalten, sagte Mario Draghi. Oftmals wird deshalb von dem großen Magier gegenüber der irrationalen Marktpanik gesprochen. Aber das trifft nicht den Kern. Vielmehr war es die autoritär-machtvolle Entschiedenheit, die die Finanzmarktinvestoren zähmte: „Und glauben Sie mir, es wird genug sein“, fügte er damals hinzu. Die Rede schlug wie ein Blitz ein und die davor stark gestiegenen Zinsen für Anleihen insbesondere in den Euro-Krisenländer stürzten ab. Die Börsenkurse sind steil gestiegen. Auch nach diesem Machtwort hat Draghis Geldpolitik den Euro als attraktive Anlagengewährung in der Welt gestärkt.

Zum anderen steht Mario Draghi für den Einstieg in die Ära der Niedrigzinspolitik, nach dem der EZB-Leitzinssatz für die Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken von 2008 von damals 4,25% fast kontinuierlich auf heute 0 Prozent gesunken ist. Wie oft von den vielen naiven Monetaristen erwartet, nicht die Gefahr einer sich verstärkenden Inflation infolge des ultra-billigen Geldes war das Problem der Draghi-Präsidentschaft. Vielmehr mussten gegenüber der durch mangelnde Nachfrage bestimmten deflationären Entwicklung die geldpolitischen Instrumente zur Erhöhung der Inflationsrate in Richtung „unter, aber nahezu zwei Prozent“ eingesetzt werden. Neben den traditionellen Instrumenten ist mit dem Aufkauf vor allem von Staats- und Unternehmensanleihen aus dem Portfolio der Banken eine Liquiditätsschwemme ausgelöst worden. Die EZB-Bilanz stieg allein durch das im Oktober 2015 gestartete, erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (*Expanded Asset-Purchase Program, EAPP*) auf 2,65 Bio. € im September 2019. Jedoch zählt zu den wichtigsten Erfahrungen dieser Politik der Liquiditätsschwemme, dass diese unzureichend zur Finanzierung unternehmerischer Sachinvestitionen von den Unternehmen eingesetzt worden ist. Die erwartete schwache Nachfrage ließ die Geldpolitik ins Leere laufen: Während die Pferde die Tränke nicht das hochwertige Wasser nicht saufen mochten, haben die Banken dagegen die für die Unternehmen vorgesehene Liquidität als Einlagen bei der EZB geparkt. Es war nur eine Frage der Zeit, bis auf diese Einlagen durch die Banken bei der EZB Strafzinsen von heute 0,5% allerdings seit September 2019 mit Freibeträgen auferlegt worden sind. Zu den Nullzinsen der Geldpolitik kamen also die Minuszinsen auf die Einlagen der Banken hinzu. Schließlich führten die extrem niedrigen Nominalzinsen bei einer Inflationsrate deutlich unterhalb der Zielgröße von 2% zum realen Minuszins, also zum realen Vermögensverlust.

Mario Draghi hat die Geldpolitik radikal ausgepowert. Neben den Kollateralschäden für Sparerinnen und Sparer sowie der Aufblähung der Preise für Vermögenswerte wie Aktien und Immobilien ist der eigentliche Erfolg der Geldpolitik zugunsten eines beschleunigten Wachstumswachstums ausgeblieben. Damit konnte die herbeigesehnte steigende Inflationsrate durch eine nachfragegetriebene Wirtschaftsexpansion nicht ausgelöst werden. Draghis Fehler war es, zu spät auf die Notwendigkeit einer die Geldpolitik unterstützende expansive Finanzpolitik

hingewirkt zu haben.

Heute steht schon fest, die Mischung aus Übersparen und wirtschaftlicher Wachstumsschwäche garantiert bestimmt auch künftig die Geldpolitik. Die Nachfolgerin, Christine Lagarde, wird daher im Kern die Niedrigzinspolitik fortsetzen müssen. Zugespitzt, egal wer die EZB präsidiert, die Mischung aus Niedrig-, Null- und Minuszinsen wird solange dominieren, bis das Wirtschaftswachstum wieder anspringt. Der Erfolg von Christine Lagarde liegt also auch in der Hand der nationalen Finanzpolitiken zusammen mit der EU-Finanzpolitik. Öffentliche Investitionsprogramme bringen erst den Erfolg auch für die ultra-expansive Geldpolitik.

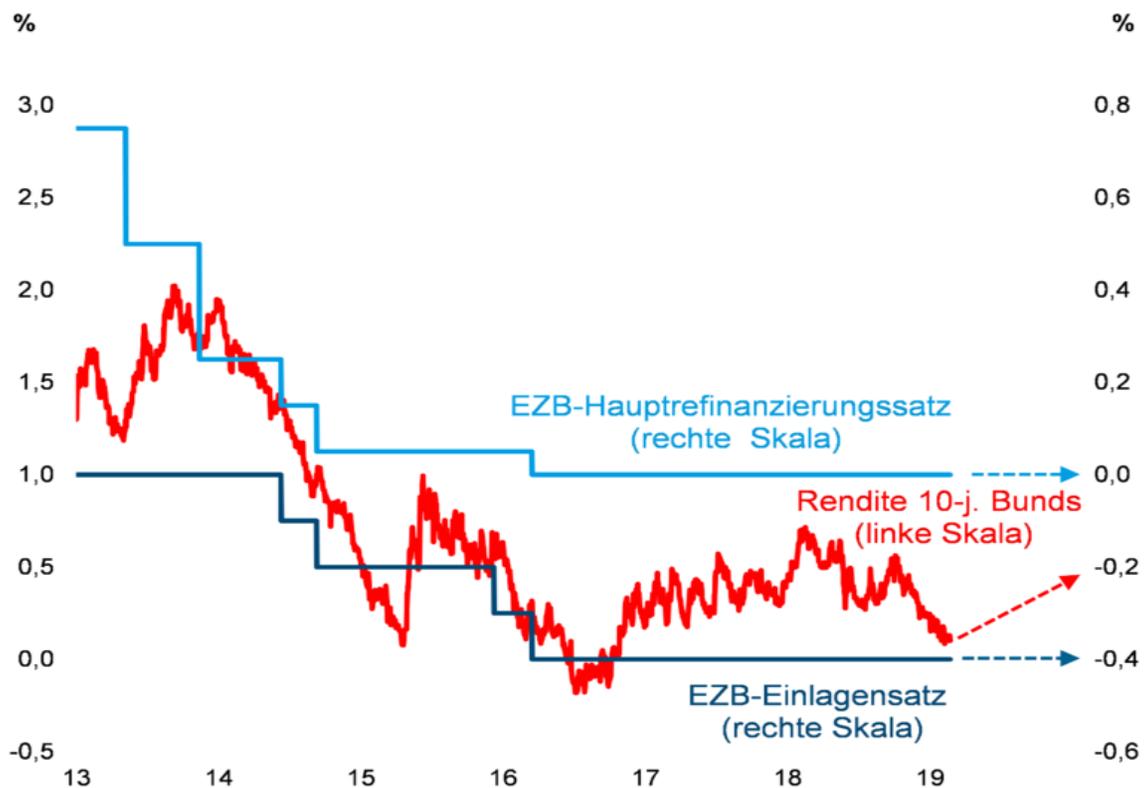
Nachfolgend wird die bisherige Präsidentschaft Draghi und damit das Erbe an seine Nachfolgerin Lagarde auf der Basis der Dominanz der hoch spekulativen Finanzmärkte, die die produzierende Unternehmenswirtschaft (sog. Realwirtschaft) beherrschen, bewertet.

EZB-Geldpolitik: Nullzinsen, Minuszinsen, Niedrigzinsen

Der Europäische Zentralbankrat hat unmissverständlich vor der Sommerpause alle Spekulationen auf eine zügige Zinswende beendet. Es bleibt erst einmal bei den zuvor geltenden geldpolitischen Beschlüssen. Eine Verschiebung der Zinswende weit über Ende 2020 hinaus ist realistisch. Die immer wieder revidierten Ankündigungen, die Zinswende käme bald, wirken eher als Beruhigungsspiel gegen die Anti-EZB-Stimmung. Die EZB-Kausalität ist klar: Es bleibt so lange bei der Überflutung mit billigem Geld, so lange die Wirtschaft, wie es im Originalton der EZB heißt, „günstige Liquiditätsbedingungen“ zur Stärkung der unternehmerischen Nachfrageschwäche braucht. Dabei ist derzeit der Pessimismus über die wirtschaftliche Entwicklung so groß, dass die geldpolitischen Auguren nach der Sommerpause des EZB-Rates mit einer „neuen Welle monetärer Lockerung“ kalkulieren. Die EZB dient dem Ziel, „eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahezu 2 Prozent auf mittlere Sicht sicherzustellen“. Bei einer erwarteten Inflationsrate von 1,4 Prozent als Folge einer schwachen Konjunktur und unzureichender Sachinvestitionen ist über dieses Jahr hinaus mit einem Wachstumsschub nicht zu rechnen

Hier ein kurzer Überblick über die aktuell genutzten geldpolitischen Instrumente:

* Die Banken profitieren weiterhin von dem seit März 2016 geltenden Leitzins mit null Prozent, zu dem sie sich Geld bei der EZB leihen. Sollte die bisherige Geldleihe zum Nullzins von den Banken weiterhin nicht zur Vergabe von Unternehmenskrediten genutzt werden, ist durchaus ein nominaler Minuszins aus der Sicht der Banken denkbar. Dann erhalten die Banken eine Prämie etwa von 1 Prozent, wenn diese sich bei der EZB Geld leihen.



Mit Beschluss des EZB-Rats vom 12. 9. 2019 liegt EZB-Einlagensatz für Banken bei - 05%.

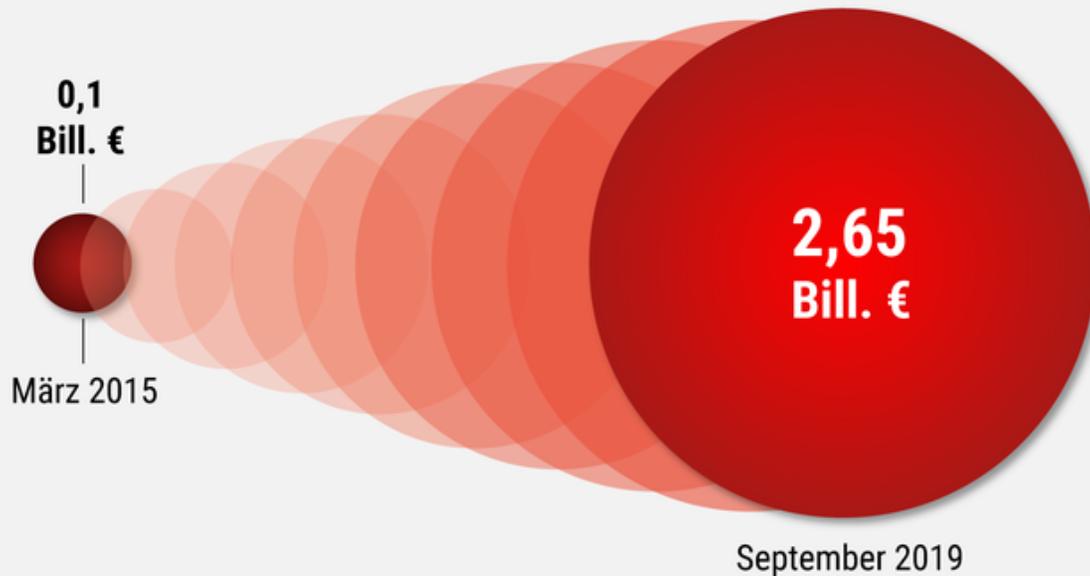
* Dagegen belegt die EZB die Banken, die ihre Liquidität, anstatt zu investieren, dort parken, mit einem Strafzins. Allein im letzten Jahr haben die Banken nach Angaben des Bundesfinanzministeriums 2,3 Mrd. € an Strafzahlungen aufbringen müssen. Davon betroffen sind vor allem kleine und mittelgroße Kreditinstitute. Es gibt ernstzunehmende Hinweise, dass dieser Strafzins von 0,4 auf 0,5 Prozent mit einer Mehrbelastung von 600 Mio. € bei den deutschen Banken erhöht werden soll. Zum Schutz der von der Niedrigzinspolitik besonders hart betroffenen

Kleinbanken, Spar- und Volksbanken wird eine Staffelung durch zinslose Freibeträge je nach Institutsgröße von den Bankenverbänden gefordert. Beträge der Freibetrag das Zehnfache des Mindestreservesolls, so würden nach einer Berechnung des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes die Banken um jährlich 4,6 Mrd.€ im Euroland entlastet. Eine Staffelung der Einlagenzinsen der Banken bei der Notenbank ist zum Schutze dieser Banken im Bereich der Zinsgeschäfte zu empfehlen.

* Zur Schaffung von Liquidität für die Banken, mit dem Ziel deren Kreditvergabe zu unterstützen, ist den vorausgegangenen geldpolitischen Outright-Geschäften im Oktober 2015 das „erweiterte Programm zum Aufkauf von Vermögenswerten (*Expanded Asset-Purchase Program, EAPP*)“ hinzugefügt worden. Das Programm führte den Banken Liquidität zu, die im September 2019 ein Gesamtvolumen von über 2,65 Bio. € erreicht hatte. Im Zentrum stehen bisherige Käufe von Staatsanleihen aus den Eurostaaten sowie von Unternehmensanleihen wie etwa Daimler AG, Nestlé, Deutsche Bahn, Vovonia oder Anheuer-Busch InBev. Allerdings wurden länger Zeit die Anleihen aus dem Bestand, die in der kommenden Zeit fällig werden, „wieder voll umfänglich angelegt“. Die Erlöse aus der Tilgung werden also erneut zum Ankauf von Vermögenswerten bei den Banken genutzt. Nach einer kurzen Pause wird das Programm derzeit mit einer Ankaufsumme von 20 Mrd. € pro Monat seit Oktober 2019 fortgeführt, das Volumen steigt also wieder an. Beim Bundesverfassungsgericht wird seit Anfang Juli 2019 nach der zurückgewiesenen Klage vor dem EuGH verhandelt. Es geht um das frühere Ankaufprogramm vom Staat aufgelegter Wertpapiere, die jedoch auf dem Markt angeboten werden (Public Sector Asset Purchase Programme, PSPP). Am Ende wird das Bundesverfassungsgericht wohl nicht auf Konfrontationskurs mit dem EuGH gehen und eine europäische Verfassungskrise vermeiden.

Die Draghi-Bilanz

Entwicklung des Anleihen- und Aktienbestandes der EZB, in Billionen Euro



mediapioneer.
infografik

Quelle: EZB

powered by
statista

entnommen: Gabor Steingart, Das Morning Briefing: vom 25.10.2019

* Ein weiteres wichtiges Programm zur Zuführung von Liquidität an die Banken sind die „gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte“ (GLRG bzw. TLTRO) durch längerfristige Kredite in der Nähe von Nullzinsen.

Expansive Billig-Geldpolitik: Motive, Zielverfehlungen und negative Nebenwirkungen

Die Wut der Spar-Opfer

Da die Zeichen auf Intensivierung der billigen Geldvermehrung für die Banken stehen, stellen sich Fragen: Was sind die Motive, wo liegen die Ursachen der unzureichenden Erfolge und lassen sich Kollateralschäden vermeiden?

Denn kein Verständnis haben Deutschlands Sparerinnen und Sparer für die Bagatell-Zinsen.

Die Wut der mehr als 57 Millionen Betroffenen über die Zins- und Vermögensverluste ist groß. Populistisch zugespitzte Vorwürfe bis hin zu „Fake News“ erzeugt dieser übermächtige Frust. So macht die „Verschwörungstheorie“ von der gezielten Enteignung die Runde. Welche Machtgruppen sich auf was auch immer verschwören sollen, es steht der Vorwurf: Während die Spareinlagen zu realen Vermögensverlusten führen, profitiere der Staat von den Zinersparnissen auf seine Schulden. In der Tat, bei den Spareinlagen liegen die Zinssätze nur noch knapp über null Prozent. Ein Zinssatz von nominal 0,3 Prozent lässt bei einer Inflationsrate mit 1,7 Prozent im letzten Jahr die reale Kaufkraft des Sparvermögens um 1,4 Prozent schrumpfen. Die Kombination minimaler Nominalzins bei negativem Realzins wird als „finanzielle Repression“ geißelt, Geldvermögen verdampft also. An der Zahl der Jahre, die es bei gegebenem Zinssatz braucht, um sein Sparguthaben zu verdoppeln, zeigt von einer anderen Seite des Sparerers Elend.

Im Sommer 2008 verdoppelte sich das Sparguthaben bei einem Zinssatz von 2 Prozent nach 35 Jahren. Dagegen sind es im Sommer 2019 bei einem Zinssatz mit 0,01% insgesamt 6.932 Jahre. Im Winterer 2012/13 waren es mit 0,5 % nur 139 Jahre. Dabei ist ein Ende der Zinsschmelze in den nächsten Jahren nicht in Sicht.

Staatsanleihen: Minusgeschäft für Anleger

Die Flucht in den sicheren Hafen mit Staatsanleihen lohnt auch nicht mehr. Seit Anfang August liegen die Renditen für alle Typen an Bundesanleihen im Minusbereich. 10-jährige Bundesanleihen bringen über einen „Strafzins“ zwischen 0,4 und 0,5 Prozent Gewinne den öffentlichen Schuldner. Die Renditen ergeben sich aus dem aktuellen Kurs, dem Nominalzins (Kupon), dem Nominalwert, dem Rückzahlungskurs und der Restlaufzeit. Auch die 30-jährigen Bundesanleihen liegen leicht im Minus. Dafür verantwortlich ist eine doppelte Ursache: Einerseits steigt wegen der wirtschaftlichen Abschwächung bis hin zu Rezessionsängsten die Nachfrage nach Bundesanleihen, die die Kurse nach oben treibt. Andererseits verknappt der Staat auf dem Weg zu Nullverschuldung das Angebot an Bundesanleihen.

Aktien zu riskant, Immobilienmarkt kaum nutzbar

Wer schließlich auf spekulativ getriebene Aktienwerte oder andere risikohohe Alternativenanlagen ausweicht, der muss wissen, der Kursexplosion kann schnell ein tiefer Fall folgen. Der Aktienindex der 30 DAX-Unternehmen ist über Jahre viel

schneller als die reale Wirtschaftskraft gestiegen (1995 bis 2015 stieg der DAX-Index von 100 auf 310 und das reale Bruttoinlandsprodukt auf nur 200). Diese relative Entkoppelung ist auf massive Spekulationen zurückzuführen. Dabei hat die EZB mit ihrer Geldflutung selbst dazu beigetragen, dass sich die Aktienkurse in dieser Nullzinslandschaft von der realen Wirtschaft wegentwickelt haben. Wer mit seinen Ersparnissen eine kalkulierbare Größe zur Vorsorge für die Zukunft planen muss, dem ist das Risiko des spekulativen Handels mit Aktien ökonomisch nicht zumuten.

Gesetzliches Rentensystem von den Finanzmärkten entkoppeln

Die unbestreitbar negativen Auswirkungen der Niedrigzinspolitik vor allem bei denen, die für das Alter derzeit auf die Vermögensbildung angewiesen sind, lässt nur diesen Schluss zu: Die die Existenz sichernde Vorsorge im Alter darf nicht von den Finanzmärkten abhängig gemacht werden. Wird die gesetzliche Grundsicherung ohne den gesetzlichen Zwang zur privaten Kapitalvorsorge wiederhergestellt, dann minimieren sich die derzeitigen Kollateralschäden der Geldpolitik auf die vom Sparen Abhängigen. Die Geldpolitik gewinnt dadurch ihren makroökonomisch auszuschöpfenden Spielraum wieder zurück.

Die Rationalitätsfalle: Einzelwirtschaftlicher Frust gegen gesamtwirtschaftliche Rationalität

Aufklärung über die gesamtwirtschaftliche Notwendigkeit dieser Geldpolitik tut not. Was Sparerinnen und Sparer einzelwirtschaftlich-individuell als irrational wahrnehmen und frustriert, ist gesamtwirtschaftlich höchst rational. Die Notenbank verfolgt das richtige Ziel, ihren monetären Beitrag zur Stabilisierung des Eurosystems und seiner gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zu leisten. Ist diese Politik erfolgreich, profitieren auch die vordergründig belasteten Sparerinnen und Sparer. Denn würde die Wirtschaft durch eine restriktive Geldpolitik, die wieder zu höheren Zinssätzen führen soll, in die Knie gezwungen, dann gingen Jobs verloren, die Lohneinkommen würden sinken und die steigende Inflation die Kaufkraft reduzieren. Übrigens hat es zu Zeiten der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank immer wieder Vermögensverluste durch reale Zinssätze auf Spareinlagen gegeben.

Zur rationalen Aufklärung der Sparerinnen und Sparer gehört die Angabe: Der Zins kommt nicht „vom Amt“ (EZB im Euroland), sondern wird originär durch die vermachteten Finanzmärkte bestimmt. Die Notenbank ist eher Getriebene der fundamentalen Krisenkräfte als Täterin. Der Politik und den Bankern fehlt der Mut, zu erklären, dass die niedrigen Zinsen auch eine Folge des gesamtwirtschaftlichen Übersparens gegenüber den Sachinvestitionen sind - allerdings nicht mehr nur durch die privaten Haushalte, sondern auch durch die Unternehmenswirtschaft und den Staat mit seinen Überschüssen.

Warum Zielinflationsrate „nahezu an, aber unter 2 Prozent“ ?

Im Mittelpunkt steht heute die durch die EZB präzierte Zielmarke „nahezu an, aber unter 2 Prozent“ Eine maximal zulässige Inflationsrate galt im Prinzip auch schon zu Zeiten der Deutschen Bundesbank im Rahmen ihres Konzepts der Geldmengensteuerung für Wirtschaftswachstum bei Inflationsvermeidung. Wie lässt sich diese Maximalmarke makroökonomisch begründen? Würde die Geldpolitik auf die Nullinflation abzielen, dann würde diese konjunkturabhängige Inflation nicht ausgeschöpft. Das Abrutschen der Wirtschaft in eine Deflation wäre eine realistische Gefahr. Preissenkungen und nachfolgende, einbrechende Gewinne auf breiter Front wären die Folge. Die Wirtschaft braucht diese klein gehaltene Preissteigerungsrate als „Schmiermittel“ der Konjunktur. Die Anpassung relativer Preise würde ohne diesen Stoßdämpfer erschwert und die Stabilitätspolitik wäre durch sich schnell verstärkende kurzfristige Schocks weniger handlungsfähig. Allerdings stellt sich die Frage, ob bei der sich abzeichnenden wirtschaftlichen Stagnationstendenz die Zielrate zu niedrig angesetzt ist. Mitarbeiter der EZB analysieren derzeit informell die Frage, ob das gegenwärtige Ziel eines Anstiegs der Verbraucherpreise von „unter, aber nahe zwei Prozent“ für die Nachkrisenära weiterhin angemessen sei. Mario Draghi hat bereits die Ausrichtung an der Inflationssymmetrie, die auch die US-Notenbank unterstützt, offiziell bei der EZB Pressekonferenz am 25. Juli 2019 angekündigt: Bei dieser „unkonventionellen Geldpolitik“ gilt: Nachdem viele Jahre die Inflationsrate deutlich unterhalb der derzeitigen Obergrenze lag, kann unter Vermeidung sich verstärkender Inflationserwartungen eine Weile das Inflationsziel auch über 2 Prozent liegen. Mit diesem Tabubruch soll die geldpolitische Zielmarke im Durchschnitt über eine längere Periode realisiert werden.

Die Steuerung am Zielkriterium Inflationsrate folgt derzeit noch der Funktionsweise: Steigt die Inflation über die Zielrate von knapp unter zwei Prozent, dann gilt dies als Folge eines Überhangs der Nachfrage gegenüber den Produktionskapazitäten. In diesem Fall wird geldpolitisch mit der Verknappung sowie Verteuerung des Zentralbankgeldes für die Banken reagiert. Dagegen signalisiert eine Inflationsrate unterhalb der Zielmarke als Folge unzureichender Nachfrageerwartungen eine lahrende Wirtschaft. Derzeit ist immer noch die Sorge der EZB groß, es könnte eher zur Deflation statt Inflation kommen. Dieser Verfall der Preise auf breiter Front wäre Gift für die Unternehmensgewinne mit der Folge einer Wirtschaftskrise. Interessant ist, bei der Kritik der EZB-Politik wird kaum auf den provokanten Widerspruch zur monetaristischen Theorie hingewiesen: Der Überschuss an billigem Geld müsste nach den Monetaristen zu einer galoppierenden Inflation führen. Inflationsgefahren sind jedoch nicht mal am Horizont auch einer besser laufenden Konjunktur zu erkennen. Im Gegenteil, die Wirtschaft entwickelt sich eher im Bereich wirtschaftlicher Stagnation nahezu im Umfeld einer Nullinflation. Ein Grund liegt in der relativen Abkoppelung der übermächtigen Finanzmärkte von der Realwirtschaft. Die geldpolitische Vorsorge mit Liquidität findet nur schwer den erhofften Weg in einen monetären Nachfrageschub. Auch wegen unzureichender Renditerwartungen für Sachinvestitionen landet das Geld auf den Finanzmärkten und treibt diese spekulativ an.

Die EZB versucht mit geldpolitischen Mitteln, die Liquidität der realen Investitionswirtschaft zugutekommen zu lassen. Dabei soll der Transport der geldpolitischen Impulse über die Vergabe billiger Kredite im Kontext der Geschäfte der Banken funktionieren. Unübersehbar, die billige Liquidität ist da. Allerdings saufen die Pferde an der monetär prall vollen Tränke zu wenig. Anstatt in Sachinvestitionen landen große Teile der Überschussliquidität auf den spekulativ angetriebenen Immobilien- und Aktienmärkten.

Notenbankpolitik in der Nähe des Helikoptergeldes

Aus lauter Verzweiflung über die derzeit nicht zielwirksame Geldüberflutung wird schon mal an die Idee des „Helikoptergeldes“ erinnert. (Milton Friedman 1969, John Maynard Keynes) Wenn über Kreditvergabe durch die Banken die gewollte

Geldvermehrung bei der Wirtschaft nicht ankommt, dann soll die Zentralbank gedrucktes Geld direkt an die Konsumentinnen und Konsumenten zu verteilen.

Diese Aufgabe übernehmen nach Milton Friedman Helikopter, die Bargeld über den Gemeinden abwerfen. Im Dezember 1999 hatte der damalige US-Notenbankpräsident Bern Bernanke dem Deflationsland Japan eine vergleichbare Idee unterbreitet. O-Ton Bernankes zu der durch die EZB verfolgten Absicht, die Zielinflationsrate von knapp unter 2 Prozent zu erreichen: „Ich denke, dass die meisten Ökonomen zustimmen würden, dass ein Helikopterabwurf von Geld, der groß genug wäre, das Preisniveau auf jeden Fall erhöht.“ In der neuen Staffel der Netflix-Serie „Haus des Geldes“ setzen Bankräuber Zeppeline ein, um über Madrid 140 Mio. € abzuwerfen.

Wie gesagt, derzeit ist die Forderung nach Helikoptergeld eher Ausdruck der Verzweiflung über eine nicht erfolgreiche Geldpolitik. Das weiß die EZB genau. Sie setzt daher auf eine allerdings unkonventionelle Verschärfung des vorhandenen Instrumentariums ihrer billigen Geldpolitik:

- *kompletter Schwenk von Nullzinsen für die Geldleihe der Banken auf durch die EZB ausbezahlten Zinsen an die Banken, die sich Liquidität besorgen (nominaler Minuszins)

- * neue Ankäufe vor allem von Staats- und Unternehmensanleihen über den derzeitigen Bestand von mehr als 2,6 Billionen € (Stand Ende Juni); steigende Minuszinsen für Banken, die ihr Geld, statt Kredite zu vergeben, bei der EZB parken, allerdings mit Freibeträgen für kleine Banken

- * Ausweitung längerfristiger Kredite an die Geschäftsbanken zum Bagatellzins dar (GLRG: „Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte“, TLTROs: „Targeted longer-term refinancing operations“).

Kollateralschaden: Ungerechte Verteilungswirkungen der Geldpolitik

Während die vorherrschende Wirtschaftswissenschaft die Frage der Verteilungswirkungen systematisch nicht thematisiert, steht diese Frage im Zentrum der heterodoxen Ökonomik. Es geht darum, die gesamtwirtschaftliche Notwendigkeit der expansiven Geldpolitik mit der Minimierung von steigender ungerechter Verteilung zu verknüpfen. Die Zentren der Betroffenheit von den

Umverteilungswirkungen dieser Geldpolitik sind: Sparerinnen und Sparer ohne großen Kapitalbesitz werden ärmer, während die Schuldner von den Niedrigzinsen, vor allem auch der Staat mit seinen Schuldenbeständen, profitieren. Es findet eine Umverteilung durch Zinsverluste der Gläubiger einerseits und Zinersparnisse der Schuldner andererseits statt. Die gigantische Umverteilung durch die Niedrigzinspolitik belegt eine allerdings ziemlich mechanistische Modellrechnung: Die Kreditnehmer mussten in den letzten zehn Jahren netto 290 Mrd. € weniger an Zinsen bezahlen. Zu den profitierenden Schuldnern zählt der Staat.

Nach Angaben der Deutschen Bundesbank lassen sich die Zinersparnisse des Bundes, der Länder und Kommunen seit dem letzten Jahr vor dem Ausbruch der Finanzmarktkrise auf fast 370 Mrd. € (2018 allein 55 Mrd. €) hochrechnen. Diese Schätzung basiert auf der Tatsache, dass die durchschnittliche Zinsrate für staatliche Kredite von 4,2 Prozent 2007 auf 1,5% im letzten Jahr gesunken ist. Anfang August dieses Jahres zahlen die Anleger für eine zehnjährige Bundesanleihe mit derzeit 0,4 Prozent drauf. Dadurch muss der Bund nach zehn Jahren für 1 € Anleihe nur 96 Cent zurückbezahlen. Das ist der Preis, den Anleihekäufer für den „sicheren Hafen“, den der Bund in unsicheren Zeiten bietet, zu zahlen bereit ist.

Vor allem die kleinen und mittleren Banken sowie die Sparkassen und Genossenschaften gehören zu den besonders großen Verlierern der EBZ-Politik mit Null- und Minuszinsen. Betroffen sind vor allem die Zinsgeschäfte und der für das operative Ergebnis der Banken hoch relevante Überschuss aus den Zinszahlungen auf die Einlagen gegenüber den Zinserträgen aus Kreditgeschäften (Zinsmarge).

Dagegen belegt eine Rechnung der DZ-Bank: Bei den **privaten Haushalten** addieren sich in den Jahren 2008 bis 2018 die realen Zinseinbußen aus Spareinlagen, Rentenzinseinnahmen und Versicherungen gegenüber dem „Normalzinsniveau“ auf netto 358 Milliarden Euro (die Zinersparnisse aus zinsgünstigeren Krediten abgezogen). Allein in diesem Jahr liegen schätzungsweise die Netto-Zinseinbußen bei knapp 54 Milliarden Euro. Zu den Verlierern gehören auch die Banken, die im letzten Jahr für ihre Einlagen bei der EZB über den Minuszins von 0,4% schätzungsweise 2,3 Mrd. € an Strafzinsen bezahlen mussten.

Politisch-ökonomische Überwindung des geldpolitischen Versagens: Aktive Finanzpolitik plus Abbau des Übersparens

Für die expansive Geldpolitik gilt. Sie angesichts der viel zu niedrigen Inflation und der Gefahr wegen anhaltenden Nachfrageschwäche in eine Deflation

umzuschlagen, unverzichtbar. Es geht darum, einerseits ihre Wirksamkeit herzustellen und andererseits die schädlichen Nebenwirkungen zu minimieren. Dies begreift die neoklassische „Mainstream Economics“ mit ihrer Fixierung auf sich selbst stabilisierende Märkte nicht. Der Grund für die Erfolglosigkeit liegt nicht im Konzept der Geldpolitik, denn das ist angemessen. Vielmehr ist die auf sich allein gestellte, monetäre Expansion komplett überfordert, die Sachinvestitionen durch verstärkte Kreditaufnahme in der Realwirtschaft anzukurbeln. Genau darauf zielt die mehrfach wiederholte Forderung nach einer ergänzenden aktiven Finanzpolitik durch Mario Draghi, auch bei der letzten EZB-Ratssitzung am 25. Juli 2019: Mit der Unterstützung durch die Finanzpolitik der Euroländer und der gesamten EU „kann die Geldpolitik mit weniger Nebenwirkungen und schneller ihr Ziel erreichen.“ Der Chef der „Allianz Global Investors“ bei der ALLIANZ SE unterstützt die EZB-Politik zutreffend: „Bisher haben die Notenbanker und Politiker nebeneinander gearbeitet, nicht miteinander. Lockere Geldpolitik stand gegen restriktive Haushalte, gerade in Deutschland. Im Nachhinein wurde zu wenig Geld investiert...

US-Ökonomen wie Paul Krugman fordern seit langer Zeit die Deutschen auf: Macht mehr Schulden! Wir waren dagegen, weil wir die Prinzipien des ehrbaren Kaufmanns hochhalten. Ehrbarer Kaufmann kann bleiben ...“ – gerade auch mit über ein verantwortungsvolles, schuldenfinanziertes Infrastrukturprogramm.

Die expansive Geldpolitik schafft es nur, der Zinsfalle zu entrinnen, wenn sie durch eine aktive Finanzpolitik mit Infrastrukturprogrammen sowie weiteren Maßnahmen zur Stärkung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auch durch eine expansive Lohnpolitik unterstützt wird. Die neue EU-Kommissarin von der Leyen ist gut beraten, die Geldpolitik der künftigen EZB-Präsidentin Lagarde durch die Flexibilisierung der viel zu engen Schuldenregeln und ein EU-Infrastrukturprogramm zu unterstützen: mit ökologisch und sozial nachhaltigen Projekten für eine starke Wirtschaftsentwicklung auch zugunsten der Sparerinnen und Sparer durch höhere Zinsen. Insoweit hat es die „Große Koalition“ mit ihrem Bundesfinanzminister in

der Hand, eine expansive Finanzpolitik zugunsten der Konjunktur und schließlich der nachhaltigen Entwicklung zu einzuleiten. Denn, die Schuldenbremse ist die Ursache für eine doppelte Fehlentwicklung: Durch den Verzicht auf die Kreditaufnahme für öffentliche Investitionen werden einerseits zukunftsrelevante

Infrastrukturinvestitionen in die Reparatur und Erneuerung vernachlässigt. Andererseits treibt der Staat die Renditen für Staatsanleihen in den Minusbereich. Gegenüber einer enorm wachsenden Nachfrage nach den als sicher geltenden Bundesanleihen wird mit der Schuldenbremse das Angebot dieses Finanzierungsinstrument reduziert. Daher ist es dringend geboten, die Bereitschaft, Anleihen zur

Finanzierung sinnvoller öffentlicher Projekte zu zeichnen, auch zu forcieren. Schließlich zahlt der Staat keine Zinsen, sondern erzielt auch noch Zinseinnahmen. Es gibt kein rationales Argument, sondern nur fundierte Kritik an dieser Politik der Verweigerung öffentlicher Finanzierung für an sich bereitwillige Kreditgeber.

Mit einer kreditfinanzierten Investitionsoffensive allein lässt sich jedoch nicht das **Übersparen**, also die gigantische Lücke zwischen dem viel zu hohen Sparen und den zu geringen Sachinvestitionen, abbauen. Die alte Lehrbuchweisheit von den Unternehmen, die die Ersparnisse der privaten Haushalte für die Finanzierung produktiver Investitionen abschöpfen, stimmt schon lange nicht mehr. Der Anteil des erwirtschafteten Einkommens, das nicht direkt volkswirtschaftlich verausgabt, also zum Sparen eingesetzt wird, nimmt auch forciert durch die Expansion der deregulierten Finanzmärkte seit Mitte der 1980er Jahr deutlich zu. Während die Sparvermögensbildung der privaten Haushalte 2017 mit 196 Mrd. € gestiegen ist, fallen die Sachinvestitionen dahinter auch wegen der erwarteten stagnativen Grundtendenz niedriger aus. Dazu beitragen haben nicht mehr nur die privaten Haushalte, sondern auch die produzierenden Unternehmen außerhalb der Institutionen des Finanzsektors. Diese Unternehmen sind in ihrer Gesamtheit selbst Sparer geworden. Dazu kommt seit 2014 auch noch der Staat, der, anstatt kreditfinanzierte Ausgaben zu tätigen, seine Überschüsse den Finanzmärkten als Vermögenanleger zur Verfügung stellt. Fazit: Die Geldanlagen von Staat und Unternehmen übersteigen bedrohlich die Kreditaufnahme. Zwangsläufige Folge sind die negativen Zinsen, also die Preise, die das Übersparen mit der unzureichenden Kreditnachfrage

irgendwie ins Gleichgewicht zu bringen versuchen und damit zur „neuen Normalität“ geworden sind. Die Determinanten des Übersparens lassen sich anhand der Finanzierungssalden der drei wichtigsten Sektoren der inländischen Wirtschaft spezifizieren: Die privaten Haushalte erhöhen jährlich ihr Sparvermögen. Nach Angaben der Deutschen Bundesbank betrug der Finanzierungsüberschuss – Differenz aus der Sachvermögensbildung und dem Sparen bei den privaten Haushalte - 2017 insgesamt 165,4 Mrd. €. Dagegen werden schon seit Jahren in Deutschland die Sparüberschüsse durch die anderen inländischen Sektoren nicht mehr abgeschöpft. So produzierte der Staat, der damit 2014 begonnen hatte, 2017 einen Finanzierungsüberschuss von 38,2 Mrd. €. Schließlich erzeugen auch die produzierenden Unternehmen (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) einen positiven Finanzierungssaldo (2017 74,4 Mrd. €) Gesamtwirtschaftlich fehlt es durch das Übersparen gegenüber den Sachinvestitionen an effektiver Nachfrage für die Realwirtschaft. Auch deshalb verweilt die Inflationsrate unterhalb der Zielnorm von “nahezu an, aber unter 2 Prozent“. Aus dieser saldenmechanischen Betrachtung ergeben sich drei Ansätze, das Übersparen gegenüber den Sachinvestitionen abzubauen: Zum einen weiten Staat und Unternehmen ihre kreditfinanzierten Sachinvestitionen aus. Zum anderen sind die Hauptquelle des Übersparens die privaten Haushalte mit der massiven Vermögenskonzentration. Gegen die heute stagnative Grundtendenz ist die Vermögensungerechtigkeit, durch die Einkommen zur Finanzierung des Massenkonsums und staatlicher Ausgaben fehlen, zu reduzieren.

Die wirtschaftliche Entwicklung wird erst dann an Expansionsdynamik gewinnen, und damit die Niedrigzinspolitik überflüssig, wenn das Übersparen gegenüber den realen volkswirtschaftlichen Ausgaben abgebaut wird. Dazu dienen einerseits steigende private und öffentliche Investitionen. Andererseits dämpft eine gerechtere Einkommens- und Vermögensverteilung das Sparen auf den Finanzmärkten.
