

Zinswende der Europäischen Zentralbank nicht in Sicht: Geldpolitik durch den Abbau des Übersparens mit aktiver Finanzpolitik und Vermögensdekonzentration komplettieren

Ein Beitrag zur Aufklärung über die Ursachen, Instrumente, Kollateralschäden und Möglichkeiten der Ergebnisoptimierung expansiver Geldpolitik: Wider populistische Vorurteile, „Fake News“ und Trugschlüsse!

Gliederung

1. Nullzinsen, Minuszinsen, Niedrigzinsen

Kasten 1: Ankaufprogramm PSSP vor dem EuGH und Bundesverfassungsgericht: Europäische Verfassungskrise nicht zu erwarten!

2. Fortgesetzte expansive Billig-Geldpolitik: Motive, Zielverfehlung, Nebenwirkungen

- *Die Wut der Spar-Opfer*
- *Staatsanleihen: Minusgeschäft für Anleger*
- *Im Normalfall: Aktien zu riskant, Immobilienmarkt kaum nutzbar*
- *Gesetzliches Rentensystem von den Finanzmärkten entkoppeln*

3. Die Rationalitätsfalle und die Begründung der Zielinflationsrate

- *Einzelwirtschaftlicher Frust und gesamtwirtschaftliche Rationalität*
- *Warum Zielinflationsrate „nahezu an, aber unter 2 Prozent“?*

4. Raus aus der Minuszinsfalle: Statt Helikoptergeld - im Gleichschritt monetäre und fiskalische Impulse

5. Kollateralschaden: Ungerechte Verteilungswirkungen der Geldpolitik

Kasten 2: Sinkende Profitabilität der deutschen Banken in der EZB-Falle

6. Geldpolitische Perspektive: Aktive Finanzpolitik plus Abbau des Übersparens

Kasten 3: Negative Zinsen – Folge des Übersparens: Notenbanken nicht Täter, sondern eher Erfüllungsgehilfe der Kapitalmärkte!

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. Angekündigt wurde der schrittweise Ausstieg aus der Politik der billigen Geldversorgung frühestens für Mitte 2020 allerdings unter folgender Bedingung: Wenn grundlegend die wirtschaftliche Schwäche im Euroraum, signalisiert durch die Inflationsrate deutlich unter 2 Prozent, nicht überwunden wird, dann ist auch diese Terminsetzung nicht mehr zu halten. Eine Verschiebung der Zinswende deutlich über Ende 2020 hinaus ist recht realistisch. Diese immer wieder revidierten Ankündigungen 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. Diese gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen werden die neue EZB-Chefin Christine Lagarde dazu zwingen, dem Draghi-Kurs, ob sie will oder nicht, treu zu bleiben. Auch die neue Präsidentin weiß schon vor ihrem Amtsantritt, dass die Macht der EZB die handelnden Personen beherrscht (**siehe Kasten 3: „Negative Zinsen – Folge des Übersparens: Notenbanken nicht Täter, sondern Erfüllungsgehilfe der Kapitalmärkte!**).

Zwar agierte auch schon in Zeiten ihres Präsidenten Jean-Claude Trichet (2003-2011) die EZB oftmals im Befehlston vor allem gegenüber den Regierungen, die auf Hilfe angewiesen waren. Durch seine Memoiren ist ein derart machtüberheblicher Brief Trichets an den damaligen spanischen Ministerpräsidenten Zapatero öffentlich geworden. Jedoch zeigt sich gegenüber dieser immer wieder beschworenen Macht der Notenbanken, auch die EZB wird durch die objektive Ohnmacht gegenüber Triebkräften des finanzmarktgetriebenen Kapitalismus, die sich die Realwirtschaft unterordnet, beherrscht. Notenbanken setzen weniger den Trend, vielmehr passen sich dem tendenziellen Zinsverfall an.

1. Nullzinsen, Minuszinsen, Niedrigzinsen

Es bleibt weit über 2019 hinaus bezogen auf die Wirtschafts- und Inflationserwartungen bei der Kombination von Nullzinsen, Minuszinsen und extremen Niedrigzinsen auf den Sparkonten sowie massiven Zinersparnissen bei den Staatsschulden (Abb. 1 und 2).

* 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.

* 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.

* Zwar ist das Programm zum Aufkauf von weiteren Vermögenswerten, das den Banken Liquidität zuführt, mit dem Volumen von über 2,6 Bio. € (Stand Juni 2019) Ende 2019 gestoppt worden. In diesem Bestand stecken maßgeblich bisherige Käufe von Staatsanleihen aus den Eurostaaten sowie von Unternehmensanleihen wie etwa Daimler AG, Nestlé, Deutsche Bahn, Vovonia oder Anheuer-Busch InBev. Allerdings werden 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. Durch

den Verzicht auf Nettozukäufe bleibt der Bestand unverändert. Auch bei diesem Instrument im Einsatz für die Liquiditätsschwemme könnte die EZB wieder zum Neukauf von Vermögenswerten von den Banken übergehen. Derzeit gilt die Regel: Die Notenbank kauft im jeweiligen Land maximal 30% an Staatsanleihen und 70% an Unternehmensanleihen. Zumindest für die Staatsschulden könnte diese Grenzmarke erhöht werden.

* 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.

Kasten 1:

Ankaufprogramm PSSP vor dem EuGH und Bundesverfassungsgericht: Europäische Verfassungskrise nicht zu erwarten!

Derzeit laufen die Verhandlungen wegen der **Klage beim Bundesverfassungsgericht** gegen das Unteraufkaufprogramm "Public Sector Purchase Programme (PSPP)" für Staatsanleihen und andere Wertpapiere des öffentlichen Sektors. Auf der Basis einer Klage hatte im Juni 2017 das Bundesverfassungsgericht Zweifel an diesem Programm geäußert. Die Kritikpunkte lauten: Es dürften bei der Bewertung nicht nur die Inflation und Zinsen berücksichtigt werden. Auch die Folgen für den Sparzins und die kapitalgedeckte Altersvorsorge müssten in die Bewertung einbezogen werden. Darüber hinaus würden möglicherweise die Kompetenzen der Mitgliedsstaaten zu stark eingeschränkt.

Die Klage wurde an den übergeordneten Europäischen Gerichtshof (EuGH) weitergereicht. Dieser hatte dann im Dezember letzten Jahres die Verfassungskonformität festgestellt. Das Bundesverfassungsgericht hat dagegen auf das Recht zur Überprüfung der Urteilsbegründung optiert. In der ersten mündlichen Verhandlung Ende Juli 2019 betonte der zuständige Gerichtspräsident des Zweiten Senats Andreas Voßkuhle, er nutze das Recht auf den auszulotenden „Anspruch auf Fehlertoleranz“, also schlichtweg auf die Kontrolle der tragfähigen Argumentation des EuGHs. Erkennbar ist die äußerst kritische Sicht des Bundesverfassungsgerichts zum EuGH-Urteil. Am ersten Verhandlungstag Ende Juli erklärte der Gerichtspräsident, es gäbe „gewichtige Gründe für die Rechtsauffassung der Kläger“, die davon ausgehen, dass dieses Programm gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung verstoße und damit über das Mandat der EZB hinausginge. Am Ende wird das Bundesverfassungsgericht wohl nicht auf Konfrontationskurs mit dem EuGH gehen und eine europäische Verfassungskrise vermeiden. Allerdings sind von dem Urteil durchaus **Vorschläge zu strengeren Regeln** für das Ankaufprogramm PSSP sowie zur Stärkung der Notenbanken der Euro-Mitgliedsländer bei diesen Geschäften zu erwarten. Denn es soll das Verbot einer direkten Schuldenfinanzierung über die EZB mit dem Aufkauf von Staatsschuldtiteln im Besitz der Banken klar verhindert werden.

2. Fortgesetzte expansive Billig-Geldpolitik: Motive, Zielverfehlung, 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 Zinsersparnissen 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 Sparbuchguthaben zu verdoppeln, zeigt von einer anderen Seite des Sparers 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 (vgl. Handelsblatt vom 8.8.2019: Grafik des Tages).

Dabei ist ein Ende der Zinsschmelze in den nächsten Jahren nicht in Sicht. Schrecken hat unlängst die Sparkasse Nürnberg mit der Entscheidung ausgelöst, längerfristige Sparverträge mit höheren Zinsen mangels Finanzierbarkeit zu kündigen.

Zu den Zinsverlusten kommen noch die von vielen Banken erhöhten Gebühren für die Kontenführung. Darüber hinaus verbreitet sich die Sorge, die derzeit von dreißig deutschen Banken bereits verlangten Strafzinsen – etwa 0,4 Prozent auf eine

Einlage ab 100 000 €, die im vornehmen Bankendeutsch als „Entgelt für die Einlagenverwahrung“ bezeichnet werden – könnten auf alle Sparerinnen und Sparer ausgeweitet werden. Da hilft der Verweis auf erträgliche Anlagealternativen der breiten Gruppe der Normalsparer wenig. Bei der Garantieverzinsung der Lebensversicherungen schlagen schließlich die niedrigen Renditen auf den Kapitalmärkten durch. Der derzeit geltende Garantiezins, den das Bundesfinanzministerium in Abhängigkeit von der Rendite für zehnjährige Bundesanleihen fixiert, liegt seit 2017 für Neuverträge nur noch bei 0,9 Prozent; er wird wohl bald weiter sinken.

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. Im Unterschied zu den realen Zinsverlusten auf Spareinlagen werden trotz der Minuszinsen Anleihen wegen ihrer Sicherheit nachgefragt. Diese Anlegerinnen und Anleger sind in dieser Minuszinswelt nicht nur Opfer, sondern auch Täter.

Im Normalfall: 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.

Nicht nur die Risiken bei der Vermögensbildung, auch der extreme, spekulativ angetriebene Preisanstieg von Immobilienkäufen mit Absturzgefahr verschließen den Zugang zu diesen Anlageformen für die Mehrheit der Sparerinnen und Sparer. Diese Überdimensionierung der Risiken bei Anlagen in Aktien und Immobilien erklären das aus der Entscheidungsnot erzwungene Festhalten an traditionellen Spareinlagen. Jüngste Daten der Deutschen Bundesbank belegen, trotz mickriger Zinsen und steigender Gebühren lässt die „Präferenz für Liquidität und risikoarm empfundene Anlagen“ das Sparkapital wachsen.

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.

3. Die Rationalitätsfalle und die Begründung der Zielinflationsrate *Einzelwirtschaftlicher Frust und gesamtwirtschaftliche Rationalität*

Aufklärung über die gesamtwirtschaftliche Notwendigkeit dieser Geldpolitik tut not. Was Sparerinnen und Sparer einzelwirtschaftlich-individuell als irrational wahrnehmen, 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 im-

mer wieder Vermögensverluste durch reale Zinssätze auf Spareinlagen gegeben. Kaufkraftverluste des Sparvermögens waren bereits in den 1970er Jahren und Anfang der 1990er Jahre die Folge negativer Realzinsen. Auch in den 2000er Jahren kam es im Eurosystem für Deutschland zum realen Vermögensverlust. Allerdings waren in früheren Phasen die nominalen Zinssätze gegenüber noch höheren Inflationsraten üppig. Die hohen Nominalzinsen haben über die allerdings noch höhere Inflationsrate hinweggetäuscht und so etwas wie eine Geldillusion über das Sparvermögen erzeugt. Schließlich gehört zur Aufklärungsarbeit über die Funktionsweise von freien Märkten, es gibt nun mal auch für Sparerinnen und Sparer keinen Anspruch auf eine Mindestverzinsung. Der Zins kommt nicht „vom Amt“ (EZB im Euroland), sondern wird originär durch die vermachteten Finanzmärkte bestimmt. Wie gesagt, 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.

Ziel der EZB-Politik ist es, die Bereitschaft, in der Realwirtschaft – auch in den ökologischen Umbau – zu investieren, zu stärken. Dreh- und Angelpunkt zur Bewertung der geldpolitischen Ausrichtung ist die gesamtwirtschaftliche Inflationsrate, mit der die wirtschaftliche Entwicklung bewertet wird.

Warum Zielinflationrate „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 konjunkturunabhängige 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. Erinnerungen an die Deflation Ende der 1920er Jahre in Deutschland mit einem Absturz der Großhandelspreise um

35 Prozent sowie die langanhaltende Deflation in Japan werden wach. 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. Jens Weidmann, der Präsident der Deutschen Bundesbank, hat Recht: „Im Kern stellt die Rate von 2 Prozent letztlich einen Kompromiss aus zwei gegenläufigen Zielen dar: Eine niedrige Inflationsrate hilft, die gesamtwirtschaftlichen Kosten der Inflation zu verringern. Diese entstehen vor allem dadurch, dass bei Inflation die Preise nicht mehr im selben Maße als Knappheitsindikator dienen können. Für Unternehmer oder Verbraucher ist es schwerer zu erkennen, ob eine Preissteigerung Folge einer gestiegenen Nachfrage oder eines gesunkenen Angebots ist oder ob der Preis lediglich in einer Welle vieler Preissteigerungen angepasst wurde.“ (FAZ vom 25. September 2015, Gerald Braunberger, „Die optimale Inflationsrate liegt nahe zwei und nicht bei null Prozent“) 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 lahmende 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.

4. Raus aus der Minuszinsfalle: Statt Helikoptergeld - im Gleichschritt monetäre und fiskalische Impulse

Ist deshalb die Geldpolitik gescheitert? Gibt es eine Alternative? Je länger die Politik der quantitativen Lockerung („Quantitative Easing“) durch die Ausweitung der EZB-Geldbasis nicht wirkt, umso intensiver wird darüber gestritten, ob das derzeitige Arsenal der Geldflutung ausreicht. In diesem Zusammenhang taucht verstärkt die Idee auf, das Geld direkt den Konsumentinnen und Konsumenten zukommen zu lassen. Die Idee des „Helikoptergeldes“ erfährt eine Renaissance. Der Ultramonetarist Milton Friedman hatte 1969 das bereits von John Maynard Keynes erwähnte Gedankenexperiment zur Geldversorgung jenseits der Banken einge-

bracht: Wenn über Kreditvergabe durch die Banken die gewollte Geldvermehrung bei der Wirtschaft nicht ankommt, dann keimt die Hoffnung auf, durch 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.

Der Einsatz von Helikoptern /Zeppeline ist eher ein Gleichnis für die direkte Verteilung von Zentralbankgeld oder den Staat an Konsumentinnen und Konsumenten. Aufgabe der Notenbank ist es, den Bürgerinnen und Bürgern Guthaben einzurichten. Ausbezahlt wird ein (leistungsloses) Kopfgeld außerhalb der Geschäftsbanken. Im März 2015 forderten 19 Hochschullehrer (u.a. Robert Skidelsky, Anne Pettifor, Josef Huber und Helge Peukert) die bisherige Politik der Geldvermehrung (QE: „Quantitative Easing“), die keine Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Produktion und Beschäftigung bringt, durch Arten des Helikoptergelds abzulösen: „Anstatt in die Finanzmärkte zu investieren, sollte das neue Zentralbankgeld besser für Regierungsausgaben (zum Beispiel für Investitionen in die Infrastruktur) verwendet werden; alternativ könnte man jedem EU-Bürger 19 Monate lang jeweils 175 Euro pro Monat überweisen, Geld, das man für Schuldentilgung oder Konsum einsetzen könnte. Durch die direkte Förderung von Ausgaben und Beschäftigung würde jeder dieser Wege mehr zum Erreichen der Ziele der EZB beitragen als das konventionelle QE“ (in: Financial Times vom 26. März 2015: „*Better ways to boost eurozone economy and employment*“). Auch aus der Bankenwelt riet die schwedische Nordea-Bank 2016, die EZB solle die Bevölkerung im Euroland über mehrere Jahre jeweils mit 1 300 € beglücken. Im Zeitalter der Digitalisierung sind viele andere Möglichkeiten der direkten Geldverteilung möglich.

Dabei gibt es auch einen Bezug zur umstrittenen „Modern Monetary Theory“, die vor allem in den USA diskutiert wird. Diese postkeynesianische Argumentation knüpft an die staatliche Theorie des Geldes von Georg Friedrich Knapp (1842 – 1926) mit seinem Hauptwerk „*Staatliche Theorie des Geldes*“ an, der der Begründer des Chartalismus ist. Hier resultiert der Wert des Geldes nicht aus dem Metalismus, sondern aus dessen sozialer Akzeptanz verbunden mit dem Staat und seinen Gesetzen. Staaten, die über eine eigene Währung verfügen, können das erforderliche Geld drucken. Die Kreditaufnahme wird zur Finanzierung der Ausgaben eingesetzt. Ausgaben werden nicht durch Steuern begrenzt, sondern nur durch die allerdings zu verhindernde Inflation. In den USA wird dieser Ansatz durch führende Mitglieder der Demokratischen Partei unterstützt (vor allem durch die populäre Abgeordnete Alexandria Ocasio Cortez). Ob sich die Idee für einen Nationalstaat auf die EURO-Gemeinschaftswährung übertragen lässt, muss noch geprüft werden. Jedenfalls handelt es sich am Ende um einen interessanten Versuch, gegenüber der nicht mehr als funktionsfähig erachteten Geldpolitik.

Derzeit ist die Forderung nach dem Helikoptergeld eher Ausdruck der Verzweiflung über eine nicht erfolgreiche Geldpolitik. Das weiß die EZB genau. Sie setzt daher auf eine allerdings unkonventionelle Verschärfung des Instrumentariums ihrer billigen Geldpolitik. Dabei ist, wie gesagt, die als konjunkturell ohne Schäden nicht reduzierbar interpretierte Zielinflationsrate von knapp zwei Prozent schon lange nicht mehr in Stein gemeißelt. In Kauf genommen werden auch über 2 Prozent hinausgehende Inflationsraten, wenn die Wirtschaft stabil ohne sich verstärkende Inflationserwartungen wächst. Denn die Furcht vor einer „säkularen Stagnation“ ist groß.

In Abb. 4 sind die für die „neue monetäre Welle“ in den nächsten Monaten durchaus zum Teil zu erwartenden Maßnahmen nach einer Grafik von Gabor Steingart aufgelistet. Mario Draghi ist mit seinem Instrumentarium der Produktion billigen Geldes ziemlich nahe am Helikopterkonzept, das er auch „sehr interessant“ findet: Selbst der komplette Schwenk von Nullzinsen für die Geldleihe der Banken auf durch die EZB ausbezahlten Zinsen an die Banken, die sich Liquidität besorgen (nominaler Minuszins), liegt im Bereich des Möglichen. Neue Ankäufe vor allem von Staats- und Unternehmensanleihen über den derzeitigen Bestand von mehr als 2,6

Billionen € (Stand Ende Juni) sind erwartbar. Bei diesen Vermögenskäufen könnten Anleihen von Banken, von Aktien und von EFTs hinzugenommen werden. Vorschläge zu steigenden Minuszinsen für Banken, die ihr Geld, statt Kredite zu vergeben, bei der EZB parken, sind bereits angesprochen worden. Um hier die Ertragsbelastungen der Niedrigzinspolitik vorrangig für kleine Banken zu reduzieren, soll eine Staffelung bis hin zu Freibeträgen realisiert werden. Eine Art Helikoptergeld stellt heute schon die geplante Ausweitung längerfristiger Kredite an die Geschäftsbanken zum Bagatellzins dar (GLRG: „Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte“, TLTROs: „Targeted longer-term refinancing operations“).

Jedenfalls betont der EZB-Präsident, das geldpolitische Arsenal sei noch lange nicht erschöpft. Dabei ist der Zweifel, ja, die Wut über die ausbleibenden durchschlagenden Erfolge, aber auch die Kollateralschäden groß. Die Geldvermehrung landet anstatt in der Finanzierung von privaten und öffentlichen Krediten auf den Aktienmärkten und treibt die Aktienkurse ohne realwirtschaftlichen Grund nach oben. Eine weitere Folge ist der anhaltende Preisanstieg für Wohn- und

Gewerbeimmobilien. Auf die Gefahr einer Immobilienblase mit Risiken für das Finanzsystems ist Ende Juli 2019 durch „Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB)“, dem übrigens Mario Draghi vorsitzt, hingewiesen worden. Und zu dieser Immobilienblase trägt die EZB mit ihrer Billiggeldversorgung bei.

5. Kollateralschaden: Ungerechte Verteilungswirkungen der Geldpolitik

Neben dieser Zielverfehlung sind allerdings auch die Umverteilungswirkungen dieser Geldpolitik zu nennen: 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 EZB-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 (siehe Kasten 2: Sinkende Profitabilität der deutschen Banken in der EZB-Falle“).

Kasten 2: Sinkende Profitabilität der deutschen Banken in der EZB-Falle

Empirische Studien der Deutschen Bundesbank und Berechnungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (Bafin) zeigen: Im Durchschnitt führt die Politik des billigen Geldes beim klassischen Zinsgeschäft zum **Verlust an Profitabilität**. Dabei sind vor allem kleinere Banken sowie die Sparkassen/Landesbanken und Genossenschaftsbanken besonders hart betroffen. Felix Huxfeld, der Bafin-Präsident, sieht die Gefahr, dass mit weiteren Zinssenkungen durch die EZB mehrere Banken vom Markt verschwinden werden bzw. in die Fusion gezwungen werden.

Die **EZB-Politik** beeinflusst vor allem das Zinsgeschäft, genauer gesagt, die **Zinsüberschüsse**: Den Zinseinnahmen, die die Banken aus dem Kreditgeschäft beziehen, stehen die Zinsaufwendungen durch das Einlagengeschäft gegenüber. Der klassische Überschuss aus den zinsabhängigen Geschäften der deutschen Bankinstitute ist seit der Finanzmarktkrise 2008 im Trend rückläufig: Anfang 2018 wird der Zinsüberschuss aus der Differenz der Zinserträge mit 165 Mrd. € und den Zinsaufwendungen zur Geldbeschaffung mit 80 Mrd. € auf 85 Mrd. € geschätzt. Wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß, der Anteil des Zinsüberschusses leistet den stärksten Beitrag zu den operativen Erträgen deutscher Banken. Dieser lag 2017 im Durchschnitt bei 69,5 Prozent. Durch den Abbau etwa der bisherigen Säule Investmentbanking bei den Großbanken wie der Deutschen Bank steigt die Relevanz der Nettoerlöse aus dem Zinsgeschäft. Bei den Sparkassen/Landesbanken wurden 2017 schon 73,9 Prozent und den Genossenschaftsbanken sogar 75,3 Prozent erreicht.

Die Wirkungen der Niedrigzinspolitik der EZB zeigen sich an folgenden **Stellschrauben**

des Zinsgeschäftes:

* Banken zahlen derzeit 0,4% an **Strafzinsen** für Einlagen bei der EZB. Sollte, wie angedeutet, der Zinssatz auf -0,5 Prozent erhöht werden, könnte die Belastung pro Jahr aller deutschen Banken von 2,3 auf 2,9 3 Mrd. € nach einer Berechnung des Bundesverbandes Deutscher Banken steigen. Besonders betroffen sind die Banken mit Spareinlagen, die diese oftmals bei der EZB parken müssen.

* Gegenüber den niedrigen Einlagezinsen sinken die Zinseinnahmen aus dem **Kreditgeschäft**. Alte Kredite werden durch zinsgünstigere neue Kredite abgelöst. Schließlich müssen Banken im Rahmen der Risikovorsorge aufpassen, Billigkredite nicht an Zombie-Unternehmen zu vergeben. Ohne die durch die EZB gewollten Niedrigzinsen wären diese Unternehmen endgültig tot. Die Sorge vor einer Zinswende, die diese in die Insolvenz stürzen würde, ist riesig.

* Bei Minusrenditen für **Staatsanleihen** im Portfolio einer Bank sinken die Erträge aus diesen Anlagengeschäften.

FAZIT: Die Banken sind gut beraten, eine aktive Finanzpolitik zur Wirksamkeit der Geldpolitik für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung und damit auch wieder höhere Zinssätze zu fordern.

Dagegen belegt eine Rechnung der DZ-Bank: Bei den **privaten Haushalten** addieren sich in den Jahren 2008 bis 2018 die realen Zinseinbußen aus Spareinlagen, Rentenpapieren 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. Nach Angaben des Bundesfinanzministeriums trifft dies besonders die kleinen und mittelgroßen Banken hart. Der Versuch der Überwälzung dieser Kosten über erhöhte Gebühren belastet am Ende nochmals die Sparerinnen und Sparer. Nach einer Berechnung der FMH-Finanzberatung bezahlen heute auf der Basis eines Vergleichs von rund 1 300 Geldinstituten mit mehr als 3 560 Girokonten die Kunden 6 Euro monatlich im Durchschnitt für das Gehaltskonto gegenüber 5,47 € vor etwa einem Jahr.

Seit Jahrzehnten ist vor allem auch durch die US-Notenbank auf die massiven Umverteilungswirkungen dieser expansiven Geldpolitik hingewiesen worden. In der EZB war dies allerdings offiziell nie ein Thema. Dabei gehören zu den Niedrigzinsgewinnlern auch die Anleger auf den Aktienmärkten sowie die Immobilieninvestoren. Heute erschwert die verständliche Wut über diese Ungerechtigkeit die Akzeptanz der Niedrigzinspolitik. Denn Gegenmaßnahmen sind nicht ergriffen worden. Dabei hätte allein der Staat über schuldenfinanzierte Ausgaben durchaus einen Beitrag zur Rückverteilung leisten können.

6. Geldpolitische Perspektive: Aktive Finanzpolitik plus Abbau des Übersparens

Und dennoch bleibt es dabei, gesamtwirtschaftlich ist diese expansive Geldpolitik angesichts der viel zu niedrigen Inflation infolge der mittelfristig anhaltenden Nachfrageschwäche unverzichtbar. Jetzt geht es darum, einerseits ihre Wirksamkeit herzustellen und andererseits die schädlichen Nebenwirkungen zu minimieren.

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.“ In einem Interview im „Handelsblatt“ am 08.08.2019 fügt der Vorgänger von Draghi, Jean-Claude Trichet, drei Politikbereiche hinzu, die die EZB allein gelassen hätten: „Finanzpolitik, strukturelle Reformen und Verhalten der Sozialpartner“. Die EZB hätte „selbst zweifellos am meisten geleistet, während die anderen drei Bereiche vernachlässigt wurden“. Endlich sollten die anderen Akteure aktiver werden, „sonst werden wir die nächste tiefe Krise erleben.“

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-Öko-

nomen 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 Sparerrinnen 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 Zins-einnahmen. 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. Im Kasten 3 werden die Ursachen und Folgen des gesamtwirtschaftlichen „Übersparens“ beschrieben: Die alte Lehrbuchweisheit von den Unternehmen, die die Ersparnisse der privaten Haushalte

für die Finanzierung produktiver Investitionen abschöpfen, stimmt schon lange nicht mehr (vgl. Gerald Braunberger „Negativzinsen sind Ausdruck von zu viel Sparen“, in der FAZ vom 09. 08.2019“) : 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. 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 Vermögenseinleger 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 (Joachim Fels der Fondgesellschaft Pimco).

Kasten 3: **Negative Zinsen – Folge des Übersparens:**

Notenbanken nicht Täter, sondern eher Erfüllungsgehilfe der Kapitalmärkte!

Seit Anfang der 1980er Jahre ist der Trend zum **Verfall der langfristigen Zinsen/ Renditen** (Grafik) beobachtbar. Der Rückgang der Inflationserwartungen und damit die Aufschläge für den Risikoausgleich können diesen Trend allein nicht erklären. Es ist das „**Übersparen**“: Die Geldvermögensbildung ist viel schneller als deren Einsatz für Sachinvestitionen gewachsen. Neben dem demografisch-altersbedingten Zuwachs an Sparen und dem Rückgang der Sachinvestitionen auch durch kapitalsparenden technischen Fortschritt im Zuge der Digitalisierung sind es die folgenden Einflüsse: Die Zuwächse in den oberen Vermögensklassen und damit die **Vermögenskonzentration** hat das Sparvermögen (2016: 185 Mrd. €, 2017: 196 Mrd. €) anwachsen lassen. Dagegen ist die Verwendung der erwirtschafteten Einkommen für Sachinvestitionen rückläufig. Die **unternehmerischen Renditeerwartungen** für Sachinvestitionen sind gesunken. Es droht das Gespenst einer „säkularen Stagnation“ (Alvin Hansen 1938 / Paul Krugman 2011/ Lawrence Summer 2013) mit folgenden Eigenschaften: Geringes Wirtschaftswachstum, flache Inflation, niedrige Zinsen, hohe Pro-Kopf-Einkommen, spekulative Finanzmärkte. Zugleich wachsen durch die explosiv wirkende Öffnung der Finanzmärkte im Zuge der

Deregulierungen („Big Bang“ am Londoner Finanzplatz am 27. 19. 1986 von Maggy Thatcher) die zwar riskanten, aber höheren Renditechancen für Finanzmarktprodukte gegenüber der Realwirtschaft. Dazu hat auch noch der Staat mit seiner Ideologie der gesamtwirtschaftlich katastrophal wirkenden Nullverschuldung über unzureichende öffentliche Investitionen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage um ein Vielfaches reduziert.

Es sind diese Marktbedingungen für Zinsen, der Überschuss an Sparvermögen gegenüber der Abschöpfung durch Kredite, also das Regime des Übersparens, die die Notenbankpolitik zur Minuszinspolitik zwingen. Deshalb reicht die Geldpolitik unterstützende **expansive Finanzpolitik** nicht aus, wenigstens die öffentlich-investitive Nachfrage zu stärken. Hinzukommen muss eine Vermögensdekonzentration, also eine Politik für gerechte Einkommens- und Vermögensverteilung.



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 Übersparen 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 stark 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.

Thesen – kurzgefasst

1. Die Europäische Zentralbank hat erfolgreich die Eurokrise, die sich Mitte 2012 zuspitzte, mit den drei magischen Worten an die weltweit aktiven Anti-Euro-Spekulanten verhindert: „What ever it takes!“ – die EZB „wird alles Notwendige tun“ (am 26. Juli 2012 in London vor einer Investorenkonferenz).

2. Die expansive Geldpolitik mit dem Null-Leitzins ist gegenüber der wirtschaftlichen Nachfrageschwäche, die sich in der Inflationsrate deutlich unterhalb der konjunkturunabhängigen Zwei-Prozentmarke zeigt, unter den gegebenen Bedingungen alternativlos.

3. Mandat und Instrumente dieser Geldpolitik sollten jedoch nach den bisherigen Erfahrungen präzisiert werden:

- Die bisher unerschütterlich geltende Inflationszielmarke von „unter, aber nahe zwei Prozent“ sollte flexibler symmetrisch ausgerichtet werden.

Wie Mario Draghi am 25. Juli 2019 ankündigte: Symmetrisch heißt, da die Inflationsmarke eine längere Periode deutlich unterschritten wurde, kann künftig eine Zeit lang auch das Inflationsziel darüber liegen, um im Mittel 2 Prozent zu erreichen.

- Die Regeln zum Aufkauf von Anleihen müssen transparenter gemacht und geldpolitisch zielgenauer eingesetzt werden.

- Bei den Strafzinsen auf Einlagen der Banken bei der EZB ist eine Staffelung über Freibeträge auch zugunsten kleiner Banken sowie der Sparkassen und den Volksbanken zu empfehlen.

- Die gezieltere Transmission der Geldpolitik nach Regionen über die konditionierten Kreditprogramme (TLTRO, deutsch GLRG: „Gezielte Langfristige Refinanzierungsgeschäfte“).

4. Theoretisch und empirisch ist klar: Aus eigener Kraft kann die Notenbankpolitik den geldpolitischen Erfolg nicht herstellen. Sie muss durch eine expansive Finanzpolitik komplettiert werden. Die starke Nachfrage nach Bundesanleihen, an denen der Staat derzeit verdient, weisen auf den finanziellen Spielraum durch öffentliche Schuldenaufnahme.

Schuldenbremsen auf der EU-Ebene und die Nullverschuldung, ja, aktuell Haushaltsüberschüsse in Deutschland lassen die Geldpolitik ins Leere laufen. Dagegen sind öffentliche Infrastrukturprogramme die richtige Antwort.

5. Der im Trend seit Mitte der 1980er Jahre zu beobachtende Fall der Einlagenzinsen und Anleiherenditen, dem auch die Notenbank unterliegt, ist das Ergebnis eines **Übersparens** (siehe Kasten 3): Dem durch die Vermögenskonzentration getriebenen Sparen auf den Finanzmärkten stehen viel zu geringe Sachinvestitionen gegenüber. Zum einen muss die expansive Geldpolitik auch durch öffentliche Sachinvestitionen gestärkt werden. Zum anderen bedarf es einer Dekonzentration der Vermögen durch Umverteilungspolitik. Zusammen mit einer expansiven Geldpolitik bietet die Umverteilung Ansatzpunkte gegen die Tendenz der Stagnation, ein ökologisch fundiertes Wirtschaftswachstum auch wieder mit angemessenen Zinssätzen auf die Einlagen zu erreichen.

6. Diese Wahrheit gilt es endlich auszusprechen: Bei einer optimal abgestimmten expansiven Geld- Fiskalpolitik wird zwar die Wirtschaftsentwicklung gestärkt. Jedoch ist mit einem Ende des Minuszins-Regimes allein schon wegen des gesellschaftlich schwer durchzusetzenden Abbaus des Übersparens durch eine gerechtere Einkommens- und Vermögensverteilung in den nächsten Jahren nicht zu rechnen.

Rat an die EZB: Statt päpstlicher Geheimnistuerei sollten gegen den Akzeptanzverlust, den bedrohlichen Populismus und die kursierenden Verschwörungstheorien die Bürgerinnen und Bürger über die nicht immer einfachen Zusammenhänge verstehbar informieren!

Abb. 1: Leitzins und Einlagenzins der Europäischen Zentralbank
 Fortsetzung der Null-/Minuszinspolitik über 2019 hinaus!

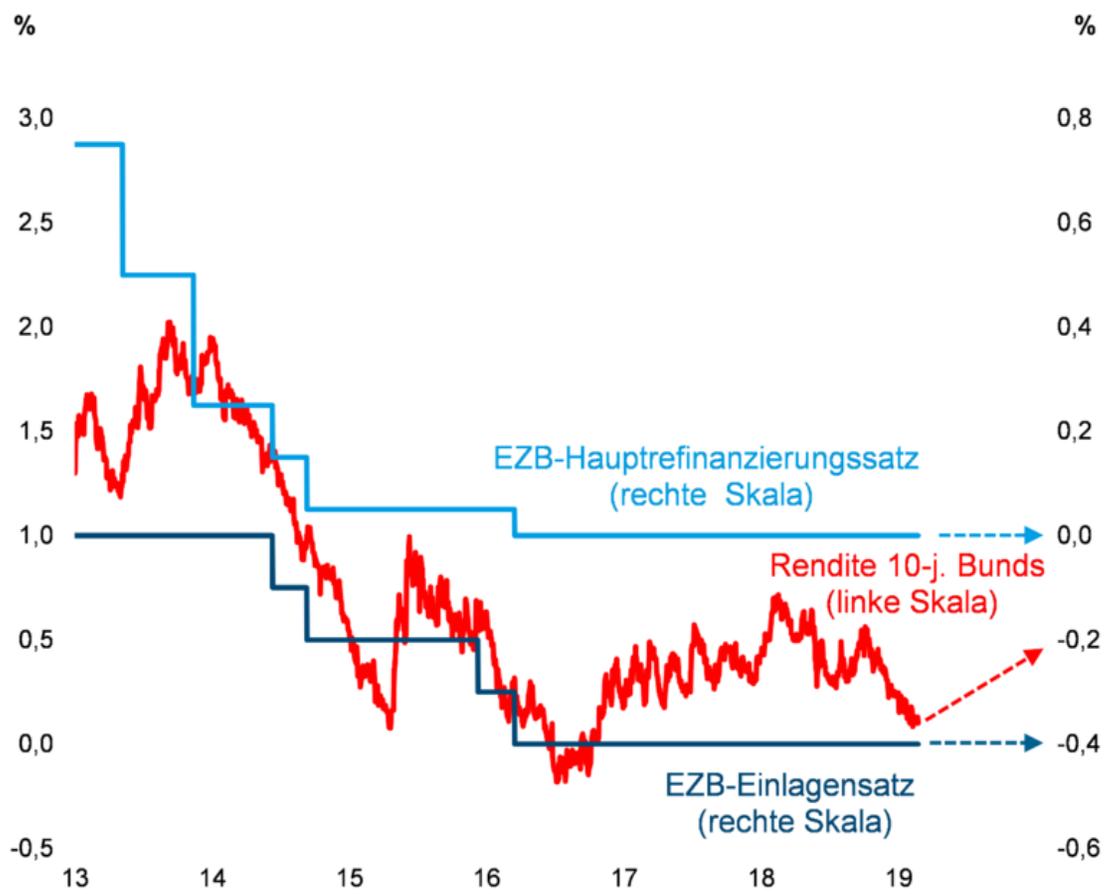


Abb. 2: Inflationsrate und 5-jährige Inflationserwartungen in 5 Jahren in der Eurozone
Niedrige Inflationserwartungen über 2019 hinaus



Abb. 3: Entwicklung der Realzinsen in Deutschland 1967 - 2015

Frühere Phasen der Kaufkraftverluste des Sparvermögens durch negative Realzinsen

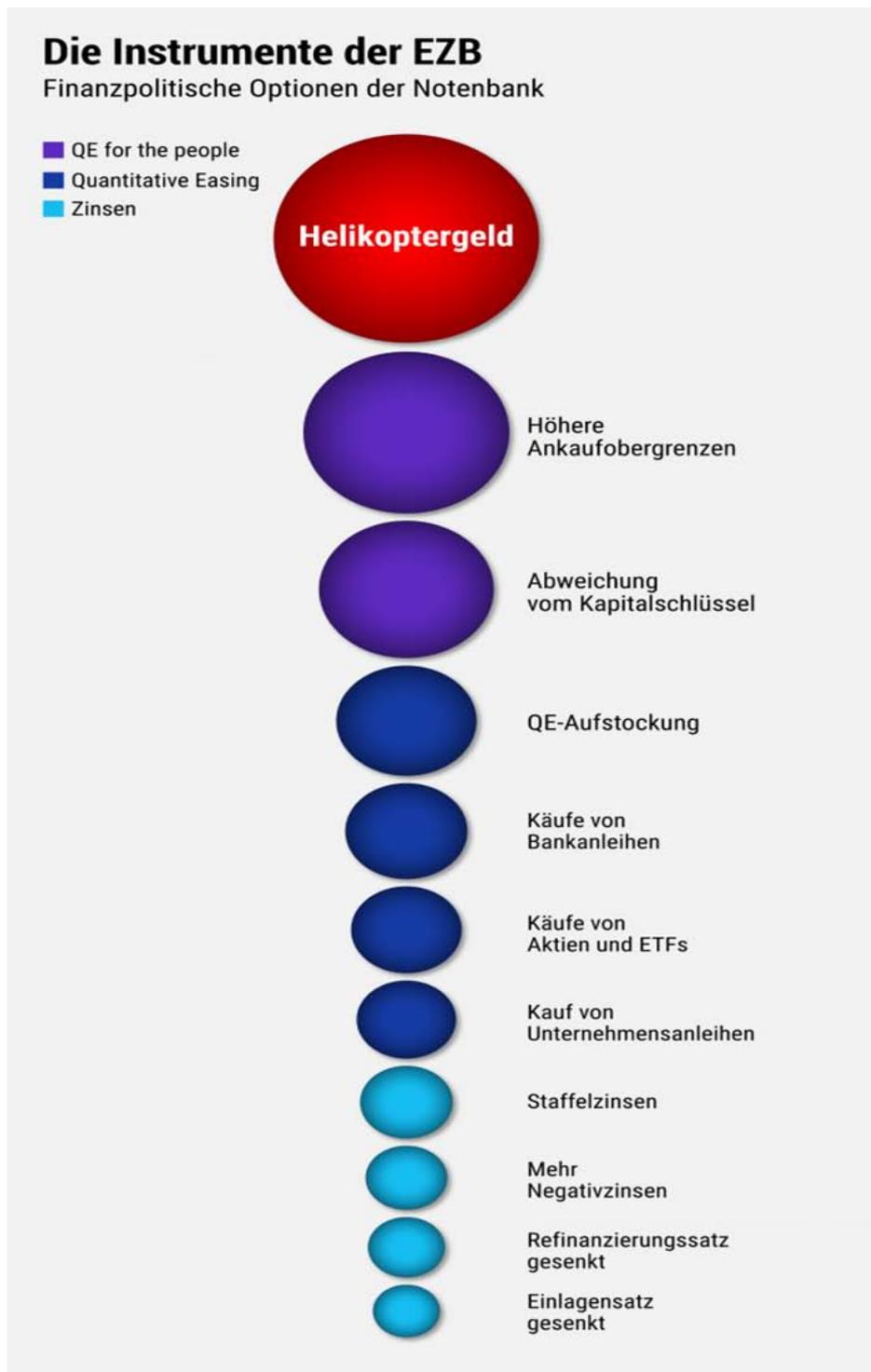


Abb. 4: *Annäherung an*

das Helikoptergeld Potenzial zur Verschärfung geldpolitischer Instrumente
(Gabor Steingart, Morning Briefing am 29.7.2019
Grafik aus der Börsen-Zeitung vom 26.07.2019)