

Sommerschule „Alternative Wirtschaftspolitik“

***Absurder Minuszinskapitalismus
Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank
in der Liquiditätsfalle***

Prof. Dr. Rudolf Hickel,
Institut Arbeit und Wirtschaft (IAW) / Universität Bremen



Die provozierenden Stichworte zur Geldpolitik

- * Leitzins bei Null: Liquidität der EZB zum Nulltarif*
- * Geldschwemme: Ankaufprogramm für Anleihen - bis März 2017 1,74 Billionen €*
- * Notenbank kauft Unternehmensanleihen von Großunternehmen (u.a.VW, BASF, Anheuser-Busch-Inbev, Daimler)*
- * Minuszinsen (derzeit noch nur) für Großeinlagen bei den Banken*
- * Negative Realzinsen lassen Sparvermögen schrumpfen*
- * Minusrenditen für längerfristige Bundesanleihen: Preis für den „safe haven“*
- * Faktischer Verlust der Zinssteuerung*
- * Geschäftsmodell klassische Geschäftsbanken in der Krise*
- * Abschaffung des Bargelds zur Optimierung der Geldpolitik
...und die Rolle der Finanzpolitik?*

Die gesamtwirtschaftlichen Herausforderungen der Geldpolitik

Die Mini-Infla-/Deflation – Niedrigwachstumskonstellation im Euroland (schwächer in Deutschland)

1. Im Euroland deflationäre Entwicklung, in Deutschland Miniinflation
Verfall der Preise in der Produktionswirtschaft auf breiter Front, sinkende Gewinnerwartungen der Investoren: Auch Deutschland braucht einen wachstumsverträglichen größeren Preiserhöhungsspielraum in Richtung Zielinflationsrate
2. Mit Unterbrechung infolge der Finanzmarktkrise anhaltende gesamtwirtschaftliche Wachstumsschwäche

Überlagert durch:

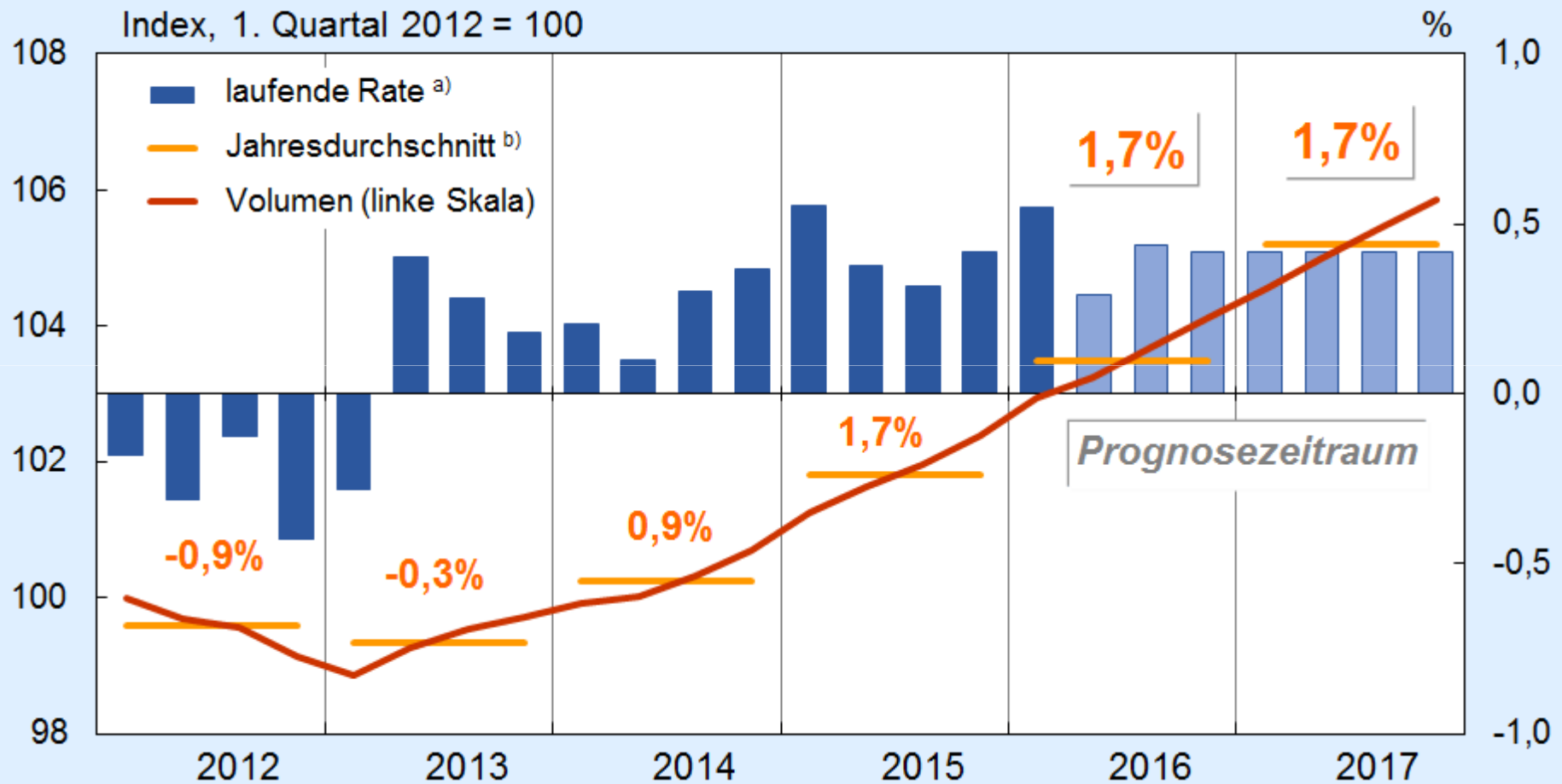
Anhaltende Finanzmarktinstabilität: Gestiegene Volatilität und mangels Vertrauen der Banken untereinander nicht intakter Bankenmarkt; Gefahr durch Schattenbanken

Wirtschaftliche Wachstumserwartung im Euroraum:

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung besser, jedoch durch Eurokrise gefährdet

Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum

Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



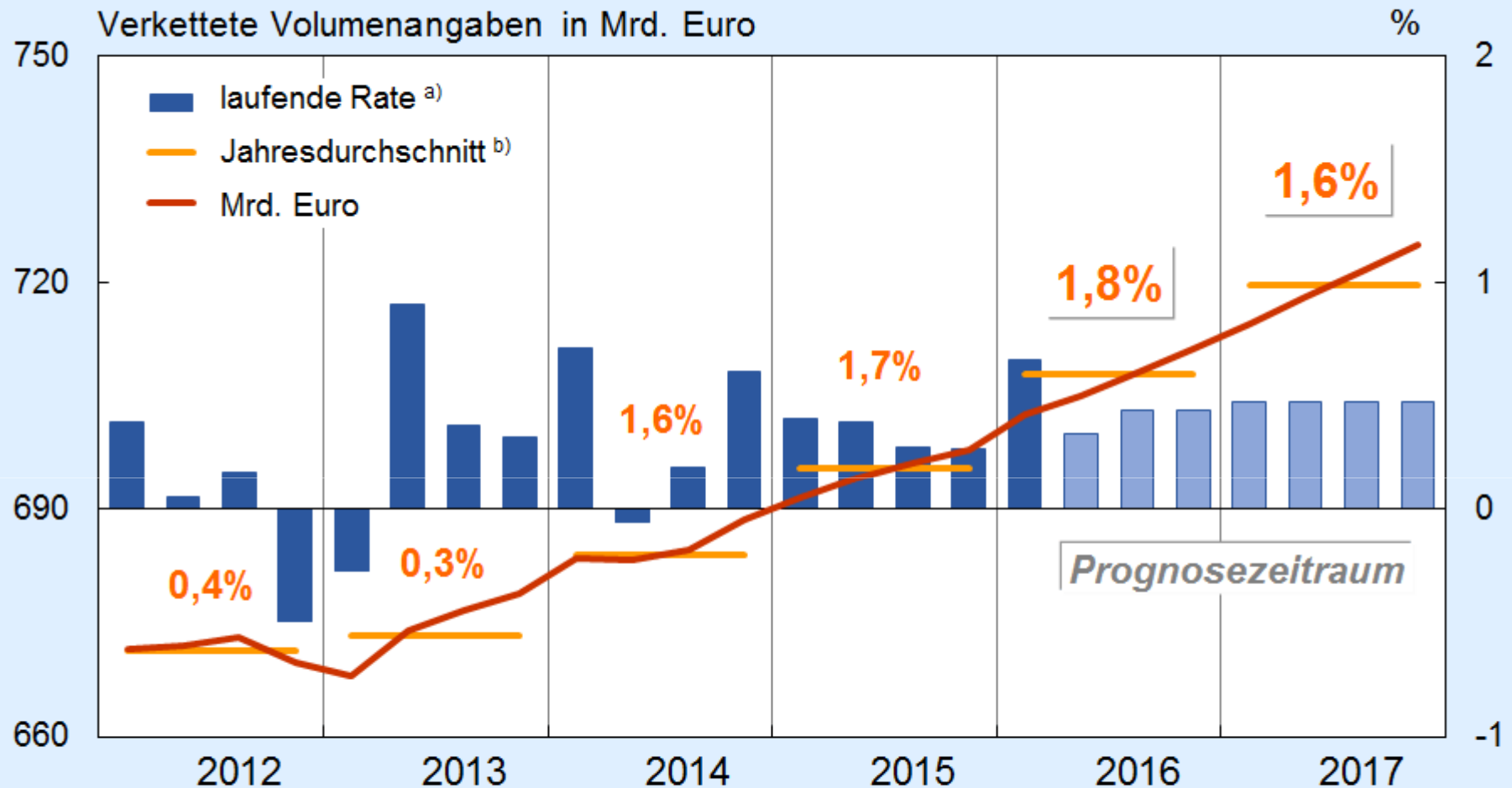
a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).

b) Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat; Berechnungen und Schätzungen des ifo Instituts (Juni 2016).

Reales Bruttoinlandsprodukt in Deutschland

Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).

b) Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.

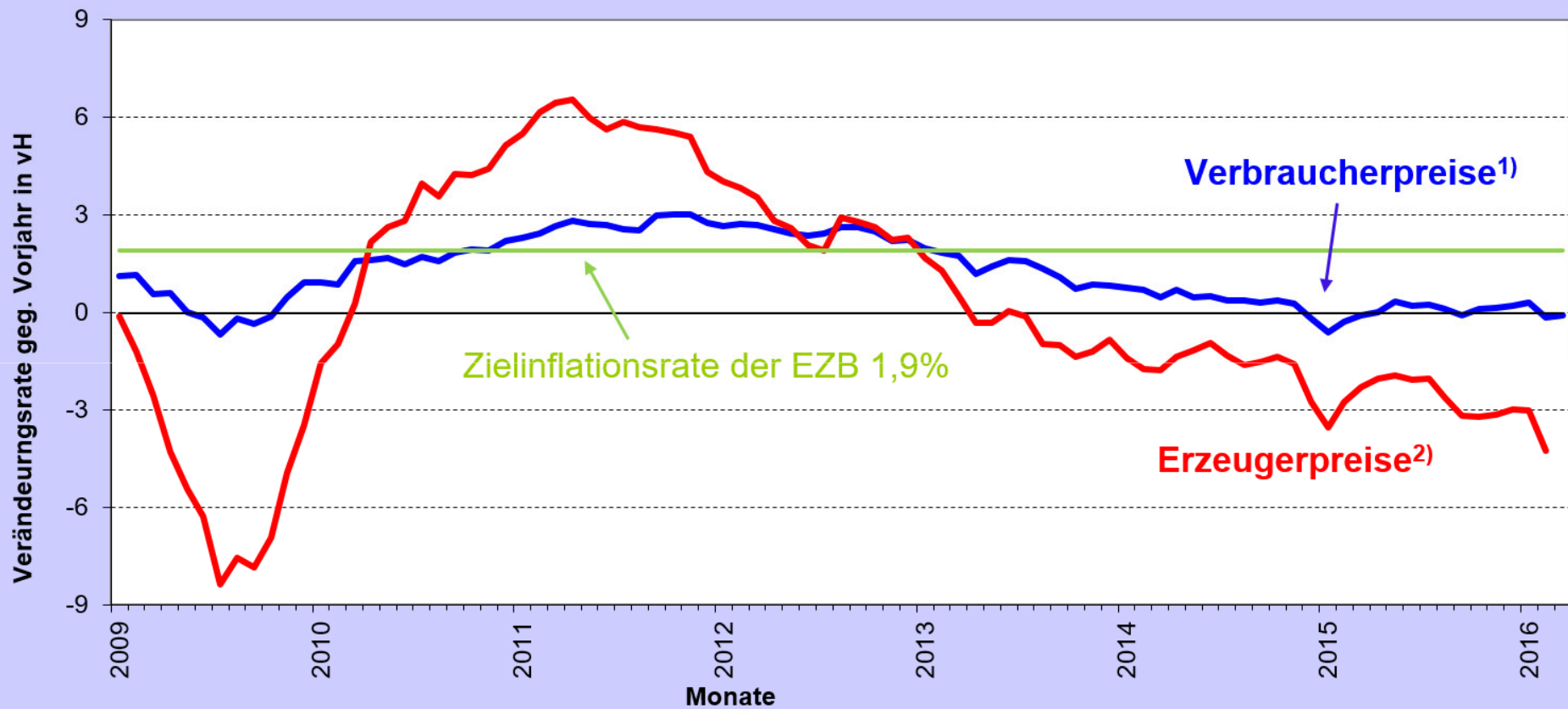
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des ifo Instituts; ab 2. Quartal 2016: Prognose des ifo Instituts (Juni 2016).

Euroraum: Aktuelle Gefahr der Deflation (Inflationsraten seit 1997, HVPI)



Verbraucher- und Erzeugerpreise im Vergleich mit der Zielinflationrate
(1,9% bzw. 2%) seit 2009: Wachsendes Deflationsgefahr

Preise in der EWU

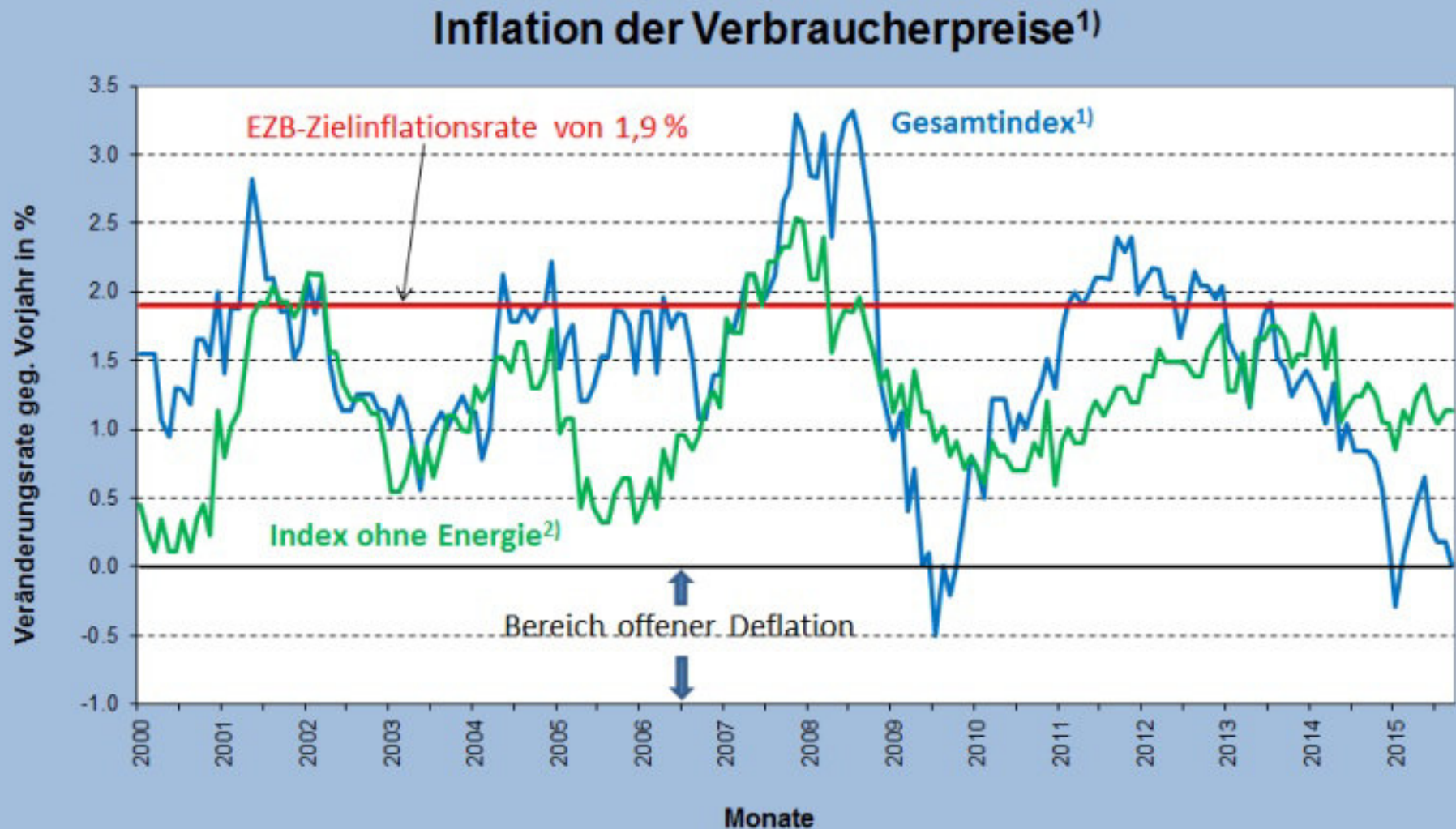


1) Euroraum in wechselnder Zusammensetzung (anfangs 11, heute 18 Länder), harmonisierter Verbraucherpreisindex.

2) 18 EWU-Staaten, Industrie ohne Baugewerbe, Inlandsabsatz.

Quelle: Eurostat.

Inflationsindizes in Deutschland seit 2000: Gesamtindex, Index ohne Energie, Zielinflationsrate der EZB (1,9% bzw. 2 %)



¹⁾ Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex insgesamt. ²⁾ Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex ohne Energie.
Quelle: Statistisches Bundesamt.

Gefahr Deflation im Euroraum?

1. Das Gegenteil von **Inflation**: also auf breiter Front steigende Preise, vor allem auch angemessene Inflationserwartungen (gemessen mit dem HVPI)
2. **Deflation** beschreibt den Verfall der Preise auf breiter Front
Achtung: Preisindex ist ein gewichteter Durchschnitt....Während bei der Deflation die Preise auf breiter Front sinken, können auch wichtige einzelne Preise zunehmen)
Absturz des Ölpreises erklärt Deflation nicht (Blick auf Kerninflationsrate)
3. **Wirkungen** der Deflation:
 - * Durch Deflation sinkt die nominale Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen (aufgeschobene Ausgaben kaum relevant)
 - * Sachinvestitionen und Produktion mangels Gewinnerwartungen reduziert
 - * sich verstärkender Einkommens- und Beschäftigungsrückgang
4. **Die geldpolitische Revolution: EZB will Inflationserwartungen auf maximal 2 % erhöhen**: Größerer Preiserhöhungsspielraum für Unternehmen (derzeit mangels Erlösmargen Entlastung vom irrationalen Kostendruck)

Mögliche Ursachen des Investitionsattentismus

Beobachtung: Anteil der privaten Investitionen 2016 nur 16,2% gegenüber 1990 bis 2012 im Durchschnitt 18,9%

1. Weniger Kostenproblem (auch nicht Finanzierungskosten), sondern **unzureichende Nachfrage-** und damit **Gewinnerwartungen**
2. Unsicherheitsproduktion durch die **Politik** (etwa Energiewende, Steuerpolitik, soziale Sicherungssysteme)
3. Zurückhaltende öffentlich veranlasste Allokationspolitik unter dem Regime der **Schuldenbremse**: Unzureichender Abbau der Infrastrukturlücke
4. Als Folge der **Finanzmarktkrise**: Misstrauen gegenüber dem Finanzsektor (vor allem Bankensystem)

Positiv aus der Sicht der Investoren in der Realwirtschaft:

Stärkung des **privaten Konsums**:

- * Reallohnsteigerung
- * als Folge der Niedrigzinspolitik Geldanlagen in Konsumausgaben (allerdings in Deutschland anhaltende Präferenz für Sparen)

Einordnung der Geldpolitik der EZB

Steuerung der Menge und des Preises der Liquidität unter dem Regime wirtschaftlicher Wachstumsschwäche und Deflationsgefahr

Erwartungen:

1. Kostensenkung der über Banken vorgenommenen Fremdfinanzierung der Investoren: Anregung der Kreditaufnahme zur Stärkung des Wirtschaftswachstums:



2. Bekämpfung der Deflation / Null-/Miniinflation: größere Nachfrage gegenüber dem Angebot

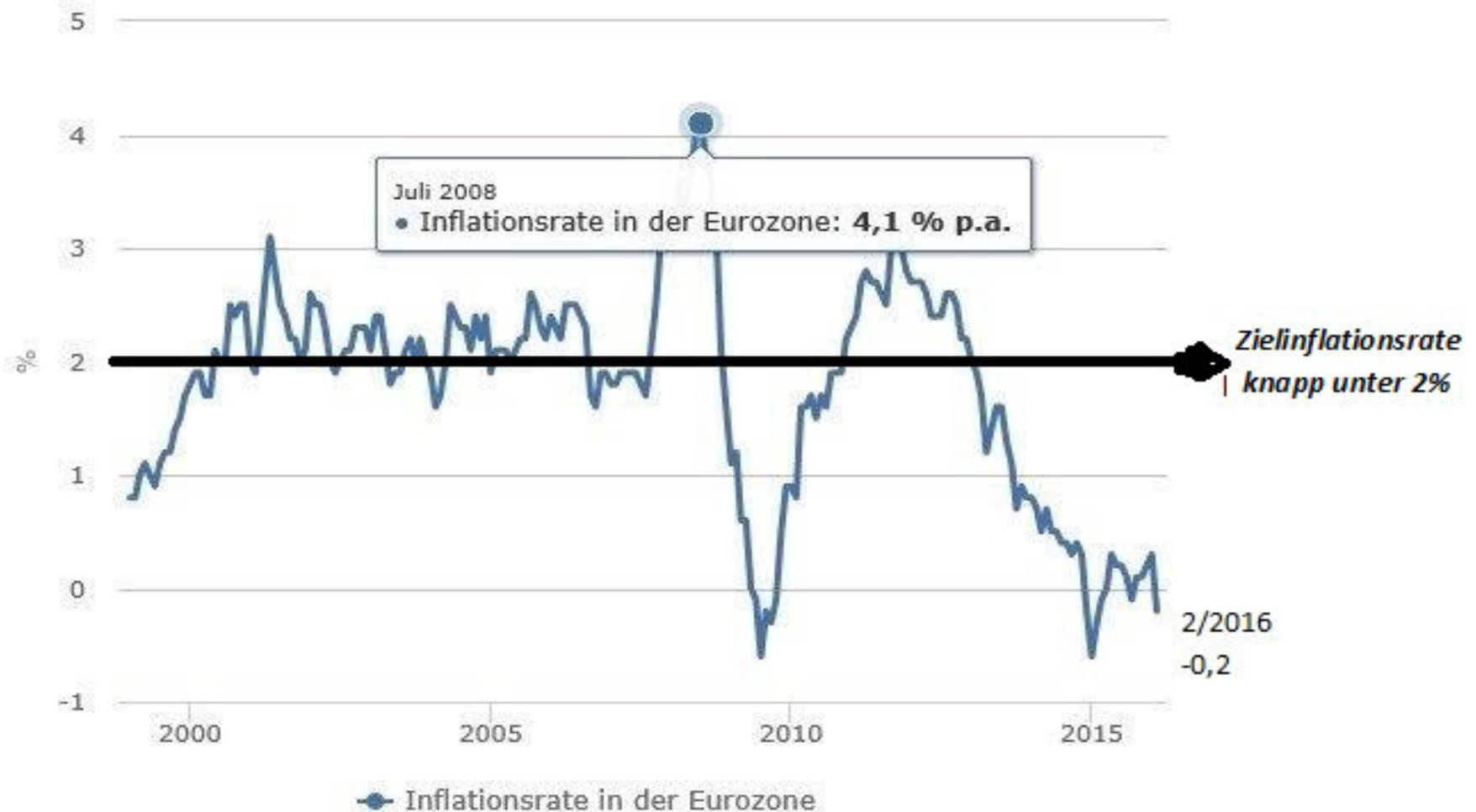
Einordnung der EZB-Geldpolitik

Oft übersehene Voraussetzung der EZB-Politik: Einheitliche Geldpolitik im Eurowährungsraum, d.h. die Geldpolitik ist nicht nationalstaatlich teilbar: Der Leitzins gilt einheitlich beispielsweise in Berlin, Paris, Athen, Rom.

Dreifache Zielsetzung

- 1. Senkung der Kosten für die Fremdfinanzierung zur Stärkung der Sachinvestitionen**
- 2. Geldpolitik erzeugt Inflation: gegen die drohende Gefahr der Deflation, Umkehr mittelfristig verankerter rückläufiger Inflationserwartungen:**
Mehr Inflation bis zur Zielinflationsrate von 2% erzeugen
3. Umstritten, ob durch die EZB gezielt gewollte Folgewirkung:
Verluste des Euroaußenwerts (Wechselkurs) beispielsweise gegenüber dem US \$ zugunsten der Euro-Exportwirtschaft

Deflationsgefahr im Euroland:
Erwartung auf sinkende Preise auf breiter Front sinkende Gewinne
Warum 2% als Zielinflationsrate?



3. Überlagernde Ziele:

- * **Stabilisierung** des Finanzsystems (übernimmt auch Funktionen des immer noch nicht funktionierenden Interbankenmarktes (anhaltendes Misstrauen zwischen den Banken))
- * **Geldpolitik** gegen Spekulanten im Eurosystem

Draghis Ceterum censeo (... Carthaginem esse delendam")

Am 26. Juli 2012 in London vor einer kleinen Gruppe weltweit für die Finanzmärkte relevanter Investoren:

Whatever it takes! ("...was auch nötig ist, um den Euro zu retten. Und glauben Sie mir, es wird genug sein")

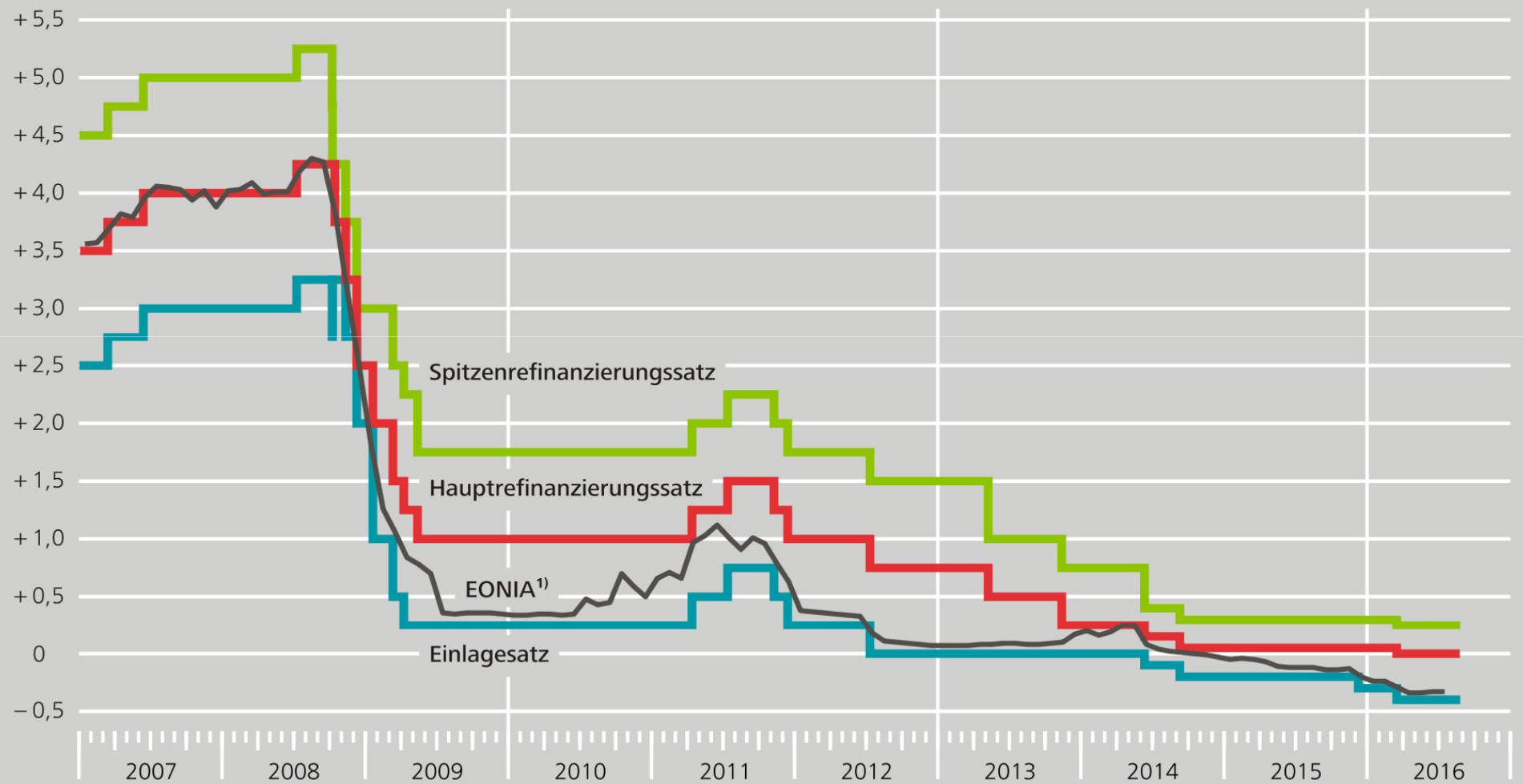
Geldpolitik plus ESM-Rettungsfonds (European Stability Mechanism):
Ende der Spekulationen auf den Zusammenbruch von Staaten!

Die geldpolitischen Instrumente

1. Leitzins (Hauptrefinanzierungssatz) bei 0,00% (kostenlose Liquidität für Banken)

Leitzinsen und Geldmarktzinsen im Euro-Raum

in %



Quelle: EZB. ¹⁾ Monatsdurchschnitte, Euro Overnight Index Average (EONIA).

Weitere aktuelle Informationen in den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank im Februar, Mai, August und November.

Deutsche Bundesbank

24 Aug 2016

2.1. Anleihkaufprogramm (Staatsanleihen, gedeckte Schuldverschreibungen, und ABS) nachgebessert auf monatlich 80 Mrd. € bis März 2017:
insgesamt 1,74 Bio. € (ausführlich nächste Folie)

2.2. Spannendes Programm: Zielgerichtete langfristige Refinanzierungsgeschäfte (4 Jahre) mit den Banken bei Nutzung für die Kreditvergabe: Zinssatz 0%;
beim Überschreiten einer Kreditvergabeschwelle gibt es Rabatte bis zu 0,4% (orientiert am Strafzins)

LRG: Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (engl. Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO));

LTRO: Longer-Term Refinancing Operations; das sind modifizierte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte

Die Verzweiflungstat: Ankaufprogramme von Wertpapieren

Am 16. März 2016 Programm zum Ankauf von Vermögenswerten von 60 auf 80 Mrd. € pro Monat erhöht: Bis März 2017 insgesamt 1,74 Bio. €

1. Asset Purchase Programm APP (Stand 26. August 2016)

- * Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (3 Programme 213 Mrd. €)
- * Ankauf von Asset Backed Securities (20,2 Mrd. €)
- * Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (990,8 Mrd. €)
- * Ankauf für die Wertpapiermärkte (108,4 Mrd. €)
- * Ankauf von Wertpapieren aus dem Unternehmenssektor (19,3 Mrd. €)

2. Corporate Sector Purchase Programm (CSPP)

Ankauf von Unternehmensanleihen seit dem 8. Juni 2016

- * Gütezeichen: Investment- Grade
- * Teil des Volumens der 80 Mrd. € pro Monat
- * Restlaufzeit 6 Monate bis 30 Jahre
- * Ankäufe auf dem Primär und Sekundärmarkt möglich
- * In Euro ausgezeichnet; Kauf von Nichtbanken im Euro-Währungsgebiet
- * Sechs nationale Notenbanken tätigen die Käufe

Ziel: "Wirkungen der Ankäufe von Vermögenswerten auf die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft zu verstärken" (EZB)

Problem: * Einfluss auf das gesamte Assetpreisgefüge

- * Abhängig von Unternehmen (VW, BASF, Anheuser-Busch-Inbev, Daimler)

Strafzins für Einlagen der Banken bei der EZB bei -0,40 %

- Ankauf von Wertpapieren durch die EZB schafft bei Banken Liquidität
- Statt Kredite zu finanzieren.... Überschussliquidität bei der EZB:
Zentralbankguthaben minus Mindestreserve-Soll plus Einlagenfazilität;
Bis Mitte 2016 in Richtung einer Billion €

Fazit:

Notenbank erzeugt Überschussliquidität, die im Eurobankensystem hängen bleibt, also nicht die Realwirtschaft erreicht.

Wirkungsanalyse der Politik des billigen Geldes im Milieu der Minuszinsen

1. Direkte Wirkungen: Transport monetärer Impulse in Realökonomie gelingt kaum.

* Anstatt monetär erzeugter Ankurbelung - **Wirtschaftswachstum** bleibt schwach.

* Niedrige Fremdfinanzierungskosten durchbrechen kaum den **Investitionsattentismus** durch kreditfinanzierte Investitionen:

Kreditvergabe durch Banken steigt im Verhältnis zu den Zinsen sehr schwach.

* **Inflationsrate** deutlich unter Zielrate von 2 % (Deflationsgefahr)

EZB-offiziell nicht intendierte, jedoch gerne mitgenommene Wirkung

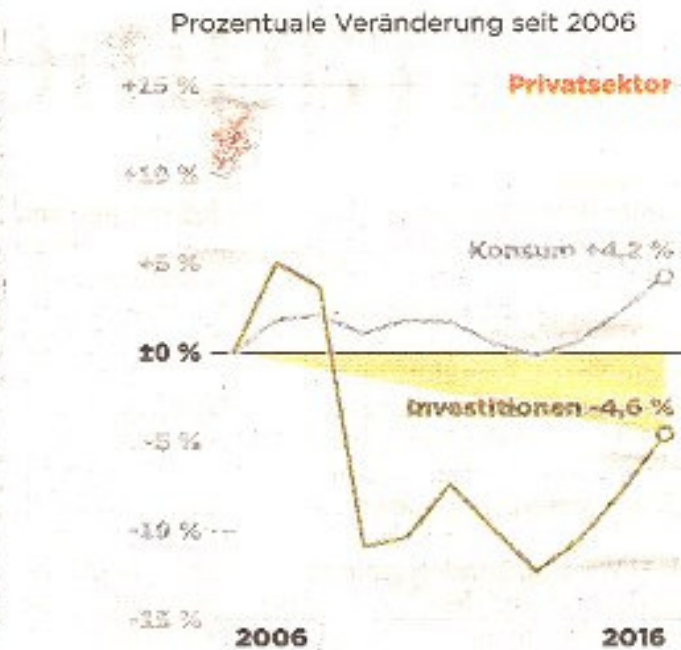
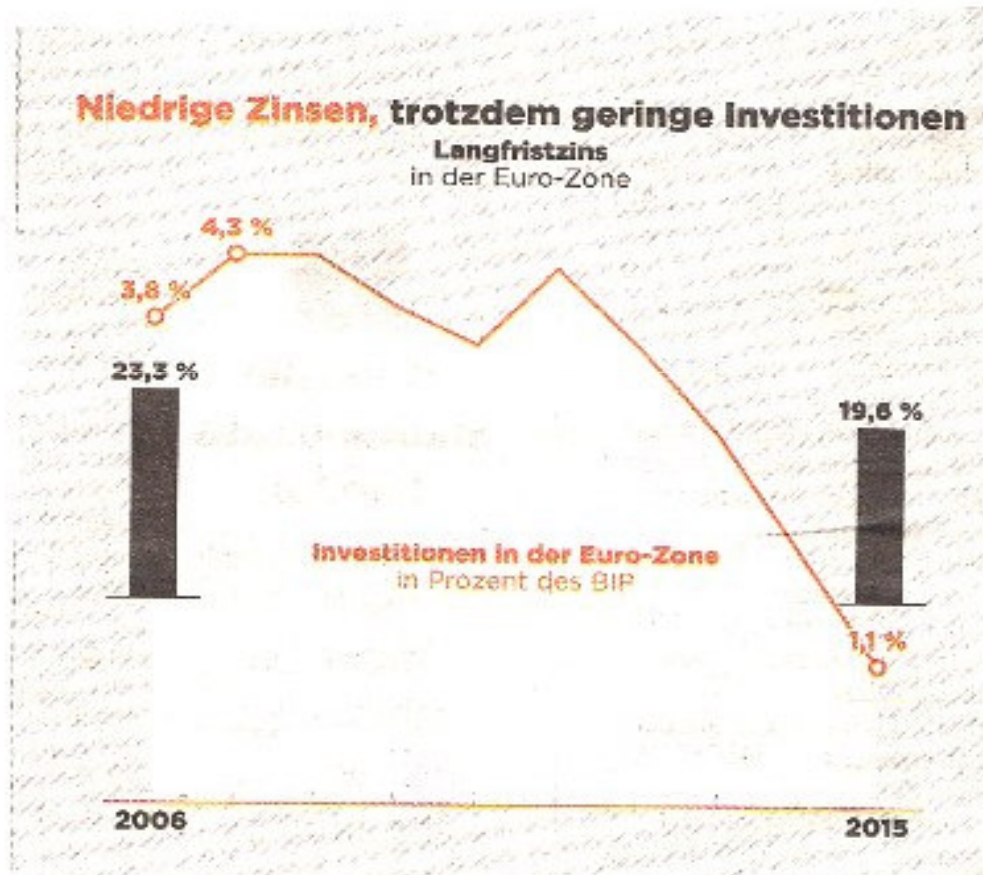
Eurowechselkursschwäche vor allem gegen über dem US \$ stärkt die Exporte.

Stabprojektion der EZB (in Klammern vorherige Prognose) vom 8.9.2016 in %

	2016	2017	2018
Real-Wirtschaftswachstum	1,7 (1,6)	1,6 (1,7)	1,6 (1,7)
Verbraucherpreise (HVPI)	0,2 (0,2)	1,2 (1,3)	2,6 (1,6)

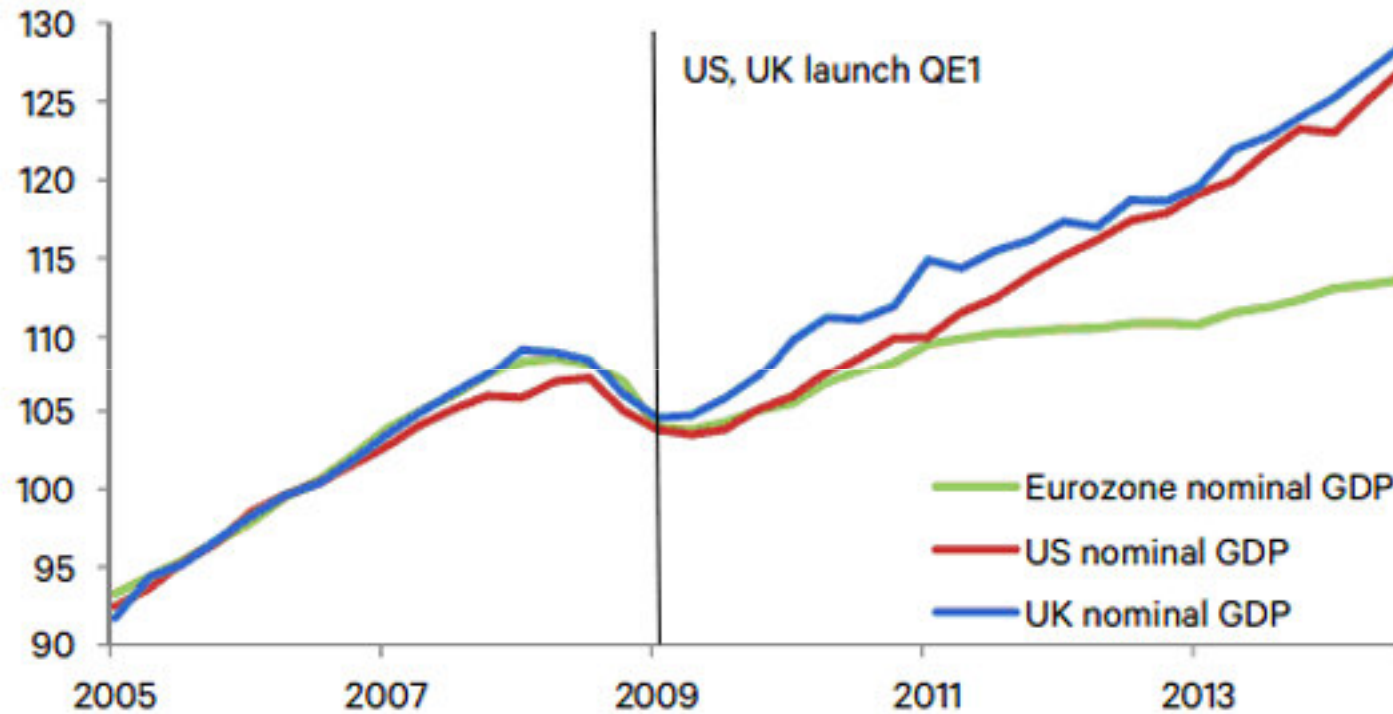
Fehlansage:

Billige Fremdfinanzierung verhindert den Investitionsrückgang nicht!



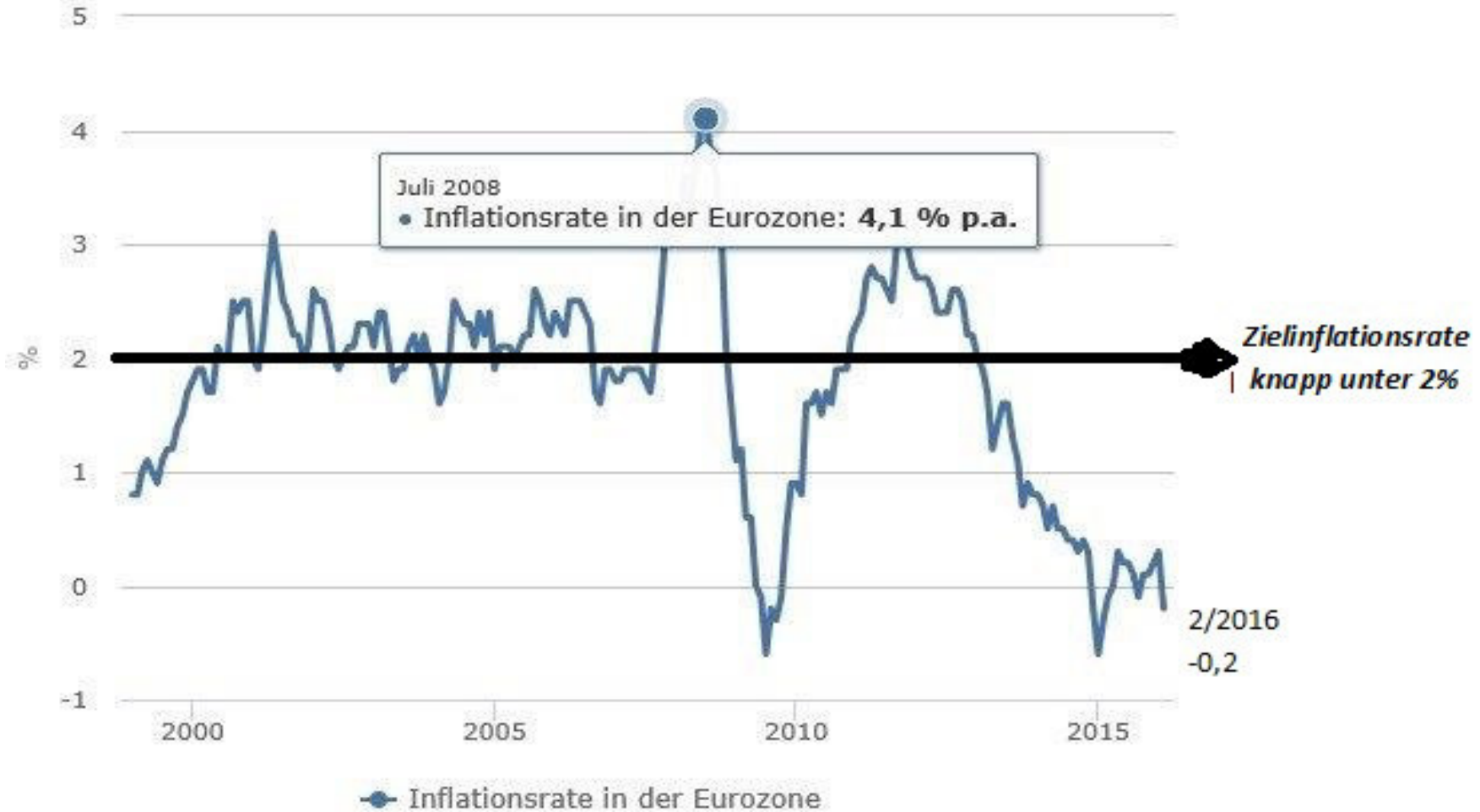
Fehlanzeige:

Expansive Wirkung auf wirtschaftliches Wachstum bleibt schwach



Fehlanzeige:

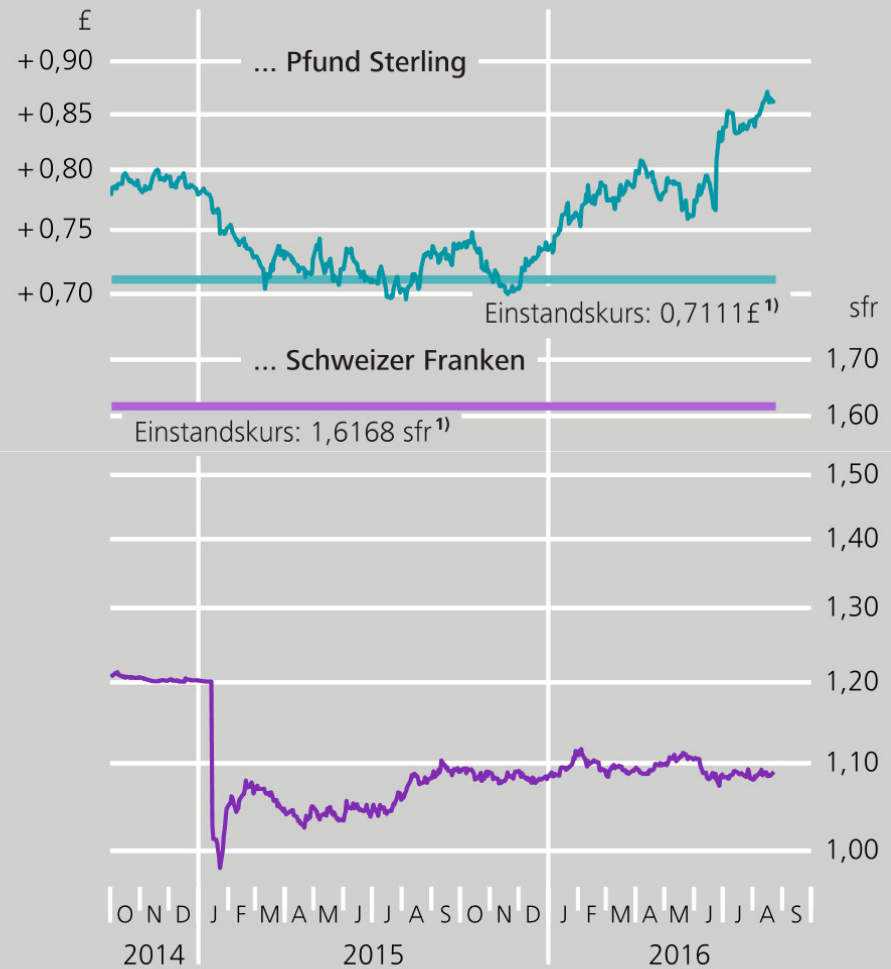
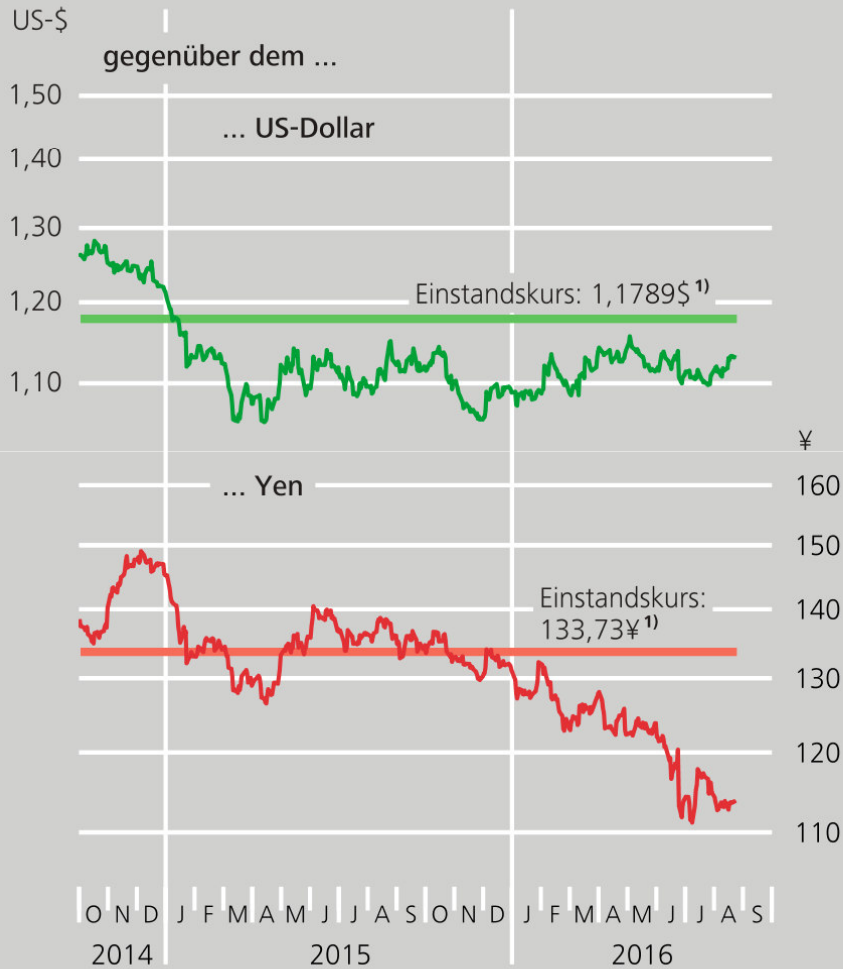
Zielinflationsrate trotz Verschärfung der expansiven Geldpolitik (noch) nicht erreicht



Euro-Wechselkursabwertung gegenüber US\$ und Yen erreicht

Wechselkurs des Euro

Tageswerte; log. Maßstab



¹⁾ Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4.1.1999.

Weitere aktuelle Informationen in den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank im Februar, Mai, August und November.

Geldpolitisches Dilemma der EZB : Transmission in die Realwirtschaft gelingt nicht

Kritik des unterstellten monetären Transmissionsmechanismus

Systemische Gründe des Versagens der zinspolitischen Steuerung

- * **Kreditabhängigkeit** der Produktionsunternehmen von der über Banken vermittelten Fremdfinanzierung ist geschrumpft (wachsende Bedeutung der Eigenfinanzierung).
- * **Banken** sind bei Kreditvergabe (auch wegen Basel III) restriktiv.
- * **Heutige Investitionsentscheidung** nicht abhängig von Bankenzinsen: Vielmehr erwartete effektive Nachfrage entscheidend!

Gefährliche Nebenwirkungen: Die negativen Folgen der Null- bzw. Minuszinspolitik

1. Das (normale) Geschäftsmodell der Banken mit dem Schwerpunkt im klassischen Einlagen-/Kreditgeschäft wird belastet.

- * Zinsspanne (Kreditzinsen gegenüber Einlagenzinsen) senkt Rendite.
- * Es fehlt an rentablen Anlagen für die wachsenden Kundeneinlagen.

- * Banken geben die Minuszinsen auf Einlagen bei der EZB sowie die sinkenden Zinsmargen an die Kunden weiter:
 - + Gebühren für Girokontenführung werden erhöht / eingeführt.
 - + Minuszinsen auf (hohe) Einlagen werden erhoben.

Beispiel: Raiffeisenbank in Gmund am Tegernsee: Zinsen auf Verwahrgelten

**Der absurde Minuszinskapitalismus gewinnt an Bedeutung.
Steuerung über Zinsen außer Kraft.
Liquidität wird mit Minuszinsen bestraft.
Basis des Geldsystems erodiert.**

2. Die privaten Haushalte als die Verlierer der Minuszinspolitik

Mit der Behauptung von der „**Enteignung der Sparer**“ werden die ökonomischen Systemzusammenhänge verdrängt:

- + In kapitalistischen Marktsystemen gibt es **keinen Mindestanspruch** auf Zinsen.
- + Realzinsverluste gab es auch in mehreren Perioden zu Zeiten der Deutschen Bundesbank (allerdings hohe Zinssätze bei vergleichsweise hohen Inflationsraten).
- + Alternativkosten geldpolitisch höherer Zinsen: Deflationsgefahr, Einkommensverluste durch Arbeitslosigkeit.

Abhängigkeit vom Sparvermögen politisch gewollt: Quasi-Zwang zur kapitalbezogenen Altersvorsorge infolge des Abbaus der gesetzlichen Sicherung. Rückkehr zum Armut verhindernden Sozialstaat.

- + Achtung: **Anlageverhalten der privaten Haushalte** ändert sich in Richtung risikostärkerer Anlageformen

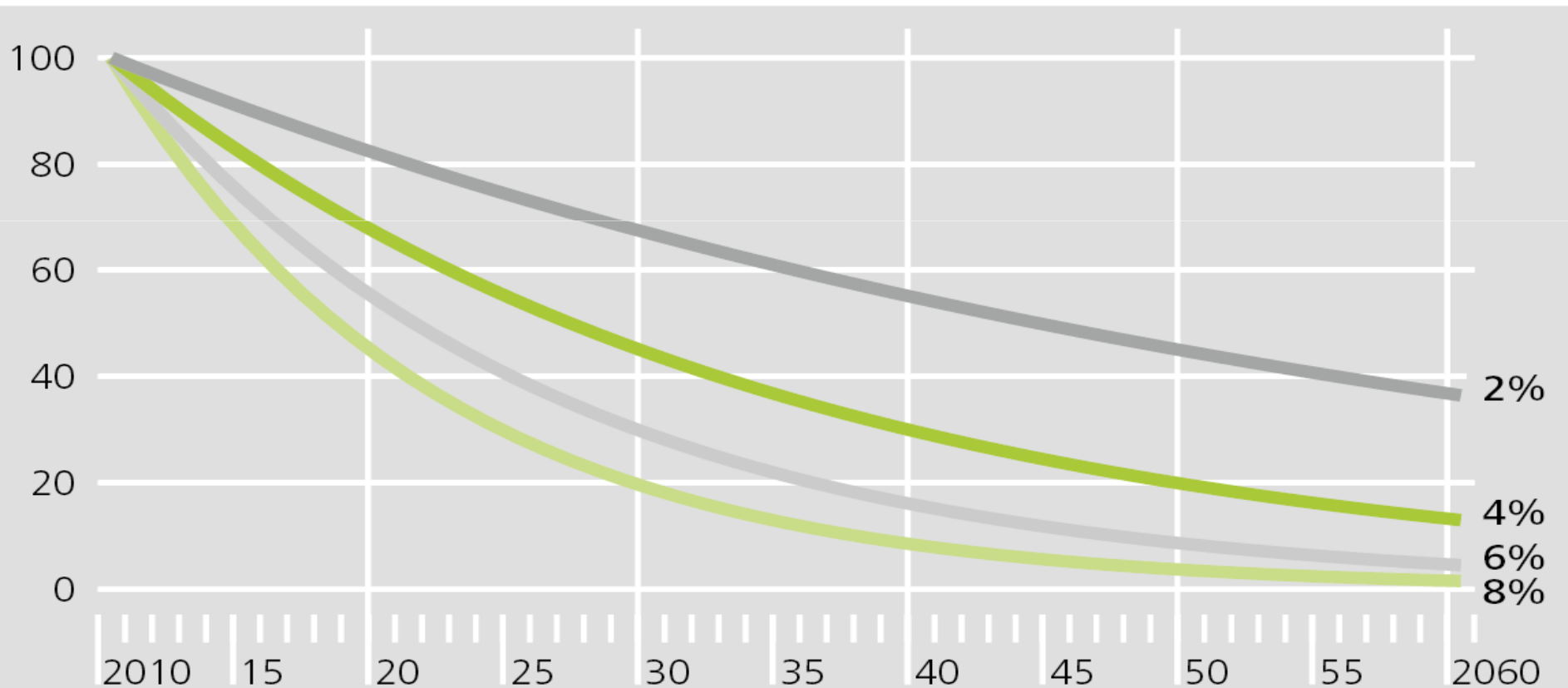
2. Die privaten Haushalte als die Verlierer der Minuszinspolitik

* Nominalzinsen in der Nullzone

* Bei darüber liegender Inflationsrate: reale Verluste beim Sparvermögen

Geldwertverlust bei verschiedenen Inflationsraten

Euro



Deutsche Bundesbank, Januar 2013

Reale Negativzinsen auf Einlagen nichts Neues: Insbesondere auf Spareinlagen keine inflationsausgleichenden Zinszahlungen (vor der Finanzkrise) Zinsillusion vor allem in den 1979er Jahren und Anfang der 1990er Jahre

Reale Verzinsung von Einlagen in Deutschland¹⁾

in %, monatlich

+8 Gemäß Bundesbank-Zinsstatistik¹⁾

+6
+4
+2
0
-2
-4

■ Sichteinlagen²⁾
■ Spareinlagen²⁾
■ Termineinlagen²⁾



• Inflationsbereinigt, bis 1998 mit dem Preisindex für die Lebenshaltung privater Haushalte in Westdeutschland, ab 1999 mit HVPI. **1** Zinsen sind nicht volumengewichtet, Neugeschäft. **2** Zinsen sind mit dem jeweiligen Volumen gewichtet, Bestandsgeschäft. **3** Bundesbankeigene Schätzungen. **4** Kündigungsfrist bis drei Monate.

Deutsche Bundesbank

Gefährliche Nebenwirkungen: Die negativen Folgen der Null- bzw. Minuszinspolitik

3. Die durch die EZB geschaffene Liquidität wird nicht zur Finanzierung von Realinvestitionen, vielmehr zum **Kauf von Finanzmarktprodukten** (vor allem Aktien) genutzt. Geldpolitik treibt Börsenkurse nach oben. Der **Deflation** auf den Warenmärkten steht eine **Vermögenspreisinflation** (Asset Price Inflation) gegenüber. Mit Kursabstürzen muss gerechnet werden.
4. Billige Liquidität zur **Finanzierung (auch feindlicher) Übernahmen**: Private Equity Fonds / Hedegfonds („Heuschrecken“). Schattenbanken aktiv!

3. Geldpolitik forciert **ungerechte Verteilungswirkung**:

3.1. ***Sparerhaushalte als (relative) Verlierer auf den Finanzmärkten***

* Sparerhaushalte kaum Kapitaleinkünfte wegen Niedrigzinsen

* Reale Vermögensverluste (Nominalzins < Inflationsrate)

Dagegen: ***Vermögende Anleger*** auf Aktien- und Immobilienmärkten profitieren von expansiver Geldpolitik (so lange Blase nicht platzt).

***Hinweis durch die Präsidentin der US-Notenbank Janet Louise Yellen:
Geld treibt ungerechte Vermögensverteilung an!***

3. Geldpolitik forciert **ungerechte Verteilungswirkung**:

3.2. Gewinner auf den Vermögensmärkten: Gespaltene Entwicklung

- + Aktien- und Immobilienmärkte boomen**
- + Dagegen festverzinsliche Wertpapiere im Sog der Niedrigzinspolitik (Minusrenditen)**

Risiko: Kursabsturz bei platzender Aktienblase sowie Verluste durch Immobilienkrise

3.3. Gewinner vor allem der Schuldenstaat:

Zinsgewinne der Bundesfinanzminister:

Von 2008 bis 2015 um 122 Mrd. € verringerte Zinszahlungen

(Vergleich mit ursprünglichen Haushaltsplanungen)

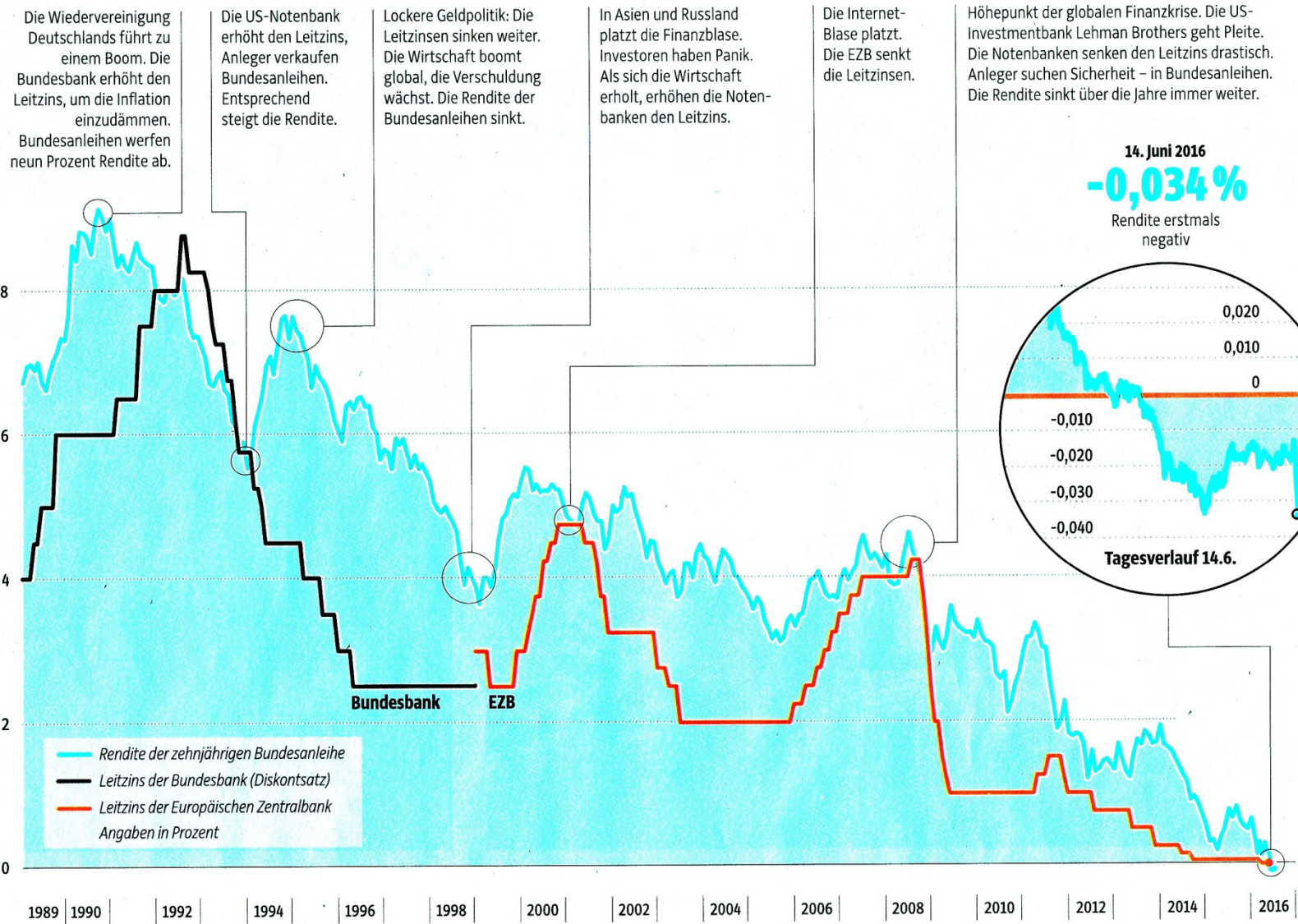
DAX UND BUNDESANLEIHEN



QUELLE: BLOOMBERG

Nullsummenspiel

Erstmals ist die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe negativ



SZ-Grafik; Quelle: Bloomberg

Quelle: Süddeutschen Zeitung am 16. Juni 2016

Entkoppelung der Aktienkurse vom wirtschaftlichen Wachstum: Kurssturzrisiko hoch



Fazit: Der Minuszinskapitalismus

Steuerung des Geldsystems über die Geldpolitik stößt auf Grenzen: Negative Zinsen gelten als Vorboten der Bargeldabschaffung

- * Der absurde Minuszinskapitalismus verbreitet sich.
- * Steuerung über Zinsen außer Kraft
- * Liquiditätshaltung wird diskriminiert.

Logische Konsequenz: Bargeldabschaffung

Auflösung von Bankeinlagen durch Bargeldabzug (in Tresore, Verstecke zu Hause) verhindert Wirksamkeit der Geldpolitik mit Minuszinsen (Tresorbranche im Aufschwung)

„Der Krieg gegen das Bargeld läuft schon längst!“

(Kenneth Rogoff / Larry Summers / Peter Bofinger, John Cryan (Deutsche Bank;

„In zehn Jahren wird das Bargeld wahrscheinlich nicht mehr existieren.“)

Totale Erfassung und Kontrolle aller (regulären) monetären Transfers.



Exkurs

Die komplette Verzweiflungstat: Geld fällt wie Manna vom Himmel

Foto: Paul Zinken / dpa



***Parabel vom Helikoptergeld:
Verzweiflungsidee im Kampf gegen Deflation
Geldzuteilung ohne Zinssystem***

- Bei drohender Deflation, Wirtschaft direkt über volkswirtschaftliche Ausgaben ankurbeln
- Anstieg der Inflation gewollt (bei EZB zumindest bis Zielinflationsrate 2 %)
- Direkt Geld an die Unternehmen und privaten Haushalte mit der Hoffnung auf Rücklauf in die Wirtschaft durch zügig getätigte Käufe
- Eingeständnis: Die Steuerung der Geldmenge über die Notenbank versagt: **Notenbank** bietet massenhaft Liquidität dem Bankensystem billig bzw. zum Nulltarif an:
Geschäftsbanken senken die Zinsen für Kredite  **Wirtschaft**
steigert fremdfinanzierte Investitionen  konjunktureller
Aufschwung ohne sich verstärkende Inflationserwartungen
- Geldpolitische Transformation gelingt nicht: Beispiel Europäische Zentralbank: Bankensystem verweigert Gefolgschaft

Ideengeschichtliche Verankerung der Parabel vom Helikoptergeld

- * Idee entstand in der Kontroverse um die Lehren aus der „Great Depression“ (Ben Bernanke)
- * Milton Friedman (Ultramonetarist 1912- 2006) eher gemeint als Theoriewitz in „The Role of Monetary Policy (1968) und „The optimal Quantity of Money“ (1969): „Nehmen wir an, eines Tages fliegt ein Hubschrauber über die Gemeinde und lässt 1 000 \$ Banknoten vom Himmel fallen...“
Friedman polemisiert eher mit dieser Parabel gegen den Erfindungsreichtum zum Antreiben der Inflation (Geldmenge einzige Ursache der Inflation)
- * Ben Bernanke, ehemaliger FED-Präsident in seiner Rede zu den Lehren aus der japanischen Deflation 2002 ; Spitzname Helikopter-Ben (hat Vorschlag realisiert)
- * unlängst Hinweis vom Chefökonom der EZB, Peter Praet „sehr interessantes Konzept“ – mittlerweile komplett verworfen

So könnte Helikoptergeld funktionieren: Die Verteil- Varianten

Variante 1: Staat finanziert über Staatsschulden Helikoptergeld

Beispiele: 2008 durch G.W. Bush „Programm zur Stimulierung des Konsums“:

Steuernachlässe von 600 \$ bis 1 200 \$ für Einzelpersonen +

Schecks („Konsumschecks“) mit 300 \$ an extrem niedrige Einkommensbezieher, Rentner/innen, keine Lohnsteuerpflicht

Variante 2: EZB eröffnet Konten für Privatpersonen und schreibt einen Betrag ohne Zinsansprüche gut. Verfallsdatum zwingt zum schnellen Ausgeben. Zum Bilanzausgleich nimmt EZB virtuelle Anleihen (nicht zurückzahlbar und ohne Zinsen) in Bilanz.

Variante 3: EZB druckt Geld und überweist an den Staat, der dieses ausgibt. Staat gibt dafür unbefristete und zinslose Anleihen an die EZB.

Zwei Beispiele aus der Praxis:

* *Begrüßungsgeld* in Deutschland; zwischen November und Dezember 1989 ca. drei bis vier Mrd. Mark

* *Abwrackprämie* ab 2009; 2 500 € für Neuwagen; insgesamt 5 Mrd. €

Helikopter Geld: Keine nachhaltige Lösung

- * **Akzeptanz- und Vertrauenskrise** in das Geldsystem
- * Instrumentarium, das nicht an den **Ursachen der Krisen** ansetzt:
Weltweit überschüssiges Kapital (S) gegenüber unzureichendem Einsatz in volkswirtschaftliche Ausgaben (private und staatliche Investitionen und Konsum, I): **S > I**

Die **alternative Vorgehensweise** gegen wirtschaftliche Stagnation und Arbeitslosigkeit

- * Antwort auf die „Great Depression“: New Deal
- * Geldpolitik der EZB muss finanzpolitisch unterstützt werden;
expansive Geldpolitik scheitert an Schrumpf-Fiskalunion
- * Masseneinkommen stärken auch durch eine expansive Lohnpolitik
- * Einkommens- und Vermögensumverteilung

Zurück zur EZB:

Herausforderungen und Dilemmata

Kritik des unterstellten monetären Transmissionsmechanismus

Empirische Evidenz: Selbst der leichte Anstieg der Kreditvergabe in den letzten Monaten steht im krassen Widerspruch zu der massiven Politik billigen Geldes (Zuwachs Januar 2015 auf April 1,1).

Bei Nullzins bewirkt dies kaum Zuwächse an **kreditfinanzierten Realinvestitionen**

Systemische Gründe der Versagens der zinspolitischen Steuerung

- * **Kreditabhängigkeit** der Produktionsunternehmen von der über Banken vermittelten Fremdfinanzierung ist geschrumpft
- * **Banken** sind bei Kreditvergabe (auch wegen Basel III) restriktiv
- * **Heutige Investitionsentscheidung** nicht abhängig von Bankenzinsen: Vielmehr erwartete effektive Nachfrage entscheidend!

Zurück zur Geldpolitik im Minuszinskapitalismus

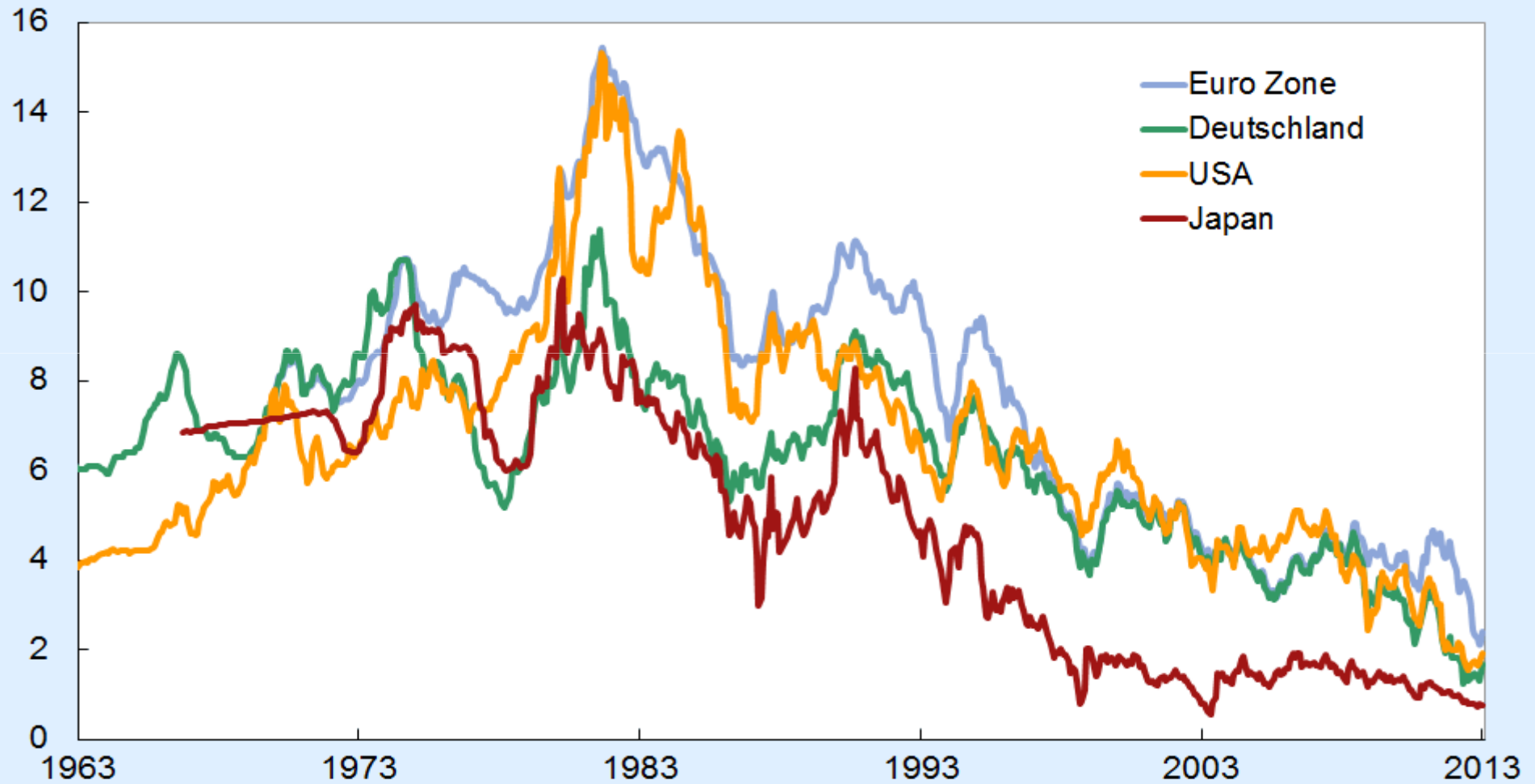
Einbettung der Geldpolitik in die langfristige Entwicklung der Renditen auf den Kapitalmärkten:

1. Verfall der Langfristzinsen (Renditen auf den Kapitalmärkten)
2. Ohnmacht statt Macht der EZB

Die Notenbank ist nicht Gestalterin, sondern sie wird von weltweit sinkenden Renditen auf den Finanzmärkten getrieben.

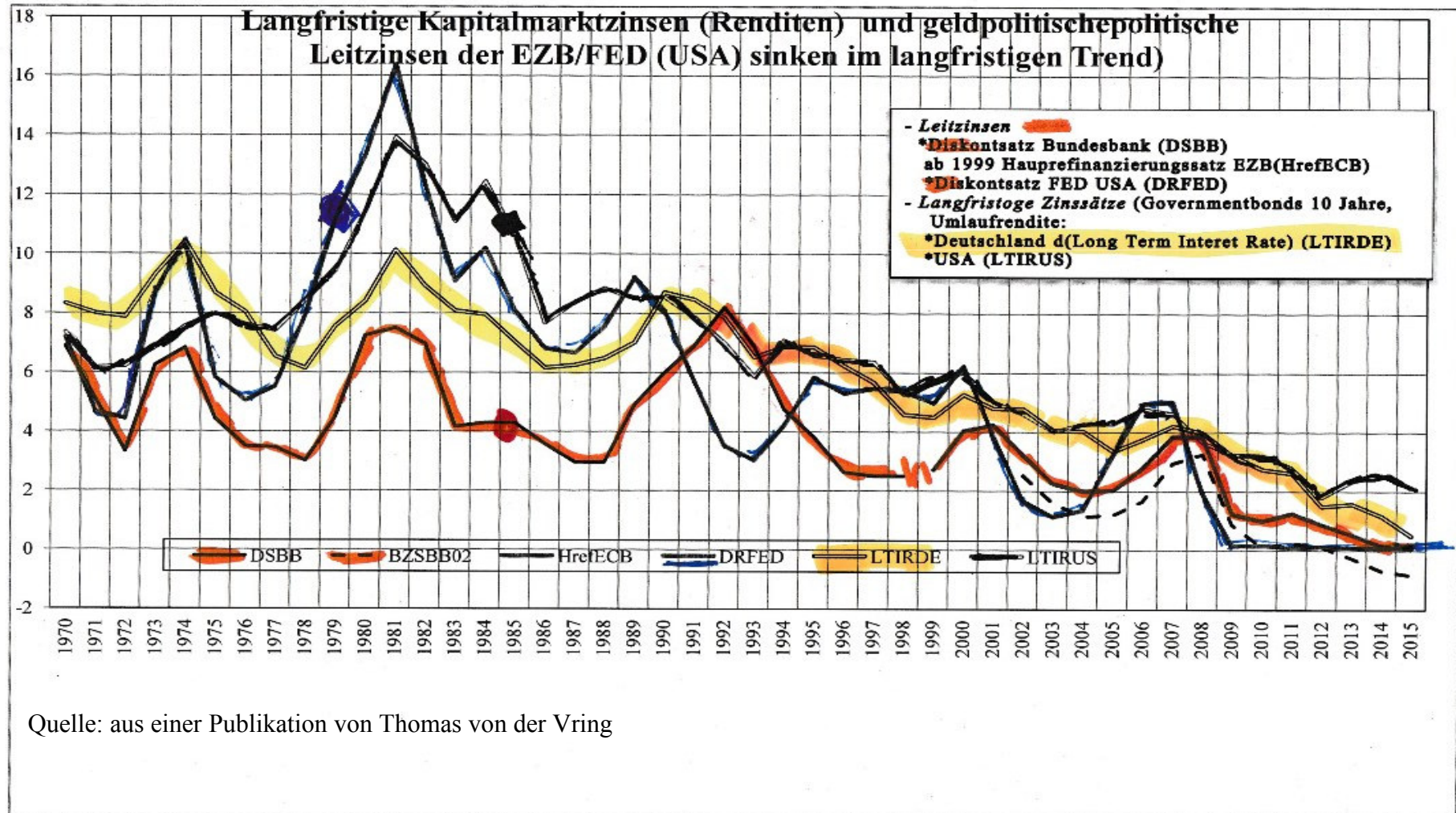
Das zeigt der Vergleich der Leitzinsen mit den Renditen von Staatsanleihen!

Achtung: Nicht nur die Zinssätze für Spareinlagen, auch die Zinssätze auf den Kapitalmärkten seit den 1980er Jahren rückläufig
Langfristige Zinsen ¹⁾



1) Government Bond Yields (10 Jahre)
Quelle: EcoWin

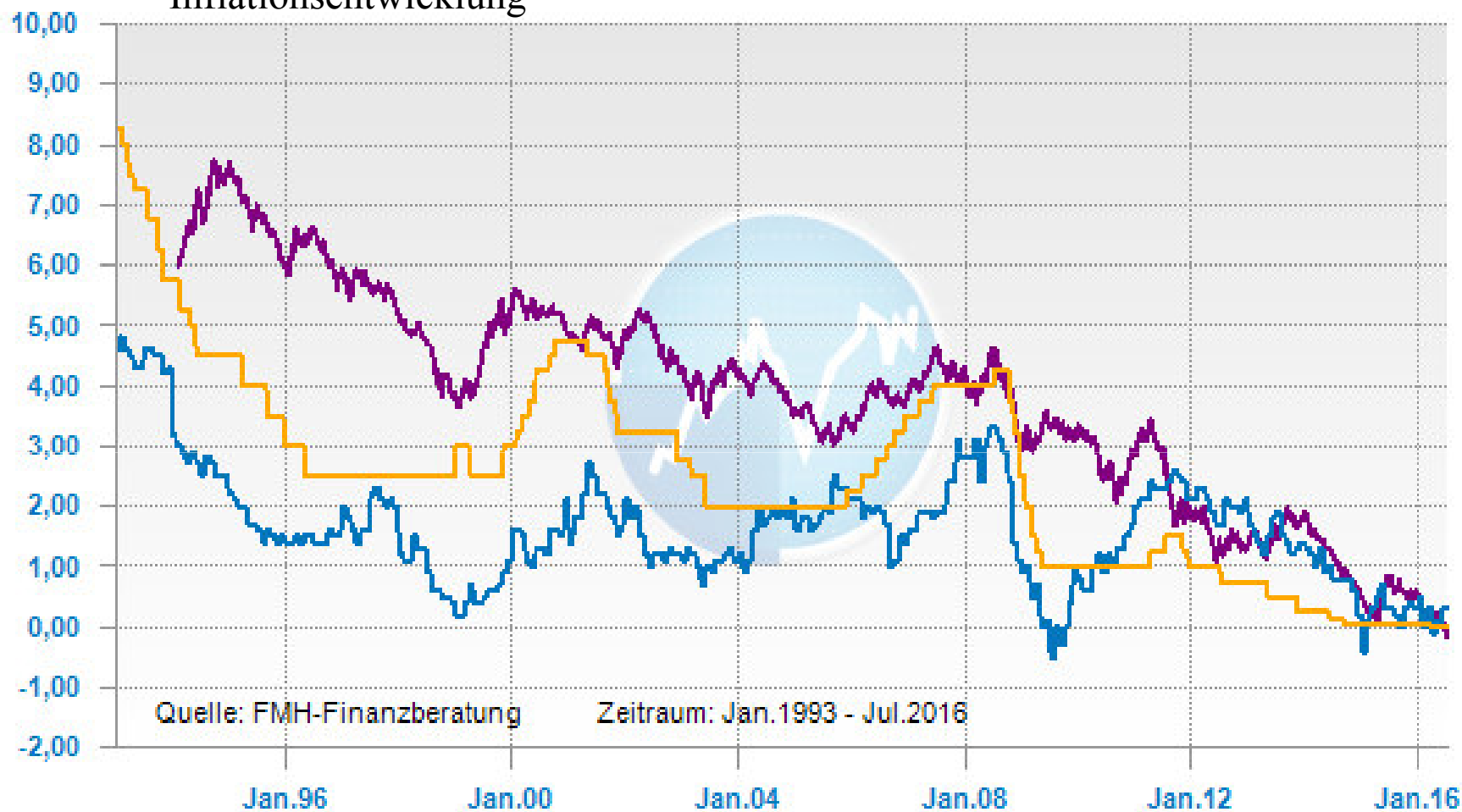
Langfristige Entwicklung: Geldpolitische Leitzinsen sowie langfristige Zinssätze (Umlaufrenditen)



Die beiden Triebkräfte der Leitzinsentwicklung:

* Renditen festverzinslicher Wertpapiere (hier: 10 jährige Bundesanleihe)

* Inflationsentwicklung



— Bundesanleihe 10 Jahre	Min: -0,16	Max: 7,73	Durchschnitt: 3,79
— Inflation	Min: -0,50	Max: 4,80	Durchschnitt: 1,62
— EZB-Leitzins	Min: 0,00	Max: 8,25	Durchschnitt: 2,53

Die Ursachen

Überschüssiges Kapital sucht rentable Anlagen

Sparen > Investieren (auch in Deutschland)

- * Einkommen wird nicht ausreichend in volkswirtschaftliche Ausgaben (Konsum und Investitionen) transformiert.
- * Geldvermögensüberschuss bei den privaten Haushalten wird nicht durch ausreichende Kreditaufnahme des Staates / der Unternehmen (sinkende Kreditabhängigkeit) abgeschöpft.

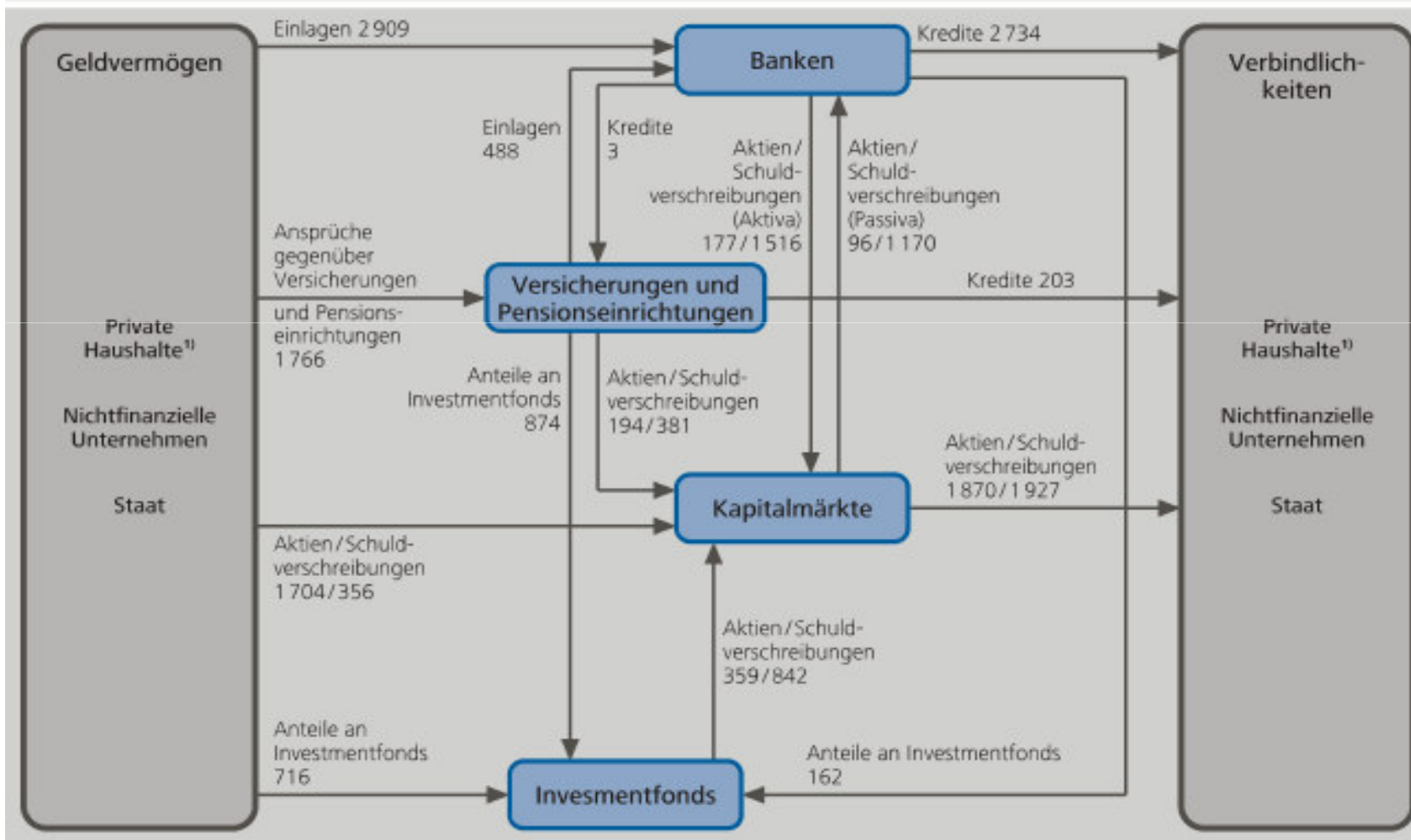
Ein Lösungsvorschlag:

1. Abbau der Vermögenskonzentration
2. Abschöpfung der Vermögen zur Erhöhung öffentlicher Ausgaben

Überschusssektor Private Haushalte gegenüber (nicht-finanziellen) Unternehmen und dem Staat

Vereinfachte Struktur des deutschen Finanzsystems^{*)}
 (einschließlich zugehöriger Finanzbeziehungen mit dem Ausland)

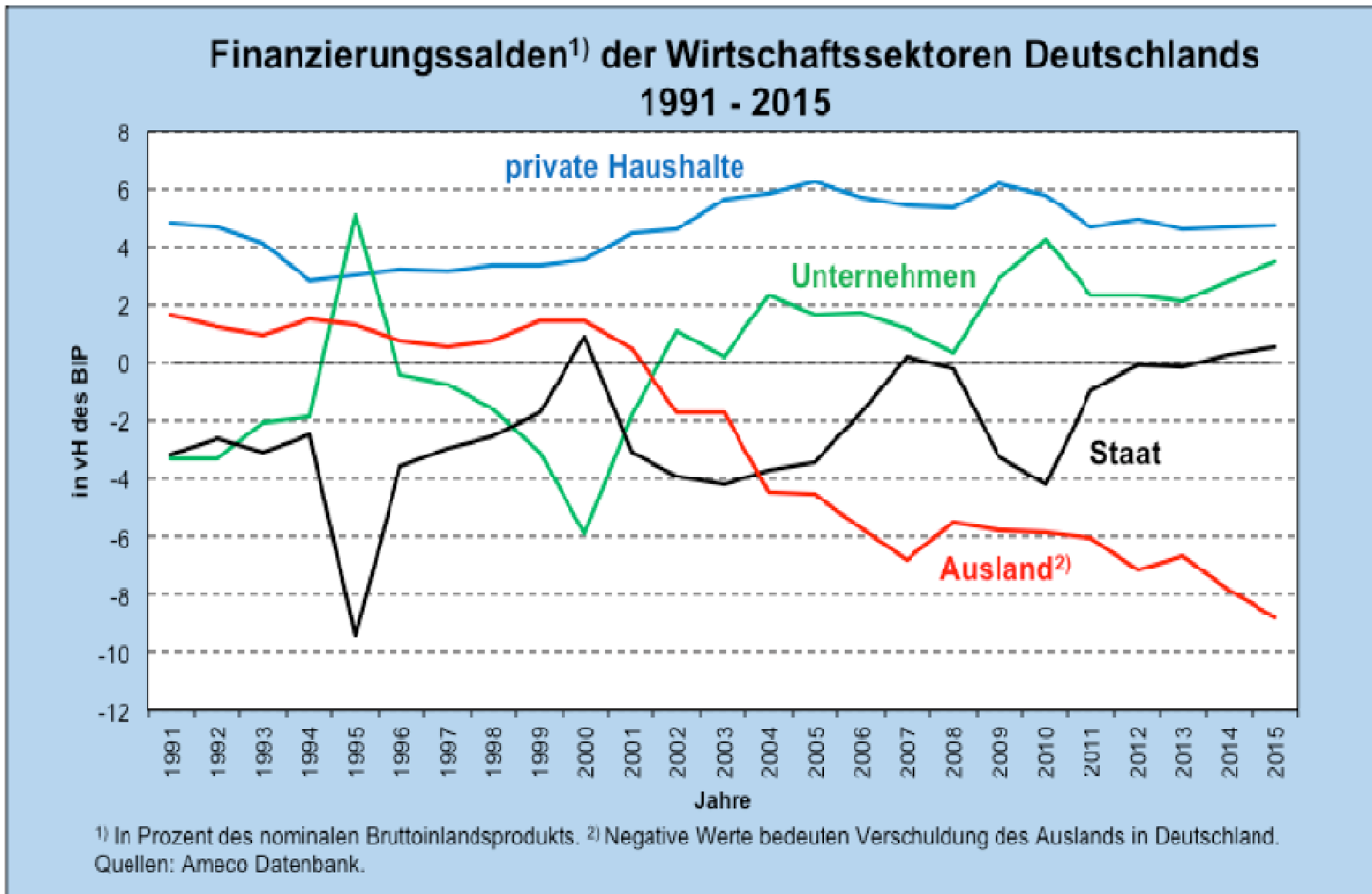
Stand am Jahresende 2015; Mrd €



* Pfeilrichtung zeigt Forderungen an. **1** Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

Deutsche Bundesbank

Welcher Sektor übernimmt die hohe Geldvermögen der privaten Haushalte zur Kreditfinanzierung? Staat fällt durch Schuldenbremse aus!

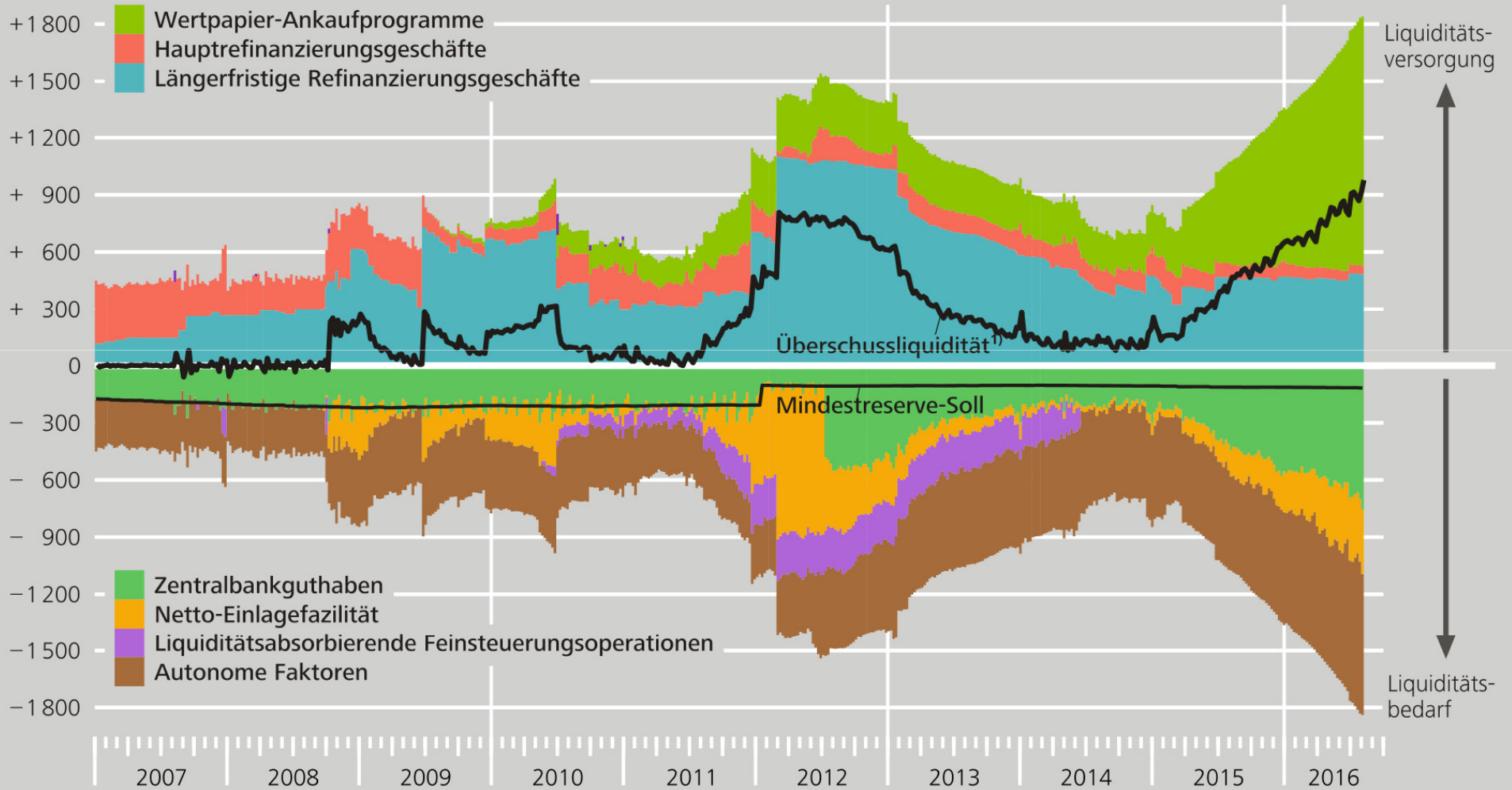


Euro-Bankensystem:

Mangels der Transformation der Einlagen in die Kreditvergabe steigt die Überschussliquidität

Liquiditätsbedarf des Euro-Bankensystems und Liquiditätsversorgung

Mrd €, Wochenwerte



Quelle: EZB. **1** Zentralbankguthaben minus Mindestreserve-Soll plus Einlagefazilität.

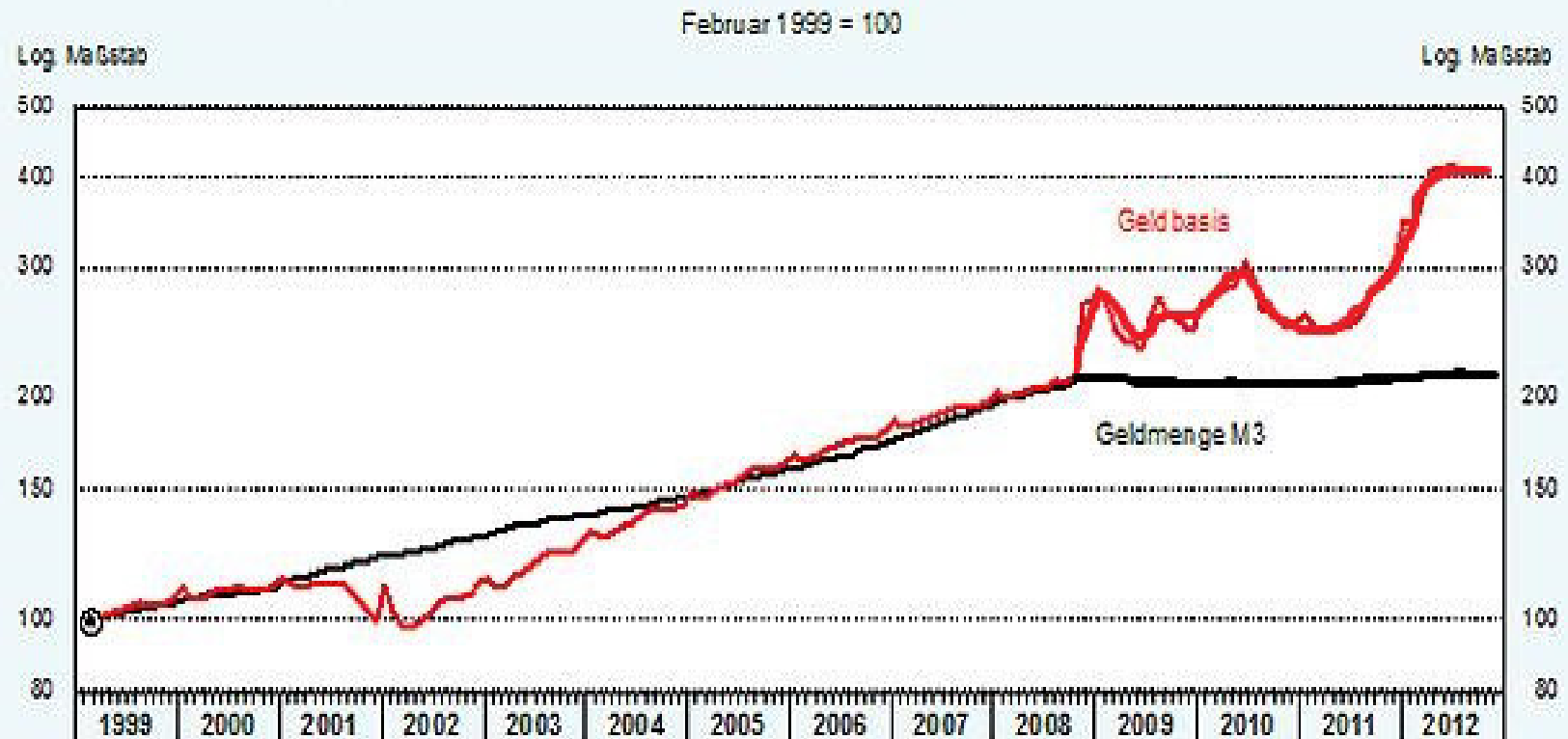
Weitere aktuelle Informationen in den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank im Februar, Mai, August und November.

Deutsche Bundesbank

24 Aug 2016

Die Ausweitung des flüssigen Geldes (Liquidität) bei den Banken (Geldbasis) schlägt nicht auf die Zunahme der für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage entscheidenden Geldmenge (M 3) durch – Eine sich steigernde Inflation ist nicht zu erwarten!

Liquiditätsschwemme Geldbasis und Geldmenge M3 im Euro-Raum



Quelle: Thomson Financial Datastream

Fazit: Quantitative Easing - eine Verzweiflungstat in der Liquiditätsfalle

- * Überschüssige Liquidität findet nicht den Weg in die Finanzierung volkswirtschaftlich zukunftsfähiger Ausgaben.**
- * Die EZB kann Banken in der gegebenen Ordnung nicht zu geldpolitisch konformem Verhalten zwingen. Sie kann nur umfangreiche Anreize setzen. Diese allein reichen jedoch nicht aus.**
- * Maßgeblich ist eine Stärkung der Nachfrage, über die es für Unternehmen wegen der Gewinnerwartungen attraktiv wird, Kredite für Investitionen aufzunehmen: Lohn- und Finanzpolitik sind gefordert.**

Kurze Erklärung der Liquiditätsfalle: Zinspolitik allein scheitert mit der Aufgabe, die Wirtschaft anzukurbeln

Bedingungen:

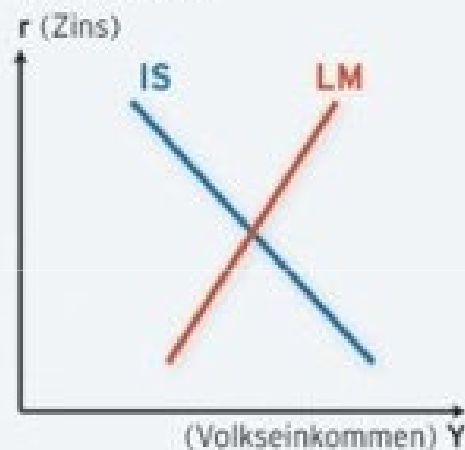
- **Die Notenbank senkt Leitzins, erhöht das Geldangebot: Der Impuls bleibt jedoch in der Liquiditätskasse hängen, Geldnachfrage zinselastisch, d.h. Geldangebot steigt, jedoch die gesamtwirtschaftliche Produktion bewegt sich nicht.**
- **Sachinvestitionen mangels Vertrauen in die wirtschaftliche Entwicklung bleiben trotz der Niedrigzinsen wirkungslos, also zinsunelastisch: sinkende Zinssätze lösen mangels nachfragebedingter Gewinnerwartungen keine Sachinvestitionen aus.**

Geldpolitik allein kann Deflationsspirale mangels effektiver Nachfrage nicht durchbrechen!

John Maynard Keynes hat den Weg aus der Liquiditätsfalle unter der Erfahrung der Weltwirtschaftskrise Ende der 1920er Jahre gewiesen.

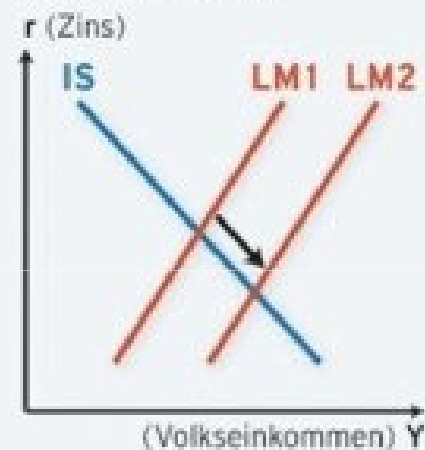
Wie Ökonomen Keynes' Theorie schematisiert haben - eine Kurvendiskussion

Das Grundmodell



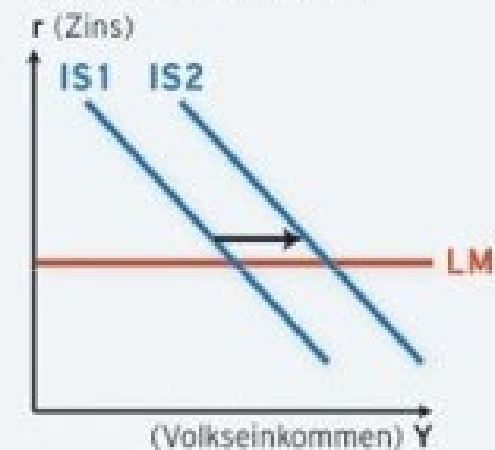
Auf der **IS-Kurve** gilt: Investition = Ersparnis.
Auf der **LM-Kurve** gilt: Geldnachfrage = reales Geldangebot. Beides muss im Gleichgewicht der Wirtschaft erfüllt sein. Darum markiert der Schnittpunkt von IS- und LM-Kurve den Zustand, in dem sich die Wirtschaft befindet.

Geldpolitik im Grundmodell



Im Normalfall steigt das Volkseinkommen, wenn die Zentralbank die Zinsen senkt.

Fiskalpolitik in der Liquiditätsfalle



Wenn Zinssenkungen nicht mehr wirken, kann der Staat das Volkseinkommen erhöhen, indem er seine Ausgaben/Investitionen steigert.

Was tun?

Expansive Geldpolitik durch aktive Finanzpolitik unterstützen: Gesamtwirtschaftliche Nachfrage generieren

- * OECD: Ultralockere Geldpolitik hat „die Grenzen des Machbaren erreicht.“
- * Geldpolitik allein kann wirtschaftliche Entwicklung nicht ankurbeln.
- * Investitionen und damit Produktivsteigerung bleiben aus.
- * Komplementär expansive Finanzpolitik wird gebraucht (restriktiv wirkender EU-Fiskalpakt „ist Teil des Problems“, J. Stiglitz)
- * Aktive Finanzpolitik muss beitragen zum „Prozess kreativer Zerstörung“

Was tun?

Expansive Geldpolitik durch aktive Finanzpolitik unterstützen: Gesamtwirtschaftliche Nachfrage generieren

- Restriktionen durch Fiskalpakt abbauen: Öffentliche Haushalte gesamtwirtschaftlich zur Nachfragestärkung einsetzen
- Für die gesamte EU: Öffentliche Investitionsoffensive - Junckerplan mit 315 Mrd. Volumen geht in die richtige Richtung; allerdings unterstellte Hebeleffekte zugunsten privater Investitionen naiv; unterstellter Multiplikator von 15 - 100 € öffentlich veranlassten Investitionen sollen bei einem Multiplikator das Bruttoinlandsprodukt um 150 € erhöhen.
- Krisenländer wie Griechenland: Wechsel von der Austeritätspolitik zu einer Politik des ökonomischen Aufbaus (Herkulesplan) + Reformen
- Für Deutschland: Ein Infrastrukturfonds
 - * 10 Jahre pro Jahr 10 Mrd. €
 - * Abbau des Substanzverlustes beim öffentlichen Vermögen
 - * Stärkung der Gemeinden und Städte

Ausbau des Eurosystems zur Haftungs- und Verantwortungsunion!

Schlussfolgerungen

- 1. Abbau der Vermögenskonzentration und Umverteilung zur Stärkung der Masseneinkommen**
- 2. Gesetzlich garantierte Lebensstandardsicherung durch Abschaffung der Riesterrente**
- 3. Ende der Austeritätspolitik durch den investierenden Staat: öffentliche Infrastruktur, Sozialstaat und öffentlicher Beschäftigungssektor**