

## Gelddrucken oder *quantitative easing for the people*?

Deflationsbekämpfung ist zum Glück auch mit anderen Mitteln als mit Niedrigstzinspolitik oder dem massiven Aufkauf von Anleihen jeder Art möglich.

Das vorrangige Ziel der EZB ist die Gewährung der Preisstabilität.<sup>1</sup> Diese eindeutige Fokussierung auf Preisstabilität ist keineswegs typisch für die Aufgaben von Notenbanken. Die Fed in den USA zum Beispiel soll für Vollbeschäftigung, Preisstabilität und moderate Langfristzinsen sorgen.<sup>2</sup> Die EZB steht damit in der Tradition der Bundesbank, die ausschließlich für Preisstabilität zu sorgen hatte. Neben dem Primärziel Preisstabilität, dem sich alles andere unterzuordnen hat, soll die EZB laut EU Verträgen aber auch die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union unterstützen, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Preisstabilitätsziels möglich ist.<sup>3</sup>

Wer hier in Deutschland groß geworden ist, wird spontan die Stirn runzeln über die auf den ersten Blick widersprüchlichen Aufgaben der Fed. Sind Vollbeschäftigung und Inflation nicht Gegensätze? Könnte man nicht auf den Gedanken kommen, die Preisstabilität zugunsten von Vollbeschäftigung zu opfern? Nun darf man freilich nicht simplistisch Vollbeschäftigung mit Null Prozent Arbeitslosigkeit gleichsetzen. In den USA werden die beiden Ziele Beschäftigung und Inflation als Einheit gesehen, weil man davon ausgeht, dass es normalerweise nur dann zur Inflation kommt, wenn die Wirtschaft überhitzt, also wenn die Nachfrage nach Arbeitskräften nicht erfüllt werden kann. Im Gegenzug geht man davon aus, dass es bei Unterbeschäftigung in der Tendenz zu sinkenden Preisen kommt.

Inflation wird zwar gern als rein monetäres Phänomen bezeichnet. Das ist aber zu stark vereinfacht. Monetär heißt traditionell, dass die Geldmenge bei gegebener Gütermenge steigt und so der Wert des Geldes im Vergleich zu der Gütermenge sinkt. Bildlich gesprochen, zuerst gibt es 100 Güter denen 100 Geldeinheiten zur Verfügung stehen. Daraus leitet sich ein Preis von 1 Geldeinheit pro Gut ab. Wenn sich die Geldmenge verdoppelt, verdoppeln sich anhand dieser Darstellung auch die Preise. In der echten Wirtschaft kommt es aber nur dann zu einer Verdoppelung der Preise, wenn die erhöhte Geldmenge tatsächlich ausgegeben wird und auf ein starres Angebot trifft. Dann übersteigt die Nachfrage das Angebot und die Preise steigen.

Wenn aber die Menschen das zusätzliche Geld nicht ausgeben oder wenn in der Wirtschaft ausreichende Kapazitäten brachliegen, steigen die Preise normalerweise nicht. Die Ausnahme sind Zeiten während derer die Inflationserwartungen stärker sind als die Kräfte von Angebot und Nachfrage in der Realwirtschaft. Während der Stagflation der 1980er Jahre zum Beispiel stiegen die Preise, obwohl die Kapazitäten der Wirtschaft nicht ausgelastet war und hohe Arbeitslosigkeit herrschte. Wenn die Menschen fest davon ausgehen, dass die Inflation hoch bleiben wird, werden sie prophylaktisch auf Lohnerhöhungen drängen und die Güterpreise anheben.

---

<sup>1</sup> Artikel 127 AEU Vertrag

<sup>2</sup> <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm>

<sup>3</sup> Artikel 127 AEU Vertrag

Während bei der Bekämpfung von Inflation Notenbanken inzwischen so viel Glaubwürdigkeit aufgebaut haben, dass sie mit symbolischen Zinserhöhungen ihre Entschlossenheit demonstrieren können, damit die Erwartungen weiter fest verankert lassen und so tatsächlich die Inflation im Zaum halten, gelingt ihnen das bei der Deflationsbekämpfung nicht so gut. In den USA war die Fed recht erfolgreich, allerdings auch dort nicht mit Signalschritten sondern mit harten Maßnahmen. Die Fed hat zunächst die kurzfristigen Zinsen binnen einem Jahr um 5 Prozentpunkte gesenkt und im Anschluss über den massiven Ankauf von Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und verbriefter Hypothekenkredite auch die langfristigen Zinsen in den Keller getrieben.

Dies wirkte stimulierend auf die Wirtschaft, weil einerseits die Banken aufgrund von Zwangsrekapitalisierung ausreichend Eigenkapital hatten, um Kredite zu vergeben, weil sich zudem die großen Unternehmen in den USA hauptsächlich mit Unternehmensanleihen finanzieren, deren Zinsen ebenfalls durch die Fed gedrückt wurden, und noch viel wichtiger, weil in den USA niedrige Zinsen auch schnell den Haushalten zu Gute kommen. Die meisten Haushalte wohnen in ihren eigenen vier Wänden, die sie mittels Hypothekendarlehen finanziert haben. Diese sind zwar langfristig finanziert, aber anders als in Deutschland haben die Kreditnehmer das Recht den Kredit jederzeit ohne Vorfälligkeitsentschädigung zu kündigen und zu den niedrigeren Zinsen zu refinanzieren. Die Hypothekenzinsen sind in den USA um fast die Hälfte gesunken. Ob man bei einem Monatseinkommen von z.B. 2.000 Dollar 500 Dollar Zinsen oder 300 Dollar Zinsen zahlt, macht eine drastische Steigerung des zum Konsum verfügbaren Haushaltseinkommens aus. Auch in Großbritannien sind die meisten Haushalte Eigentümer ihrer Immobilie und auch dort sind die Hypothekenzinsen variabel, so dass bei einer Zinssenkung auch in der breiten Masse der Bevölkerung erheblich zusätzliche Kaufkraft entsteht.

In Kontinentaleuropa sind viel weniger Menschen Immobilieneigentümer. In Deutschland sogar nur 44%. Zudem werden Immobilien über festverzinsliche Hypothekendarlehen finanziert, die man nicht bei sinkenden Zinsen umschulden kann. Somit erhöhen sinkende Zinsen in der Eurozone nicht das verfügbare Einkommen der Haushalte.<sup>4</sup> Oft erfordern im Fall von privater Altersvorsorge niedrige Zinsen sogar eine höhere Sparquote, um das Rentenniveau halten zu können. Außerdem finanzieren sich Unternehmen viel weniger direkt über den Kapitalmarkt. Und schließlich wurden die Banken nicht zwangsrekapitalisiert und sind daher immer noch zu schwach auf der Brust, um ihr Kreditvolumen deutlich auszuweiten. Es bleibt abzuwarten, ob die mittels expansiver Geldpolitik erzeugte Abwertung des Euro letztlich zu einer Belebung der Wirtschaft und zu der gewünschten Inflationsrate führen wird.

Während also selbst drastische Maßnahmen, wie das Fluten der Märkte mit Liquidität und langhaltende massive Aufkäufe von Wertpapieren (*quantitative easing*) bislang auf den Gütermärkten nicht zu der gewünschten Preiserhöhung führen, scheinen die Finanzmärkte bereits wieder zu überhitzen. Die Preise auf den Aktienmärkten haben Rekordstände erreicht, die Immobilienpreise in deutschen Städten sind binnen vier Jahren um über 25% gestiegen. Bei einem Drittel der Kredite in den Städten mit den dynamischsten

---

<sup>4</sup> cf Muellbauer (2014)

Immobilienmärkten werden inzwischen sogar wie in den USA auf dem Höhepunkt der Blase, mehr als 100% des Immobilienwertes als Kredit ausgereicht.<sup>5</sup> Auch bei den gehebelten Unternehmensfinanzierungen sieht man inzwischen wieder dieselben Übertreibungen wie kurz vor der Finanzkrise. Die Kreditsummen sind schon wieder so hoch, dass sie bei einer Normalisierung der Märkte den Unternehmenswert übertreffen könnten und die Kreditverträge sind genau wie in den Monaten vor der Krise wieder frei von jeglichen Fußangeln für den Kreditnehmer.

Die Notenbanken versuchen also überall auf der Welt mit aller Macht die Akteure dazu zu bringen, sich wieder stärker zu verschulden. So als ob wir nicht inzwischen verstanden hätten, dass übermäßige Verschuldung ein enormes Risiko für die Stabilität der Finanzmärkte und für die Wirtschaftsentwicklung allgemein darstellt.

### **Helikoptergeld – QE for the People**

Angesichts der zweifelhaften Wirksamkeit von Niedrigzinspolitik und *quantitative easing* sowie der augenscheinlich gravierenden Risiken und Nebenwirkungen müsste eigentlich die Fiskalpolitik die notwendige zusätzliche Nachfrage schaffen, um die Wirtschaft wieder zu stimulieren und die Deflationsrisiken abzuwenden. Da viele Staaten aber so hohe Schulden aufgetürmt haben, dass die Bürger fürchten, zusätzliche Schulden müssten zwangsläufig zu Steuererhöhungen führen<sup>6</sup> und daher die Wirkung von *deficit spending* vielleicht so ins Gegenteil verkehrt werden könnte und da sich zudem die Politik über die Schuldenbremse die Hände gebunden hat und somit die alleinige Last der Bekämpfung von Deflationsgefahren der EZB zukommt, lohnt es sich über geldpolitische Alternativen nachzudenken.

In den plastischen Beispielen, anhand derer volkswirtschaftlichen Laien klar gemacht wird, warum Geldpolitik so wichtig ist, wird immer die Druckerpresse angeworfen und den Wirtschaftssubjekten mehr Geld zur Verfügung gestellt.<sup>7</sup> Selbst die großen Antipoden der Volkswirtschaftslehre, Keynes und Friedman waren sich einig, dass man zur Bekämpfung einer Deflation Geld unter das Volk bringen müsse. Und dabei meinten die beiden nicht Banken zu subventionieren, indem ihnen die Refinanzierung verbilligt wird, sondern ein echtes Anwerfen der Druckerpresse und ein Verteilen von echtem Geld. Keynes wollte es in Flaschen abfüllen und in alten Kohleminen vergraben. Friedman schlug vor, es einfach mit dem Hubschrauber abzuwerfen.

Auch prominente Ökonomen aus jüngerer Zeit, allen voran Ben Bernanke,<sup>8</sup> haben diese Idee propagiert. Bernanke verspricht in einer seiner ersten Reden bei der Fed (2002b), dass er alles tun wird, damit es in den USA nie wieder Deflation geben wird und erwähnt dabei Friedmans Helikopter. Diese Rede hat ihm den Spitznamen *helicopter Ben* eingebracht. In seiner berühmten Rede in Japan (2003) über die dortigen Deflationsprobleme zeigt er, wie ernst er diese Idee wirklich meint. Er macht sehr konkrete Empfehlungen,

---

<sup>5</sup> AFS (2015) S. 29 und S. 31

<sup>6</sup> Ricardianische Äquivalenz heißt dies Phänomen in der Volkswirtschaftslehre

<sup>7</sup> wie Paul Krugmans Lieblingsgeschichte über die Babysitting Genossenschaft in Washington, ein wunderbares Beispiel zur Wirksamkeit von Geldpolitik. Krugman (2012), S. 26ff

<sup>8</sup> Bernanke (2002b) und (2003)

wie eine solche Helikopter Politik praktisch implementiert werden sollte: Der Japanische Staat solle den Haushalten Geld schenken (z.B. über Steuererleichterungen). Dafür solle er sich verschulden. Diese Schulden sollten dann von der japanischen Zentralbank aufgekauft werden und für immer gehalten werden. Damit entstehen für den Staat keine Zinslasten<sup>9</sup> und keine Rückzahlungsverpflichtung. Monetisierung der Staatsschuld wird dieser Vorgang auch genannt. Bernanke äußert diese Vorschläge nicht als hypothetisches Gedankenspiel sondern fordert die japanische Regierung und Zentralbank *for the sake of the world's economy and as well as Japan's*, das Deflationsproblem mit aller Entschiedenheit zu beenden.

Auch für Europa werden diese Forderungen immer lauter gestellt. Adair Turner, ehemaliger Chef der britischen Bankenaufsicht, ist wahrscheinlich der momentan prominenteste Vertreter.<sup>10</sup> Auch er macht sich seit einiger Zeit stark dafür, dass die Zentralbanken Geld drucken und dies der Regierung zur Verfügung stellen, damit diese es den Bürgern schenken kann oder damit Infrastrukturprojekte finanziert. Turner nennt dies offene Staatsfinanzierung.

Selbst so orthodoxe moderne Monetaristen wie Michael Woodford sprechen sich inzwischen für eine enge Koordinierung von Fiskalpolitik und Geldpolitik aus, damit der Staat sich ohne negative Folgen verschulden kann. Woodford nennt dies zwar nicht Helikoptergeld oder offene Staatsfinanzierung, sagt aber deutlich, dass der ökonomische Inhalt seines Vorschlags identisch mit dem von Turner ist, nur die Verpackung eine andere.<sup>11</sup>

Es mag verschiedene Gründe geben, warum diese Form der Geldpolitik spontan so viel Stirnrünzeln hervorruft. War das ungezügelte Drucken von Geld nicht eine List von Mephisto im Faust II, um den Staat ins Wanken zu bringen? Haben wir nicht in Weimar, Zimbabwe und anderen unverantwortlichen Regimes gesehen, dass solch eine Politik unweigerlich zur Hyperinflation führen muss? Sind Politiker nicht von Natur aus auf kurzfristige Erfolge aus, nur die eigenen Wiederwahl im Blick und ohne Verantwortungsbewusstsein für Langfristfolgen? Würde man mit der Enttabuisierung von Gelddrucken nicht eine noch verantwortungslosere eigennützige Kurzfristpolitik fördern? Würde man nicht das Vertrauen in die Stabilität des Geldes ruinieren? Geld hat ja nun einmal keinen intrinsischen Wert. Ist es nicht ausschließlich gewählten Regierungsvertretern vorbehalten, Transfers an die Bevölkerung auszugeben oder gar Infrastrukturausgaben zu finanzieren? Geht es also eindeutig um Fiskalpolitik? Handelt es sich nicht gar um umverteilende Maßnahmen? Und wenn ja, dann darf die Notenbank doch unter keinen Umständen anfangen Umverteilung zu betreiben?

All dies sind berechtigte Fragen. Was ist die Rolle einer Notenbank, was soll sie eigentlich tun? Hier in Deutschland meinen wir intuitiv, die Bundesbank sei nur ein Art Inflationwächter gewesen, der im Fall der Überhitzung mit einer Zinserhöhung auf die

<sup>9</sup> er zahlt die Zinsen an die Nationalbank und diese schüttet sie als Dividenden wieder an den Staat aus. Dies ist überall so, wo die Notenbanken Staatsanleihen gekauft haben

<sup>10</sup> in vielen Reden und Schriften. zB Turner (2013). Andere Stimmen sind z.B. Martin Wolf (2014), S. 330, Willem Buiter (2014), Simon Wren-Lewis (mainly macro blog 20.01.2015, <http://mainlymacro.blogspot.de/2015/01/when-central-bank-losses-matter.html>), Muellbauer (2014)

<sup>11</sup> seine Position ist kurz zusammengefasst und leicht verständlich in Reichlin, Turner, Woodford (2013)

Bremsen zu treten habe. Dies verkennt, dass Zinspolitik schon immer nicht nur bremst sondern auch stimuliert, sobald nämlich die Zinsen wieder gesenkt werden. Auch die Bundesbank hat bei einer Abkühlung der Konjunktur die Zinsen gesenkt, um die Wirtschaft wieder in Gang zu bringen.

Und vor allen Dingen verkennt diese Sicht, dass Zinspolitik niemals neutral ist. Auch mit Zinspolitik greift eine Zentralbank in die Vermögen und Einkommen der Menschen ein. Auch hier findet schon immer Umverteilung im großen Stil statt. Bei einer Senkung der Zinsen profitieren Banken, die sich billig refinanzieren können und in der Regel diese gesunkenen Kosten nicht voll an ihre Kunden weitergeben, sondern so ihre Gewinne steigern. Es profitieren die Besitzer großer Vermögen, weil der Wert von Aktien, Unternehmen und Immobilien ansteigt, wenn die Zinsen sinken. Menschen, die konservativ für ihre Rente sparen, verlieren Zinseinkünfte und müssen daher mehr sparen.

Mit der extremen Niedrigzinspolitik der EZB ist das Unwohlsein über Verteilungseffekte von Geldpolitik auch in der breiten Bevölkerung angekommen. Nur, diejenigen, die der Bundesbank nachtrauern, sollten sich klar machen, dass diese Verteilungseffekte immer entstehen, sobald man Geldpolitik macht und auch bei der Bundesbank schon vorhanden waren.

Die momentane Geldpolitik der großen Notenbanken birgt also nicht nur Risiken für die Stabilität der Finanzmärkte, weil sie neue Blasen fördert, sondern sie ist auch verteilungspolitisch kritisch zu sehen. In Ländern wie Deutschland, wo die breite Bevölkerung nicht in Wohneigentum lebt und wo selbst die wenigen verschuldeten Hausbesitzer nicht von einer Zinssenkung profitieren, führt die derzeitige Geldpolitik durch die Aufblähung von Vermögenspreisen zu einer weiteren Verschärfung der Vermögenskonzentration.

Im Vergleich zu den umverteilenden Effekten klassischer Geldpolitik ist Milton Friedmans Idee, Geld direkt an die Bürger zu verteilen, verteilungspolitisch wesentlich neutraler. Jeder einzelne Bürger, egal, ob reich oder arm, ob alt oder jung, könnte bei *quantitative easing for the people*<sup>12</sup> – nennen wir es fortan Bürgergeld – so lange jeden Monat einen gewissen Geldbetrag von der Zentralbank überwiesen bekommen, bis die Inflationsziele wieder erreicht sind.

Mit hoher Wahrscheinlichkeit hätten die Notenbanken weniger Geld in den Umlauf bringen müssen, wenn sie es direkt an die Bürger verteilt hätten, als durch ihr *quantitative easing* Programm, mit dem sie den Banken Anleihen abkaufen. In den USA hat die Fed seit der Krise ihre Bilanz von knapp 900 Milliarden Dollar auf über 4.500 Milliarden Dollar ausgeweitet, sprich um über 3.600 Milliarden Dollar oder etwas mehr als 20% der jährlichen Wirtschaftsleistung der USA. Dies entspricht etwa 11.250 Dollar pro Kopf der Bevölkerung. Es fällt schwer zu glauben, dass eine derart hohe Summe an Bürgergeld notwendig gewesen wäre, um die Inflationserwartungen in den USA wieder auf 2% zu heben und die Wirtschaft wieder zu stabilisieren.

---

<sup>12</sup> Der Begriff kommt von Muellbauer (2014)

Die direkte Überweisung durch die unabhängige Notenbank, ohne den Umweg über monetisierte Staatsschulden, hat den großen Vorteil, dass das Tabu der monetären Staatsfinanzierung nicht gebrochen wird. Es geht bei der Bürgergeld Idee gerade nicht darum, Finanzprobleme des Staates zu lösen. Es geht allein um eine geldpolitische Maßnahme. Seit der Finanzkrise ist die Umlaufgeschwindigkeit des Zentralbankgeldes drastisch gesunken. Die Wirtschaft wird nicht ausreichend mit Geld versorgt. Die Zentralbank bringt daher auf effektive Weise neues Zentralbankgeld in den Wirtschaftskreislauf. Nicht mehr und nicht weniger.

Natürlich kann man die Frage stellen, ob die derzeitige Wirtschaftskrise wirklich rein konjunktureller Natur ist und ob eine Erhöhung der aggregierten Nachfrage die Probleme lösen würde. Zum Beispiel hat die Immobilienblase in einigen Ländern dazu geführt, dass viel zu hohe Produktionskapazitäten in der Bauindustrie aufgebaut wurden und viel zu viele Menschen zu Maurern, Architekten oder Bauingenieuren ausgebildet wurden. Diesen Personen hilft eine Geldmengenausweitung nichts. Sie müssen den schweren Weg der Umschulung gehen. Dennoch ist es höchst wahrscheinlich, dass es neben dieser strukturellen Arbeitslosigkeit auch einen sehr großen Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage gegeben hat, dem man mit Geldpolitik sehr wohl begegnen könnte.

Genauso kann man die Frage stellen, ob wir derzeit wirklich deflationäre Tendenzen in Europa haben oder ob lediglich der Ölpreis und andere externe Faktoren für die so niedrige Inflation verantwortlich sind. Aber auch hier gilt, ja Öl hat eine Mitverantwortung aber auch die Kerninflation ist deutlich niedriger als das Inflationsziel der EZB und eine Notenbank darf ihre Ziele nicht zu lange verfehlen, wenn sie nicht ihr wichtigstes Kapital, ihre Glaubwürdigkeit verlieren will.

Wenn man also wie der breite Konsens aller Volkswirte Geldwertstabilität nicht nur als Bekämpfen in Inflation sondern genauso als Bekämpfen von Deflation ansieht und wenn man wie ebenfalls der breite Konsens aller Volkswirte der Geldpolitik auch eine wichtige Rolle bei der Stabilisierung der Wirtschaft zugesteht, wenn man zudem das Risiko erneuter Blasen und überzogener Risikobereitschaft vermeiden möchte und wenn man die Augen vor den verteilungspolitischen Aspekten von Geldpolitik nicht verschließt, sollte man unbedingt Bürgergeld ernsthaft in Erwägung ziehen.