



## Ein Ende der lockeren Geldpolitik?

Von Paul Steinhardt | 6.9.2021

**An dieser Frage scheiden sich die Geister. Aus ihrer Verneinung auf eine „progressive“ und ihrer Bejahung auf eine „reaktionäre“ wirtschaftspolitische Positionen zu schließen, führt aber in die Irre.**

Die Frage im Titel ist mehrdeutig. Wer so fragt, mag wissen wollen, ob ein Ende der „lockeren Geldpolitik“ zu erwarten oder aber ob das wünschenswert ist. [Larry Summers](#), ein hochdekoriertes amerikanischer Ökonom und ehemals Finanzminister in der Clinton Administration, verneint die erste Frage *bedauernd* und beantwortet die zweite Frage daher logisch korrekt mit einem JA wie folgt:

"Die Federal Reserve sollte bei ihrer virtuellen jährlichen Klausurtagung in Jackson Hole einen Schritt zurücktreten und ihre Politik des „quantitative easing“, die schon zu lange andauert, überdenken [...].“

Wer der Meinung ist, dass das „quantitative easing (QE)“ – der Ankauf von Wertpapieren durch eine Zentralbank - vor allem der Steuerung von Kreditzinsen dient, mag mit Blick auf die rezessiven Entwicklungen der Weltwirtschaft mit Summers *nicht* übereinstimmen. Denn er/sie wird vermutlich ebenfalls glauben, dass niedrigere Zinsen *mehr* unternehmerische Investitionen und daher ein *steigendes* Wirtschaftswachstum bewirken können.

## QE = Zinspolitik?

Freilich hat das QE mit Geldpolitik in diesem Sinne recht wenig zu tun. Es geht bei ihr gar nicht darum, die Kreditzinsen niedrig zu halten, um so das Wirtschaftswachstum zu befeuern. Primär soll verhindert werden, dass die Preise von handelbaren Wertpapieren, die als Sicherheiten für Finanzmarkttransaktionen dienen, sinken und dadurch das gegenwärtige Finanzsystem in Schieflage gerät (siehe zur Erklärung [diesen Artikel von Daniela Gabor](#)).

Mit der "unkonventionellen Geldpolitik" der Zentralbanken sind wir, wie [Joscha Wullweber](#) beobachtet, in eine neue Ära eingetreten sind, die er treffend als *Zentralbankkapitalismus* bezeichnet. Ziel des QE ist es, den Preis für handelbare Wertpapiere über den Marktpreis *hinaus* zu erhöhen. Es handelt sich also bei QE nicht um Zinspolitik, sondern um die Subventionierung von Finanzunternehmen zum Zweck der Stabilisierung des gegenwärtigen Finanzsystems.

Diese Subventionierung reduziert natürlich den impliziten Zins des angekauften Wertpapiers. Auf dieser Basis mit Blick auf die Renditen von Staatsanleihen zu schließen, "der Markt" zahle dem Staat für seine Schuldenaufnahme sogar noch Geld, ist daher nicht gerechtfertigt. Dieser negative "Zins" ist lediglich Folge der großzügigen Preise der Zentralbank.

Einwand: Aber ob Absicht oder nicht - *die* Zinsen sinken doch durch das QE. Ist das für wachstumsförderliche Sachinvestitionen nicht zweifelsfrei eine gute Sache?

Dass ein solches "Management" der Zinsstrukturkurve über eine Vielzahl von Transmissionskanälen auf die Kreditzinsen „durchschlägt“, wird zweifelsohne von Zentralbanken unablässig behauptet - [ist aber beliebig unwahrscheinlich](#). Sucht man nach einer *rationalen* Erklärung für die „unkonventionelle Geldpolitik“, bleibt nur das Argument der „Finanzstabilität“.

Das scheint prima facie eine gute Sache. Die gewählte Medizin aber ist mit einer Reihe von Nebenwirkungen verbunden, die Summers wie folgt auf den Punkt bringt:

"Dieser Mechanismus subventioniert die Wohlhabenden, die diese Vermögenswerte halten, und nicht den Großteil der Bevölkerung. Und das in einer Zeit, in der es eine fast beispiellose Ungleichheit gibt. Und in einer Zeit, in der das Risiko einer Börsenblase sicherlich sehr hoch ist, sollte das Ziel der Politik daher nicht darin bestehen, Vermögenspreise weiter aufzublähen."

Ist QE also eine unsoziale Politik, die zwar kurzfristig das Finanzsystem stabilisiert, es aber längerfristig garantiert zum Einsturz bringt? Summers Antwort lässt an Deutlichkeit nichts zu wünschen übrig:

"Die amerikanischen Erfahrungen mit ihren ‚Interventionen‘ in Vietnam und Afghanistan haben uns eine wichtige Lektion gelehrt. Eine Politik auf Sicht - die darauf zielt, Schmerzen jetzt zu vermeiden, anstatt die längerfristigen Folgen einer solchen Politik zu analysieren - kann zu schrecklichen Ergebnissen führen."

Summers hat vollkommen Recht: Es gilt die Folgen der "unkonventionellen Interventionen" der Zentralbanken zu reflektieren, um die Pros und Cons des QE realistisch einschätzen zu können. Wenn die Zentralbanken vor dessen Verteilungswirkungen und den damit verbundenen Vermögenspreisblasen nicht länger die Augen verschließen wollen, sollten sie den Ankauf von Wertpapieren sukzessive zurückfahren.

Summers Begründungen für diese Empfehlung teile ich allerdings nicht. Das ändert aber nichts daran, dass die Gründe derjenigen, die die QE-Politik als geradezu alternativlos verteidigen, *nicht* haltbar sind. Was heißt: nicht *jede* Kritik an der EZB kann man als eine "von allen Rechten, Nationalen und anderen Verwirrten zum Mantra erhobene Klage, es sei die EZB, die allein für das Zinsniveau und damit für die Enteignung des deutschen Sparers verantwortlich sei", zurückweisen.

Diese These soll im Folgenden am Beispiel von häufig vorgebrachten Argumenten zur Verteidigung der EZB-Politik begründet werden.

## **Nullzins-Politik wegen Sparüberhang?**

Die sozialpolitische Schlagseite der „Nullzinspolitik“ der EZB kann kaum bestritten werden. Es liegt daher nahe, die EZB aufzufordern, die Zinsen zu erhöhen, so dass Luft aus den Vermögenspreisblasen entweicht und risikoarme Anlageformen, wie beispielsweise ein Sparbuch, wieder ihre Funktionen der Vorsorge erfüllen können und nicht auch noch Kleinsparer ins Finanzcasino gedrängt werden.

Gegen dieses Argument wird häufig eingewandt, dass die "Nullzinsen" gar nicht auf eine „[Richtungsentscheidung der EZB](#)“ zurückzuführen sind. Vielmehr erklärten sie sich durch die riesigen Sparüberhänge, die sich aus den Finanzierungssalden des Privatsektors ablesen ließen. Eine Auffassung, die darauf beruht, dass die Kreditvergabe von Banken vorausgehender Sparakte von Haushalten bedürfe. Wäre das der Fall, dann könnte man Kreditzinsen als den aus dem Angebot von und der Nachfrage nach Krediten resultierenden Marktpreis verstehen und so die EZB-Politik rechtfertigen.

Mit Blick auf die positiven Finanzierungssalden sowohl der deutschen privaten Haushalte als auch der deutschen Unternehmen ergäbe sich dann recht zwanglos eine Erklärung dafür, warum es keinen Zins mehr gibt. Die Haushalte bieten ihre riesigen Mengen an überschüssigen Spargroschen den Unternehmen für Investitionen an, die aber sparen selbst und haben daher gar keinen Bedarf, die Sparüberschüsse der Haushalte „aufzunehmen“. [Messerscharf folgern die beiden Ökonomen Christian von Weizsäcker und Hagen Krämer](#): da der Sparüberhang die niedrigen Zinsen erklärt, dann muss wer höhere Zinsen fordert auch höhere Staatsschulden fordern.

Klar, wenn die Angebots- und Nachfragerelationen von „Kapital“ dessen Preis bestimmt, dann wird mit einer erhöhten Kreditnachfrage des Staates der Zins wieder steigen, weil die „Lücke“ zwischen Angebot und Nachfrage von "Kapital" kleiner geworden ist. Argumente nach diesem Muster haben zweifelsohne einen gewissen Reiz für diejenigen, die der „Nullzinspolitik“ der EZB einen Persilschein ausstellen und gleichzeitig für eine höhere deutsche Staatsverschuldung plädieren wollen. [Das erklärt vielleicht auch, warum Ökonomen, die gemeinhin](#)

dem keynesianischen Lager zugerechnet werden, sich dieser Argumentationsstrategie zunehmend bedienen.

Das Problem ist „bloß“, dass solche Argumente mit der Funktionsweise moderner Geldsysteme nichts zu tun haben. Geld kann sowohl von Geschäftsbanken als auch Zentralbanken in unbegrenzter Menge „gedruckt“ werden. Da Geld daher *nicht knapp* sein kann, macht es keinen Sinn, den Zins als Knappheitspreis mithilfe des typischen neoklassischen Preisbildungsmodells zu erklären. Gerade weil es Geld in rauen Mengen gibt, bedarf es vielmehr Institutionen, die die Geldschöpfung *regeln*.

So zum Beispiel bedarf die Kreditvergabe durch eine Bank einer Kreditprüfung und meist auch der Stellung von Sicherheiten. Und gibt es "Regeln" (der Bilanzierung), die sicherstellen, dass ein Kreditausfall das Eigenkapital einer Geschäftsbank reduziert. Ob alle diese Regeln der *Begrenzung* der Geldschöpfung vernünftig sind, steht dabei auf einem anderen Blatt. Gar keine "politischen" Regeln sind jedenfalls *keine* Alternative.

Sicher ist: Der Zins ist kein Marktergebnis. Vielmehr wird der kurzfristige risikolose Zins von der Zentralbank gesetzt und der langfristige risikolose Zins weitgehend von ihr durch diese Setzung festgelegt. Die empirische Evidenz für diese These scheint unabweisbar, wie aus einer Vielzahl von Studien hervorgeht (zum Beispiel [hier](#)).

Richtig ist allerdings, dass sie nicht allein für "die Zinsen" verantwortlich sind. Die Zinsen, die Unternehmen zahlen, sind vor allem durch einen Risikoaufschlag auf das von einer Zentralbank bestimmte kurzfristige Zinsniveau bestimmt. Zentralbanken sind also genau genommen nur für das Zinsniveau verantwortlich.

Man kann natürlich argumentieren, dass die unbestreitbare Korrelation zwischen dem von der Zentralbank gesetzten kurzfristigen Leitzins und den "Marktzinsen" kausal in die entgegengesetzte Richtung verläuft. Die EZB setzt nach dieser Interpretation nicht den Zins, sondern sie „akkommodiert“ nur den „natürlichen Zins“, der sich allein aufgrund von Spar- und Investitionsentscheidungen von Wirtschaftssubjekten ergibt.

An dieser Stelle ist Ockhams Rasiermesser zum Einsatz zu bringen: Bei der Entscheidung zwischen zwei Theorien, die gleichermaßen gut empirisch bestätigt sind, ist nach Ockham der Theorie der Vorzug zu geben, die weniger Annahmen machen muss. Betrachtet man sich nicht nur die Menge, sondern vor allem die

Abstrusität der Annahmen der Theorie vom „natürlichen Zins“, kann kein Zweifel bestehen, dass der Theorie, nach welcher der Leitzins Ursache und der "Marktzins" seine Wirkung ist, der Vorzug zu geben ist.

Freilich kann man sich den Umweg einer empirischen Überprüfung auch sparen. Sobald man erkennt, dass es aufgrund der Geldschöpfungsfähigkeit von Banken prinzipiell ein unbegrenztes Angebot an Geld gibt, folgt im Rahmen der neoklassischen Theorie logisch zwingend, dass der natürliche Zins Null ist. Dass er in der wirklichen Welt nicht immer Null ist, ist daher Beleg dafür, dass die Bildchen der Neoklassik von sich schneidenden Angebots- und Nachfragekurven uns über die Preise von "Kapital" nichts zu sagen haben.

Jedenfalls können die EZB und ihre Verteidiger nicht gleichzeitig behaupten, mit (1) ihrer "Zinspolitik" könne sie die Geldnachfrage steuern und (2) die "Sparüberhänge" rechtfertigen ihre Nullzinspolitik. Glaubt man an die [Mär von der Inflationssteuerung](#) durch die Geldpolitik, dann muss man auch überzeugt sein, dass Zentralbanken mit ihrer Zinspolitik einen Unterschied machen können. Dann aber müssen die EZB und ihre Verteidiger sich auch der Kritik stellen, dass die Nullzinspolitik nicht gerechtfertigt ist.

## Niedrige Zinsen als Wirtschaftsdoping?

Muss aber die EZB angesichts der rezessiven Tendenzen in der Eurozone nicht *alles* tun, um Unternehmen einen Anreiz zu geben, zu investieren? Hinter dieser Frage stecken eine Vielzahl von Annahmen, deren wichtigste allerdings *falsch* ist und sich wie folgt liest:

Der Zinssatz ist die maßgebliche Größe bei unternehmerischen Entscheidungen für oder gegen eine Sachinvestition.

Wäre diese These richtig, dann könnte man unter der (falschen) Annahme, beim QE handle es sich um Zinspolitik, jede Kritik an der EZB-Politik als „[EZB-Bashing](#)“ abtun. Die EZB *könnte* zwar, so das implizite Argument, die Zinsen erhöhen, das aber wäre *irrational*, weil sie damit ja *automatisch* unternehmerische Investitionen erschweren und damit das Wirtschaftswachstum reduzieren würde. Die niedrigen Zinsen werden demnach zwar von der EZB gesetzt, *müssen* aber so niedrig sein, weil das Wirtschaftswachstum in Euroland so schwach ist.

Richtig ist nun sicherlich, dass Investitionen nur getätigt werden, wenn sie sich „rechnen“. Welche Bedeutung aber kommen den Zinskosten bei der Frage zu, *ob* sie sich rechnen? Zinskosten sind bei Investitionsentscheidungen nicht irrelevant. Keineswegs richtig aber ist, dass der Kreditzins Zielrenditen für Unternehmen definierte und immer dann investiert würde, wenn die Rendite einer Investition darüber liegt.

Das stimmt schon deshalb nicht, weil in Zeiten der "[Finanzialisierung](#)" bei unternehmerischen Entscheidungen die voraussichtliche Entwicklung des Aktienpreises im Vordergrund steht. In einer solchen Welt ist zu erwarten, [so der Postkeynesianer Engelbert Stockhammer](#) (S. 133), dass auch nicht-finanzielle Unternehmen wie "Rentiers" denken und handeln. Daher seien als Folge höhere Dividendenzahlungen, niedriges Wirtschaftswachstum und zunehmend spekulative Finanzinvestitionen auch von nicht-finanziellen Unternehmen zu erwarten. Diese These ist seit ihrer Formulierung 2004 vollumfänglich empirisch bestätigt worden.

Interessant ist für unseren Zusammenhang auch, dass in einem Niedrigzinsumfeld Börsen boomen, aber das Wirtschaftswachstum schwach ist und umgekehrt.[1] Das widerspricht natürlich der Vorstellung, dass Börsen die Zukunftswerte von Sachvermögen bewerten. Wer dann noch glaubt, Banken lebten von "Zinsmargen", der wird sich über diesen empirischen Befund verwundert die Augen reiben.

Eine Erklärung (unter vielen anderen) für diesen empirischen Zusammenhang findet man, wenn man ernst nimmt, dass [das Kreditgeschäft von Banken keiner Refinanzierung bedarf](#). Diese Tatsache erklärt zunächst, warum bei einem niedrigen Zinsniveau die Nettozinserträge der Banken niedriger sind als bei einem höheren Zinsniveau. Je niedriger aber eine Zentralbank den Zins setzt, desto mehr sind Banken deshalb geneigt, ihr selbstgemachtes Geld nicht für die Vergabe von Krediten, sondern für "Investments" auf dem Börsenparkett zu verwenden.

Die Finanzialisierung führt also dazu, dass Banken ihren "genuinen Aufgaben als Diener der realen Wirtschaft nicht mehr gerecht werden" (Josef Ackermann/ehemaliger Vorstandsvorsitzender der Deutschen Bank). Freilich, wer von der Existenz und zunehmenden Dominanz von Finanzmärkten großzügig "abstrahiert" und mit der Neoklassik übereinstimmt, dass



Unternehmen auf "Gewinnmaximierung" zielen, wird auch glauben müssen, dass die entscheidende Größe für oder gegen eine Sachinvestition der Zinssatz ist.

Wenn zudem richtig *wäre*, dass die von Zentralbanken beschworenen geldpolitischen Transmissionskanäle existieren, *wäre* auch korrekt, dass eine Zentralbank in der Lage *wäre*, mit dem Leitzins das Wachstum einer Volkswirtschaft zu steuern. *Wäre* der Zins also so etwas wie ein Heizungsventil, mit dem man Wirtschaftswachstum steuern könnte, dann *wäre* im gegenwärtigen rezessiven wirtschaftlichen Umfeld eine jede Zinserhöhung kategorisch abzulehnen. Dann *wäre* es vielleicht sogar gerechtfertigt, jede Kritik der Nullzinspolitik der EZB als reaktionäres und schwachsinniges "EZB-Bashing" abzutun. WÄRE.

Sobald man aber die fiktiven Welten der Ökonomik verlässt und stattdessen Investitionsentscheidungen von wirklichen Unternehmen empirisch untersucht, kommt man zu gänzlich anderen Schlussfolgerungen. Man stellte schon einmal fest, dass Unternehmen interne „hurdle rates“ definieren, die die Rendite einer möglichen Investition übertreffen müssen. Diese Zielgrößen aber liegen, wie eine amerikanische Studie belegt, zwischen 6,5 und 7,5 Prozent *über* den Kapitalkosten.[2]

Selbst wenn also richtig *wäre*, dass Unternehmenskredite mit einer Reduktion des Umfangs der "unkonventionellen Geldpolitik" teurer würden, ist es nicht plausibel, zu erwarten, dass ein moderater Anstieg von Kreditzinsen eine negative Wirkung auf das Wirtschaftswachstum haben wird. Alles aber spricht dafür, dass mit steigenden Zinsen den Bullen an der Börse die Luft ausgehen dürfte, Sparbücher und ähnliche konservative Anlageformen die ihnen zugedachte Funktion wieder besser erfüllen könnten und die bestehende skandalöse Vermögensverteilung zumindest korrigiert werden könnte.

## QE für die Fiskalpolitik?

Was aber ist mit der Fiskalpolitik? Würde die nicht bei einer Reduktion der Anleihekäufe durch Zentralbanken leiden? Das ist mit Blick auf den Euroraum kaum zu bestreiten. Man könnte daher, wie [Heiner Flassbeck](#), die Anleihekäufe der EZB mit der Tätigkeit einer Feuerwehr vergleichen und gegen eine Kritik ihrer Politik einwenden, dass doch einer Feuerwehr nicht der Vorwurf zu machen ist, wenn sie *oft* ausrücken muss.



Das ist zwar richtig, aber sicherlich wäre es rationaler, die Brandstifter in Gewahrsam zu nehmen. Bei der Suche nach den Schuldigen wird man leicht fündig. Es sind die fiskalischen Regeln, die den Euro definieren und es der EZB *verbieten*, als Kreditgeber der letzten Instanz für ihre Mitgliedsländer zu fungieren. Diese Fehlkonstruktion - die auf einem Vertrag beruht, der kabarettreif "Stabilitäts- und Wachstumspakt" getauft wurde - rechtfertigt aber nicht, dass Banken mithilfe von QE einen Schnitt machen dürfen. Es ist einfach absurd, dass Euroländer bei der Emission ihrer Staatspapiere weniger Geld von den Banken erhalten als die EZB ihnen für ihren Verkauf an sie bezahlt.

Diesen Arbitragegeschäften könnte man leicht einen Riegel vorschieben. Statt wie jetzt Staatsanleihen über Auktionen an Banken zu verhöckern, könnte die EZB ihre Finanzministerien gleich direkt refinanzieren. Freilich setzt diese Alternative das Verständnis voraus, dass die Finanzierung über "den Markt" immer dann reine Fiktion ist, wenn eine Zentralbank als Kreditgeber der letzten Instanz fungiert. Ist das aber eine Mindestvoraussetzung für ein funktionierendes Geldsystem, dann gibt es keinen guten Grund, diese Form der Bankensubventionierung *nicht* zu beseitigen.

## Finanzstabilität als Trumpfpass?

Geradezu absurd ist vor diesem Hintergrund, wenn die Wertpapierankäufe mit Blick auf das Inflationsziel der EZB verteidigt werden. Wenn der Zins nur eine so geringe Wirkung auf die Investitionsentscheidungen von Unternehmen hat, dann kann die EZB mit ihrer Zinspolitik keine nachfrageinduzierte Inflation bewirken. Dass mit dem QE keine Inflation erzeugt werden konnte, ist also wahrlich nicht verwunderlich.

Für eine erhöhte Inflationsrate bedürfte es höherer Löhne, [wie der enge Zusammenhang von Inflation und Lohnstückkosten belegt](#). Dafür aber müsste der Staat mithilfe höherer Tarifabschlüsse im öffentlichen Sektor und durch Allgemeinverbindlichkeitserklärung Sorge tragen. Die EZB hat also ein Mandat, das sie gar nicht erfüllen *kann*.

Bleibt das Argument der Finanzstabilität. Das erinnert an die Austreibung des Teufels durch den Beelzebub. Vor allem aber scheint es maßlos übertrieben, von einer sukzessiven Reduktion der Anleiheankäufe durch Zentralbanken einen Zusammenbruch des gesamten Finanzsystems zu erwarten. Zweifelsohne würde aus der Börsenblase Luft herausgenommen und würden einige

„Finanzdienstleister“ das auch nicht überleben. Der Staat verfügt aber über die Mittel, sowohl die Abwicklung des Zahlungsverkehrs als auch Kredite für investive Zwecke jederzeit sicherzustellen.

Alles spricht also dafür, die Anleihekäufe zurückzufahren und hoffentlich damit einen Beitrag zu leisten, den Finanzsektor zu schrumpfen. Es scheint daher aber auch kaum gute Gründe zu geben, die EZB-Politik - die im absolut rechtsfreien Raum betrieben wird und eine exekutive Entscheidungsmacht innehat, die mit dem Konzept der Demokratie unverträglich ist - als irgendwie „progressiv“ zu verteidigen. Im Gegenteil scheint es ausreichend Anlass zu geben, die EZB-Politik als nicht zielführend und ethisch problematisch zu kritisieren.

[1] Jay R. Ritter, “Economic Growth and Equity Returns,” *Pacific-Basin Finance Journal* 13 (2005): 489–503.

[2] Michael Mankins et al., “Strategy in the Age of Superabundant Capital.”