

*Christoph Deutschmann*

## Die Negativzinspolitik der Notenbanken: Strukturelle Hintergründe und geldtheoretische Konsequenzen<sup>1</sup>

Es geht in meinem Beitrag um eine Einschätzung der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und anderer führender westlicher Notenbanken nach 2008 bis zur Gegenwart. Diese Politik weist, wie ich im ersten Schritt argumentieren werde, eine Reihe von historisch neuartigen Zügen auf (der Ausdruck »revolutionär« wäre vielleicht übertrieben), die sich bereits vor der Corona-Krise klar herausgebildet haben. Im zweiten Schritt geht es dann um die Diskussion der Ursachen. Es hat sich inzwischen herumgesprochen, dass die Null- und Negativzinsen nicht auf eine Verschwörung Mario Draghis oder anderer Notenbankgouverneure zurückzuführen sind, sondern eine Reaktion der Geldpolitik auf strukturelle Verwerfungen an den Kapitalmärkten darstellen, deren Ursachen freilich kontrovers sind. Im dritten Schritt gehe ich auf die geldtheoretischen Konsequenzen der neuen Entwicklungen ein, insbesondere die sich abzeichnende Politisierung des Geldsystems, die durch die aktuelle Corona-Krise einen weiteren Schub erhalten wird.

### 1. Die neue Geldpolitik der Notenbanken

Das historisch Neue der Geldpolitik seit Ende 2008 lässt sich insbesondere an vier Entwicklungen festmachen:

- (a) die Kontinuität historisch niedriger nominaler Notenbankzinsen;
- (b) die Erhebung von Negativzinsen auf Einlagen der privaten Geschäftsbanken bei den Notenbanken;
- (c) das verbreitete Phänomen negativer Renditen (teilweise sogar negativer Nominalzinsen) auf Staatsanleihen, auch auf Unternehmensanleihen;
- (d) die umfangreichen, Billionen von Dollar beziehungsweise Euro umfassenden Anleihekaufprogramme der Notenbanken.

Die vier Entwicklungen seien im Folgenden kurz erläutert.

1 Der Beitrag wurde ursprünglich für eine von Smail Ropic (Universität Wuppertal) vorbereitete Konferenz zum Thema »Geld – eine symbolische Realität« geschrieben. Für hilfreiche Kommentare danke ich Wolfgang Strecek, Smail Ropic, Paul Windolf, Peter Spahn und den anonymen Gutachtern.

(a) Bereits unmittelbar nach der Finanzkrise im Jahr 2008 gingen die Leitzinssätze der Notenbanken drastisch in die Tiefe. Innerhalb nur eines halben Jahres senkten die Notenbanken der USA, Großbritanniens, Eurolands ihre Zinssätze von vorher vier bis sechs Prozent auf ein Niveau von ein Prozent und weniger. Nur in Japan, wo der Notenbankzinssatz sich schon lange vorher zwischen ein und null Prozent bewegt hatte, war der Rückgang minimal. Man konnte zunächst vermuten, dass es sich um Notmaßnahmen zur Sicherung der Liquidität des Bankensystems handelte, die nach der zu erwartenden Normalisierung der Märkte bald zurückgenommen werden könnten. Aber diese Erwartungen erfüllten sich nicht. Die Federal Reserve Bank, die mit ihrem Zins bereits 2008 auf null Prozent zurückgegangen war, behielt diesen Satz bis 2015 bei. Sie unternahm dann einen Versuch, die Zinsen wieder anzuheben, aber schon Ende 2019 wurde dieser Kurs wieder revidiert. Im März 2020 wurde der amerikanische Leitzins unter dem Einfluss der Corona-Krise wieder auf null bis 0,25 Prozent gesenkt. Die EZB war zunächst nur auf ein Prozent zurückgegangen. Nach einem kurzen Versuch der Rückkehr zu höheren Zinsen kam sie 2016 ebenfalls bei null Prozent an; dabei ist es bis heute geblieben.<sup>2</sup> In Japan, Schweden und der Schweiz wurden die Leitzinsen sogar auf negative Werte (-0,1, -0,5, -0,25 bis -1,25) zurückgenommen. Diese Kontinuität historischer Tiefstände der Notenbankzinsen über mehr als ein Jahrzehnt hinweg ist ungewöhnlich.

(b) Nicht nur waren die Notenbanken bestrebt, den privaten Geschäftsbanken Zentralbankgeld zu nahezu jedem Preis anzudienen. Die Notenbanken führten darüber hinaus negative Einlagezinsen ein, um die Banken von der unerwünschten Praxis des »Parkens« überschüssiger Liquidität bei der Zentralbank abzuhalten; erklärtes Ziel dabei war es, die Banken zu stärkerer Kreditausgabe anzuregen. Die EZB verlangte für Einlagen bei ihren Notenbanken ab Juni 2014 einen Zins von -0,1 Prozent; dieser Satz wurde bis zur Gegenwart weiter auf -0,5 Prozent gesenkt. Die Geschäftsbanken ihrerseits versuchen seither, die ihnen dadurch entstehenden Kosten an die Kunden weiterzugeben, meist allerdings nur verdeckt in Form von Gebührenerhöhungen aller Art. Eine Politik negativer Zinsen auf Zentralbankeinlagen wurde auch in der Schweiz, in Dänemark, Schweden und Japan verfolgt, nicht allerdings in den USA.

(c) Ein Novum in der Finanzmarktgeschichte war darüber hinaus, dass nicht nur die um die Inflationsrate bereinigten realen Renditen negativ waren; das allein wäre nicht neu gewesen. Vielmehr nahmen auch die nominalen Renditen, teilweise sogar die Nominalzinsen der Staatsanleihen in

2 Erst in allerjüngster Zeit (Dezember 2021) scheint sich bei der Federal Reserve Bank in den USA und der Bank of England eine Wende anzubahnen.

einer Reihe von OECD-Ländern negative Werte an. In Deutschland führte die starke Nachfrage nach Staatsanleihen schon im Jahr 2012 dazu, dass die Renditen für Bundesanleihen in den negativen Bereich rutschten. Die Bundesfinanzagentur reagierte darauf mit einer Absenkung auch der Nominalzinsen in den negativen Bereich. Im August 2015 gelang es ihr erstmals, zweijährige Staatsanleihen mit einem Nominalzins von -0,25 Prozent zu verkaufen. Seither sanken zwar nicht die Zinsen, aber die Renditen auch für zehnjährige, schließlich sogar 30-jährige Anleihen auf negative Werte. Auch von der Schweiz, Schweden, Dänemark und anderen Staaten mit hoher Kreditwürdigkeit wurden mit Negativzinsen ausgestattete Staatsanleihen in Umlauf gebracht. Für Staaten mit hoher Bonität ist die Verschuldung damit zu einem profitablen Geschäft geworden. Das gleiche gilt für den Europäischen Stabilitätsfonds ESM, der die zur Sanierung überschuldeter Staaten bestimmten Mittel inzwischen zu Negativrenditen an den Kapitalmärkten aufnehmen kann. Sogar Unternehmen (wie zum Beispiel Siemens) sind in der Lage, sich zu negativen Renditen zu verschulden.<sup>3</sup> Auf die Frage nach den Gründen, die die Gläubiger dazu bewegen könnten, sich auf derartige Arrangements einzulassen, gibt es zwei Antworten: Erstens, Pensionsfonds oder Lebensversicherungen sind durch Kapitalmarktregulierungen gehalten, den größten Teil ihrer Mittel in als ausfallsicher geltenden Staats- oder Unternehmensanleihen anzulegen. Zweitens, die Anleger vertrauen auf die kurstreibende Wirkung der »Quantitative Easing«-Politik der Notenbanken (siehe den folgenden Punkt (d)).

(d) Das vielleicht wichtigste und spektakulärste Element der Geldpolitik der 2010er Jahre waren die Anleihekäufe der Notenbanken (»Quantitative Easing« – QE), mit denen die japanische Notenbank schon seit 2001 experimentierte. Nach der Finanzkrise war es wiederum zuerst die Federal Reserve Bank in den USA, die noch im November 2008 begann, Staatsanleihen und hypotheckenbesicherte Wertpapiere in großem Stil aufzukaufen. Diese Politik wurde in den folgenden Jahren noch erweitert. Höhepunkt war das im September 2012 beschlossene dritte QE-Programm, das monatliche Käufe von Staatsanleihen und hypotheckenbesicherten Wertpapieren im Umfang von nicht weniger als 85 Mrd. Dollar vorsah. Die Anleihekäufe wurden als zusätzliches Instrument gerechtfertigt, um die Schiefenlagen des Bankensystems zu überwinden und das System mit Liquidität zu versorgen. Erst im Oktober 2014, im Vorfeld der angestrebten Wiederanhebung des Leitzinssatzes, wurde das QE-Programm gestoppt. Schon im Herbst 2019 – wohlge-merkt: vor der Corona-Krise – wurde es freilich wieder aufgenommen und im Zuge der Corona-Krise beträchtlich ausgedehnt.

3 Siehe *DIE ZEIT* vom 18. September 2019.

In Euroland ließ die EZB sich – nicht zuletzt wohl wegen des deutschen Widerstands<sup>4</sup> – für den Übergang zur neuen Geldpolitik mehr Zeit, verfolgte diese dann aber umso konsequenter. QE wurde zunächst – mit dem berühmten Statement des damaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi im Juli 2012<sup>5</sup> – nur auf rhetorischer Ebene praktiziert. Erst im Jahr 2015 stieg auch die EZB in großem Maßstab in ein QE-Programm ein; zunächst (März 2015 bis März 2016) mit Käufen im Umfang von 60 Mrd. Euro monatlich, dann (April 2016 bis März 2017) mit 80 Mrd. Euro. Ab April 2017 wurden die monatlichen Käufe wieder auf 60 Mrd. Euro und weniger reduziert, bis das Programm im Dezember 2018 vorläufig beendet wurde. Schon im November 2019 wurde es allerdings wieder aufgenommen und dann im Zuge der Corona-Krise stark erweitert. Wie bei der Federal Reserve Bank schlugen sich die QE-Programme bei der EZB in schwindelerregenden Steigerungen der Bilanzsumme nieder, von 1,85 Billionen Euro im Jahr 2014 auf 4,47 Billionen Euro 2018.

Die massiven Anleihekäufe der Zentralbanken waren der Hauptgrund für das unter (c) beschriebene spektakuläre Absinken der Anleiherenditen. Auch die ausgeprägten Zins- und Renditedifferenzen zwischen nationalen Staatspapieren in Euroland, die sich vor 2013 beobachten ließen und die die Hauptursache der damaligen »Euro-Krise« bildeten, ebneten sich sukzessive bei Werten nahe oder unter Null ein. In der Folge verschwand das Thema der Euro-Krise unauffällig von der politischen Bühne. Die offizielle Begründung für die historisch beispiellose QE-Politik ist bis heute, es gelte die als Folge der Finanzkrise noch immer virulente Gefahr einer Deflation abzuwehren; darüber hinaus sollte eine die konjunkturelle Erholung fördernde leichte Anhebung der Inflationsrate auf einen Wert von ca. zwei Prozent angestrebt werden. Aber das ist wohl nicht die ganze Wahrheit, denn weder haben sich bisher nennenswerte inflationäre Auswirkungen der QE-Maßnahmen auf die Verbraucherpreise nachweisen lassen, noch ist sicher, dass die QE-Maßnahmen eine sonst drohende Deflation verhindert haben. Offenkundig ist der inflationäre Effekt dagegen bei den Vermögenswerten. Der in der Krise drohende Absturz der Anleihekurse wurde abgewendet. Die Zentralbanken nahmen den Geschäftsbanken Staatsanleihen, hypotheckenbesicherte Wertpapiere, in Europa auch Unternehmensanleihen in großem Umfang ab und versorgten die Banken so mit »gutem« Geld; in der Folge stiegen die Kurse und sanken die Zinsen. Darüber hinaus hat die QE-Politik indirekt einen stimulierenden Effekt auf die Aktien- und Immobilienmärkte: Das durch Negativrenditen von den Anleihemärkten vertriebene Kapital

4 Wullweber 2021, S. 203.

5 »Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it will be enough.«

strömt vermehrt auf jene Märkte und sorgt dort für anhaltende Kurssteigerungen. Wie die durch das McKinsey Global Institute<sup>6</sup> im Jahr 2013 vorgelegten Zahlen zeigen, bedeutete die Krise von 2007/2008 nur einen vorübergehenden Einschnitt in der Wertentwicklung der globalen Finanzvermögen. Anders als in den Jahrzehnten vor der Finanzkrise wuchsen die Vermögen nach 2009 zwar nicht mehr überproportional, sondern leicht unterproportional zur Wirtschaftsleistung; die für das Jahr 2012 errechnete »finanzielle Tiefe« (Verhältnis der Finanzvermögen zum Sozialprodukt) beträgt für die entwickelten Industrieländer freilich noch immer 4 und mehr.<sup>7</sup> Dass die Wertentwicklung der Vermögen stabilisiert und anschließend auf einen gemäßigten Wachstumspfad zurückgebracht werden konnte – in Euroland überdies mit dem Nebeneffekt einer Entschärfung der Euro-Krise –, kann ohne Zweifel als Erfolg der QE-Programme betrachtet werden. Die Behauptung erscheint nicht gewagt, dass genau darin der eigentliche Zweck der Übung bestand.

Man kann darin, wie nicht wenige Beobachter, einen Sieg der Finanzlobby über die Geldpolitik erblicken. Aber eine solche Einschätzung wäre kurzschlüssig, aus zwei Gründen: Erstens berufen die Befürworter der QE-Politik sich auf Milton Friedman und seine historische These, dass die Weltwirtschaftskrise weitaus weniger katastrophal verlaufen wäre, hätten die Zentralbanken sich bereits damals zu einer energischen Offenmarkt-Politik entschlossen. Eine Untätigkeit der Regierungen und Zentralbanken im Jahr 2008 hätte nicht nur den Untergang großer Teile der Finanzindustrie zur Folge gehabt, sondern auch unabsehbare gesellschaftliche Verwerfungen heraufbeschworen. Welche gesellschaftlichen Folgen das Verschwinden der Geldvermögen breiter bürgerlichen Schichten haben kann, ist aus den 1920er/1930er Jahren noch immer in Erinnerung. Das »verantwortungsethische« Motiv, solche Konsequenzen zu vermeiden, wird man den Protagonisten der QE-Politik nicht absprechen können. Zweitens: Für die Stabilisierung der Märkte musste ein gerade aus liberaler Sicht hoher Preis gezahlt werden: die faktische Herausnahme der Anleihen aus der Selbstregulierung der Märkte. An die Stelle marktbestimmter Wertpapierkurse traten politisch inflationierte Kurse. Damit wurde ein Interessenausgleich zwischen Gläubigern und Schuldern zu Konditionen ermöglicht, wie sie auf rein marktlicher Basis nicht denkbar gewesen wären. Insofern sie einen nicht durch Marktprozesse, sondern durch politische Stabilisierungsinteressen bestimmten Zustand zum Ausdruck bringen, mag man die Negativrenditen in der Tat als ökonomisch »widersinnig« bezeichnen. Negativrenditen bedeuten

6 McKinsey Global Institute 2013.

7 Ebd., S. 8.

zwar keineswegs das Ende des Kapitalmarktes oder gar des Kapitalismus überhaupt. Die Aktien- und Immobilienmärkte erhalten, wie gesagt, sogar zusätzlichen Aufwind, weil sie indirekt von der Inflationierung der Anleihekurse profitieren und relativ an Attraktivität gewinnen, was freilich auch die Gefahr von Blasenbildungen erhöht. Mit der Herausnahme der Anleihen aus der Selbstregulierung der Märkte ist Keynes' Vision einer »Euthanasie des Rentiers« gleichwohl der Verwirklichung ein gutes Stück näher gerückt. Und: Sollte es zu einer schweren Krise auch der Aktienmärkte kommen – wird dann nicht die Forderung nach einer Ausdehnung von QE auch auf diese Märkte aufkommen, und werden die Zentralbanken sich diesem Druck entziehen können?

## 2. Die neue Konstellation an den Kapitalmärkten

Die Geldpolitik der 2010er Jahre weist, wie gezeigt, historisch neuartige Züge auf; diese wiederum verweisen auf veränderte Bedingungen an den Kapitalmärkten. Wie lassen sich diese näher beschreiben? Immer mehr Ökonominnen und Ökonomen<sup>8</sup> rechnen mit Null- beziehungsweise Negativzinsen als Dauerphänomen und neuer »Normalität«. Nicht nur in den Wirtschaftswissenschaften, sondern auch in den Feuilletons verbreitet sich die Erkenntnis, dass die negativen Zinsen grundlegende Veränderungen an den Kapitalmärkten zum Ausdruck bringen, die sich mit Lehrbuchmodellen nicht in Einklang bringen lassen. Als Kurzformel für die Beschreibung dieser Veränderungen hat sich die der »Großen Divergenz«<sup>9</sup> eingebürgert. Die Lage auf den Kapitalmärkten zumindest der entwickelten Industrieländer ist – so wird argumentiert – durch eine anhaltende und durch Marktkräfte nicht länger korrigierbare Lücke zwischen Angebot und Nachfrage nach Kapital charakterisiert. Aufgrund der steigenden »Vermögenswünsche« einer alternden Bevölkerung und anderer Ursachen übersteige – so von Weizsäcker/Krämer – das Kapitalangebot die Nachfrage nach Kapital so stark, dass der Zinssatz als der beide Größen vermittelnde Faktor sich in den negativen Bereich bewege;<sup>10</sup> die Negativzinspolitik der Zentralbanken bringe diesen Sachverhalt nur zum Ausdruck. Ausgehend von dieser Diagnose sprechen von Weizsäcker/Kraemer der staatlichen Fiskalpolitik die Aufgabe zu, die Lücke zwischen Kapitalangebot und -nachfrage durch zusätzliche Verschuldung zu füllen und dadurch die Zinsen letztlich wieder in den positiven Bereich zu treiben. Insofern wird die vielzitierte Politik der

8 Zum Beispiel Kenneth Rogoff in *DER SPIEGEL* 4 vom 17. Januar 2020.

9 von Weizsäcker, Krämer 2019.

10 Ebd., S. 83.

»Schwarzen Null« heute auch von der Seite der Wirtschaftswissenschaften längst infrage gestellt. Wie gesagt: Über diese Diagnose scheint heute zunehmend Einigkeit zu bestehen. Strittig sind aber die vermuteten Ursachen für die Divergenz zwischen Kapitalangebot und Nachfrage.

Beide Faktoren, Angebot und Nachfrage, seien im Folgenden näher diskutiert. Zunächst: Wie ist das hohe Angebot an Kapital zu erklären? Beliebt bei von Weizsäcker/Krämer und anderen Ökonominen und Ökonomen ist das Demographie-Argument: In den entwickelten Industrieländern gehe der wirtschaftlich aktive Teil der Bevölkerung zurück, zugleich steige die Lebenserwartung. Beide Faktoren erzwingen – so wird behauptet – größere finanzielle Anstrengungen für die Altersvorsorge und führen so zu höheren Sparquoten. Diese These ist freilich nur modelllogisch abgeleitet; empirische Belege für das behauptete höhere Vorsorgesparen fehlen weitgehend.<sup>11</sup> In Deutschland jedenfalls ist die Sparquote zwischen 1991 und 2018 nicht nur nicht gestiegen, sondern sogar gesunken (von knapp 13 auf etwa zehn Prozent); 1970 lag die (westdeutsche) Sparquote sogar noch bei 15 Prozent.<sup>12</sup> Ein langfristig sinkender Trend der Sparquote lässt sich, hält man sich an die Berechnungen der OECD, auch für die USA, Großbritannien, Frankreich, Italien, Japan, Australien, Kanada und auf Weltebene feststellen; nur China, Schweden und die Schweiz bilden Ausnahmen von diesem Bild.<sup>13</sup>

Wie lässt sich das nicht zu leugnende Faktum des Überangebots an anlagensuchenden Finanzvermögen mit dem Befund der sinkenden Sparquote vereinbaren? Die Literatur zu dem Thema ist umfangreich; ich muss mich hier auf die Präsentation einer Hypothese beschränken, für deren ausführliche Begründung der Raum fehlt. Das Schlüsselkonzept, das die Erklärung der scheinbar widersprüchlichen Befunde erlaubt, lautet: »Financialization«;<sup>14</sup> unter empirisch arbeitenden Ökonomen und Soziologen hat es sich als Formel eingebürgert, um die durch eine wachsende Dominanz des Finanzsektors geprägten sozio-ökonomischen Strukturveränderungen der entwickelten Industrieländer in den vergangenen 30 Jahren zu beschreiben. Über zwei Aspekte dieser Strukturveränderungen besteht in der Forschung weitreichende Einigkeit: Zum einen ist eine tendenzielle Verschiebung der

11 Die politischen Reformen des gesetzlichen Rentensystems in Deutschland, auf die von Weizsäcker/Kraemer sich berufen, sollten nicht vorschnell mit den Mechanismen des Kapitalmarktes gleichgesetzt werden, wie die Autoren es tun. Bekanntlich werden in dem umlagefinanzierten gesetzlichen System anders als in kapitalgedeckten Systemen gar keine Ersparnisse gebildet, sondern nur Einkommen der Beitrags- beziehungsweise Steuerzahler zugunsten der Rentenempfänger umverteilt. Vgl. dazu Spahn 2021, S. 207.

12 Hüfner, Knoske 2010.

13 Zur Kritik an der These, eine zu hohe Sparquote habe die Finanzkrise im Jahr 2008 verursacht, vgl. auch Taylor 2008.

14 Mader et al. 2020.

Verteilungsrelationen zugunsten der Kapital- und zuungunsten der Arbeits-einkommen festzustellen, die sich in einer sinkenden Lohnquote und einer weiter anwachsenden Ungleichheit der Vermögensverteilung niederschlägt. Zum anderen ist eine spekulative Aufblähung der Finanzvermögen durch die rasch anwachsende, durch Kredithebel verstärkte Zirkulation derivativer Finanzprodukte auf den Märkten zu beobachten. Empirische Analysen haben gezeigt, dass die stark überproportional wachsenden Kapitaleinkommen zum Teil in der Tat mit einem leichten weiteren Wachstum der ohnehin hohen Sparquoten in den oberen Einkommensdezilen verknüpft waren. Dieser Effekt wurde jedoch mehr als kompensiert durch das gleichzeitige Sinken der Sparquoten in der weitgehend vermögenslosen ärmeren Hälfte der Haushalte. In den ärmsten drei Dezilen der Haushalte, deren Realeinkommen häufig sanken, nahm die Sparquote sogar negative Werte an, das heißt, dass diese Haushalte mit einer im Zeitablauf wachsenden Nettoverschuldung zu kämpfen hatten.<sup>15</sup> Das Phänomen der im Aggregat sinkenden Sparquote ist vor diesem Hintergrund zu erklären.

Um den Gesamteffekt der Finanzialisierung auf das Kapitalangebot zu berücksichtigen, muss jedoch auch der zweite Faktor, die spekulative Aufblähung der Finanzvermögen, berücksichtigt werden. Geändert hat sich nicht nur die Sparquote, sondern auch *das Sparverhalten*. Schon seit den 1980er Jahren verloren traditionelle Sparformen (Sparbücher, Staatsobligationen) an Popularität; an ihre Stelle traten »moderne« Formen der Geldanlage in Aktien und Fondsanteilen. Die weitere Entwicklung ist bekannt: Der schwunghafte, vielfach kreditfinanzierte internationale Handel mit diesen Titeln und zudem einer ganzen Palette neuartiger derivativer Finanzprodukte führte zu einem exorbitanten Wachstum der privaten Finanzvermögen. Einer Untersuchung des McKinsey Global Institute zufolge nahm der Wert der globalen Finanzvermögen zwischen 1995 und 2007 knapp um das Dreifache (von 75 auf 206 Billionen Dollar) zu. Etwa 62 Prozent dieses Zuwachses gingen auf Kredite des Finanzsektors an sich selbst und dadurch bedingte spekulative Kurssteigerungen von Aktien und Anleihen zurück, lediglich 28 Prozent dagegen auf Kredite an Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen, sowie zehn Prozent auf Staatskredite.<sup>16</sup> Kapital wurde – mit anderen Worten – überwiegend gar nicht mehr in realwirtschaftliche Projekte investiert, sondern in »Wetten« auf die Wertentwicklung anderer Finanztitel; man könnte von einem »selbstreferentiellen« Akkumulationsmodus sprechen. So baute sich über fast zwei Jahrzehnte hinweg eine spekulative »Superblase« an den Finanzmärkten auf, die in den Jahren 2007/08

15 Für Deutschland: Späth, Schmidt 2016; ähnliche Befunde für die USA bei Wolff 2017.

16 McKinsey Global Institute 2013.

schließlich zu platzen drohte. Dank der Interventionen der Staaten und Notenbanken platzte die Blase allerdings nicht wirklich; sie wurde vielmehr durch Einpumpen von Liquidität künstlich konserviert – ein Zustand, der im Prinzip bis heute andauert.

Der so stabilisierte Stand der privaten Finanzvermögen reflektiert jedenfalls nicht – das wäre mein Einwand gegen von Weizsäcker/Kraemer – aus realisierten Einkommen abgezweigte und durch Konsumverzicht ermöglichte Ersparnisse. Er ist vielmehr zum größten Teil die Hinterlassenschaft der spekulativen Exzesse der Finanzindustrie, die den Wert der Vermögen auf marktmäßig längst nicht mehr gerechtfertigte Größen hochgetrieben hatte. Den Finanzvermögen steht deshalb auch nicht ein ungenutztes Ressourcenpotenzial in der nichtfinanziellen Wirtschaft gegenüber, das – folgt man von Weizsäcker/Kraemer – durch erhöhte Investitionen des Staates mobilisiert werden könnte oder müsste. Im Gegenteil: Indem die neue Geldpolitik der Zentralbanken staatliche und private Schuldtitel, die andernfalls vom Markt verschwunden oder gar nicht von ihm aufgenommen worden wären, weiter in Umlauf hält, ermöglicht sie einen erweiterten Zugriff der Schuldner auf die volkswirtschaftlichen Ressourcen, der über das unter normalen Marktbedingungen Mögliche hinausgeht. Noch nie konnten die Staaten sich zu so günstigen Bedingungen verschulden wie in der Gegenwart. In einer Situation, die in einem »idealen« Kapitalmarkt zu einem Rückzug des privaten Kapitalangebots oder zu astronomischen Risikoprämien führen würde, springen die Zentralbanken mit politisch geschöpftem Geld ein und sorgen so dafür, dass die Schuldner sich weiterhin refinanzieren können. Zugleich sorgt die neue Geldpolitik der Zentralbanken dafür, dass die durch die spekulative Eigendynamik der Schattenwirtschaft geschaffenen fiktiven Finanzvermögen nicht kollabieren, sondern stabilisiert werden. Damit unterstützen die Zentralbanken freilich nicht nur den Bankensektor, sondern erhalten – gleichsam als unfreiwilliger Nebeneffekt – auch das System der Schattenwirtschaft mit seinen Krisenpotenzialen am Leben. In gewisser Weise werden sie, wie Wullweber aufgezeigt hat, sogar selbst zu einem Teil der Schattenwirtschaft.<sup>17</sup>

17 Wie Wullweber gezeigt hat, geht es in der Schattenwirtschaft darum, Liquidität auf unkonventionelle, die Regulierungen des Bankensystems umgehende Art zu beschaffen: »Rückkaufvereinbarungen, auf Englisch *repurchase agreements*, kurz Repos, stellen das zentrale Instrument im Schattenbankensystem dar. Repos sind Verträge, bei denen Wertpapiere unter anderem zum Zwecke der Liquiditätsbeschaffung verkauft werden, um diese nach einer bestimmten Zeit – meist über Nacht, aber auch mit längeren Laufzeiten – wieder zurückzukaufen.« (Wullweber 2021, S. 23) Je mehr die Zentralbanken sich an diesen Operationen beteiligen, desto mehr verstärken sie *nolens volens* die spekulative Eigendynamik des Systems: »Durch vermehrte Repo-Transaktionen stellen die Zentralbanken mehr Liquidität zur Verfügung. Diese Ausweitung ermöglicht es auch den Zwischenhändlern, teurere Kredite abzulösen und insgesamt mehr Repo-Transaktionen durchzuführen. Dadurch erhöht sich zugleich der Bedarf an Sicherheiten,

Die im Hintergrund schwebende Kernfrage ist: Will man die Selbstregulierung des Anleihehandels durch den Markt wiederherstellen oder nicht? Falls ja, müsste man – wenn man nicht einen Zusammenbruch direkt riskieren will – eine Politik betreiben, die die Mechanismen eines Kollapses in einer so weit wie möglich »sozialverträglichen« Weise simuliert. Mittel dazu könnten sein eine energische Sanierung der Banken, die die Schließung zahlreicher Institute in Kauf nimmt, und eine Negativzinspolitik, die die Vermögen schrumpfen lässt. Ein Stück weit ist das vielleicht auch die Intention der neuen Geldpolitik. Aber die politischen Widerstände gegen ernsthafte Maßnahmen dieser Art sind massiv, wie das Schicksal der Bankensanierung in Europa wie in Japan und in den USA gezeigt hat (Stichwort: »too big to fail«). Vor dem Hintergrund der Überschuldung vieler Staaten und der noch immer hohen Bestände »fauler« Kredite in den Bilanzen vieler Banken erscheint die Idee einer politisch »gebändigten« Wiederherstellung der Marktregulierung illusorisch. Wer den Markt wirklich wiederherstellen will, wird es im Zweifel auch auf den Kollaps ankommen lassen müssen. Dazu ist, wie es scheint, heute keiner der relevanten politischen Akteure mehr bereit. Die Schlussfolgerung daraus lautet, dass wir es auch in absehbarer Zukunft nicht länger mit selbstregulierten Anleihemärkten zu tun haben werden. Die Wirklichkeit wird bestimmt durch politisch domestizierte Märkte, die den Kapitalbedarf der Staaten, falls nötig, *am Kapitalmarkt vorbei* bedienen. Die viel kritisierte und in Europa auch rechtlich untersagte »Monetarisierung« der Staatsschulden ist längst Realität. Die Zentralbanken haben mit der Wiederaufnahme der Anleihekäufe schon Ende 2019 – also bereits vor der Corona-Krise! – auch ein unmissverständliches Zeichen in diese Richtung gesetzt.

Das bedeutet zugleich eine schleichende Veränderung im Charakter des Kapitals. Kapital, das zumindest auf einem Teil der Märkte nicht mehr knapp, sondern dank der neuen Geldpolitik im Überfluss verfügbar ist, verliert seinen Charakter als Indikator marktbestimmter Knappheiten der realen Produktion, den gerade liberale Theoretiker (von Mises, Hayek) betont haben. Es werden schuldenfinanzierte Zugriffe auf das produktive Potenzial möglich, die unter einem reinen Marktregime nicht möglich wären. Dieses Arrangement liegt nicht allein im Interesse der Schuldner, es kommt vielmehr in gewisser Weise auch den Gläubigern trotz der von ihnen zu tragenden Verluste entgegen. Dubiose Vermögenstitel bleiben, wenn auch

was wiederum zu einem Anstieg der Preise für Sicherheiten führt. Zentralbankpolitik stimuliert auf diese Weise maßgeblich das Banken- und Schattenbankensystem und folglich das ganze Finanzsystem, inklusive neuer Liquiditätsspiralen und Vermögenspreisblasen. Die *stabilisierende* Geldpolitik der Zentralbank entfaltet auf diese Weise eine destabilisierende Wirkung.« (Ebd., S. 240).

mit Abschlägen, erhalten; das ist immer noch besser als der andernfalls drohende Totalverlust. Geld, so hatten Keynes, aber auch schon Simmel gezeigt, ist für seinen Eigentümer gerade dadurch wichtig, dass es, vor allem in Situationen von Unsicherheit, Optionen offenhält. Diese subjektive Sicherheitsfunktion des Geldes, die davon lebt, dass man es gerade nicht ausgibt, wird durch die neue Geldpolitik aufgewertet. Als Folge der Finanzialisierung der Wirtschaft hat sich die Gruppe der Vermögensbesitzer bis weit in die oberen Mittelschichten hinein ausgeweitet. Die Notenbanken bedienen das Sicherheitsbedürfnis dieser Schichten, indem sie dafür sorgen, dass bestimmte Vermögenswerte gar nicht mehr verloren gehen können.<sup>18</sup> Die Kapitaleigentümer – so könnte man es pointiert ausdrücken – werden in der realen Welt nicht mehr gebraucht, und so ermöglicht man ihnen den Rückzug in eine imaginäre Welt, in der sie sich auf die Pflege ihrer Geldillusion beschränken können. In der von Simmel entwickelten Typologie der Geldpathologien taucht dieser Habitus unter der Kategorie des »Geizes« auf.<sup>19</sup> Der »Geizige« ist von der bloßen Potentialität dessen, was er mit seinem Geld anfangen kann, schon so überwältigt, dass er sie über alles schätzt und die Welt um ihn herum vergisst. Die neue Geldpolitik der Notenbanken macht es möglich – niemand weiß, wie lange das gelingen kann.

Ich komme nun zu dem zweiten Aspekt der »großen Divergenz«, der zu geringen Nachfrage nach Kapital. Die empirischen Befunde sind hier ziemlich eindeutig: Die Firmenneugründungen sind – in den USA und übrigens auch in Deutschland – auf historische Tiefstände gesunken. Viele Unternehmen des nichtfinanziellen Sektors kommen heute weitgehend ohne Fremdkapital aus und finanzieren ihre Investitionen größtenteils über einbehaltene Gewinne. Nicht selten kaufen sie zur Freude ihrer Aktionäre die eigenen Aktien auf oder treten sogar selbst als Kapitalanbieter in Erscheinung. In den entwickelten Ländern lässt sich ein langfristiger, teilweise in die 1970er Jahre zurückreichender sinkender Trend der Investitionsquoten feststellen.<sup>20</sup> Warum ist die Nachfrage nach Kapital so gering und offenbar viel zu gering, um die anlagesuchenden Geldvermögen zu absorbieren? Auch hier finden sich bei von Weizsäcker/Kraemer ausgedehnte modelllogische Ableitungen, bei denen die Autoren unter anderem auf die Kapitaltheorie Böhm-Bawerks zurückgreifen und die in der Behauptung eines negativen »natürlichen Zinses« kulminieren. Ich gehe hier auf diese Ableitungen, die das Problem nur analytisch im Rahmen der herrschenden Theorie reformulieren, aber keine empirischen Erklärungen bieten, nicht näher ein. Empirische Erklärungsver-

18 Chwioroth, Walter 2019.

19 Simmel 1989, S. 325.

20 McKinsey Global Institute 2016.

suche sind vor allem von den Vertretern der »neuen Stagnationstheorie« in den USA, Robert Gordon<sup>21</sup> und Larry Summers<sup>22</sup>, vorgetragen worden. Diese Ansätze, die teilweise auf die Stagnationstheorie Alvin Hansens in den 1930er Jahren zurückgreifen, verweisen auf den Rückgang des Bevölkerungswachstums, einen Mangel an technischen Innovationen sowie an erschließbaren neuen Territorien und Ressourcen; ein weiterer immer wieder genannter Faktor ist der angeblich kapitalsparende Charakter der Digitalisierung.

Eine wichtige Ergänzung zu diesen überwiegend makroökonomisch ausgerichteten Analysen bieten Ansätze, die die Wachstums- und Innovationschwäche der entwickelten Industrieländer in der Tradition Schumpeters mit einer strukturellen Verschlechterung der Handlungsbedingungen unternehmerischer Akteure erklären. Ich selbst habe versucht, diese empirischen Ansätze in Form einer soziologischen Makro-Mikro-Analyse weiterzuentwickeln.<sup>23</sup> Kurz zusammengefasst, lautet das Argument: Es sind gerade Phasen erfolgreicher innovativer Dynamik, die – wie in den westlichen Industrieländern nach dem Zweiten Weltkrieg – zu hohen Wachstumsraten, zugleich aber zu einer strukturellen Aufwärtsmobilität in der Gesellschaft führen. Diese lässt jedoch ein zunehmendes Ungleichgewicht an den Kapitalmärkten entstehen: Während auf der einen Seite die anlagesuchenden Finanzvermögen – vermehrt durch die wachsenden Vermögen nicht nur der Reichsten, sondern auch der oberen Mittelschichten – stark zunehmen, nehmen die Chancen nachfolgender unternehmerischer Aufsteiger ab, deren innovative Projekte und Nachfrage nach Krediten für eine Verwertung des Kapitals der Vermögenden sorgen könnten. Zugleich beeinträchtigt die zunehmende Dominanz der Finanzinvestoren auf der Eigentümerseite das innovative Potenzial der Unternehmen. Mit anderen Worten: Gelingt einer oder mehreren Generationen der unternehmerische Aufstieg in breitem Umfang, so ist für die folgenden Generationen ein Umschlag in die gegenteilige Richtung zu erwarten.

Erst kürzlich bin ich auf die Arbeiten der Chicagoer Ökonomen Ufuk Akcigit und Sina Ates<sup>24</sup> aufmerksam geworden, die ebenfalls der Schumpeter'schen Tradition der Innovationsforschung verpflichtet sind. Akcigit und Ates haben den Rückgang realwirtschaftlichen Wachstums am amerikanischen Beispiel als einen Prozess sinkender »Diffusion« innovativen Wissens analysiert. Sie operationalisieren diese Entwicklung anhand der Nutzung von Patenten und weisen für den Zeitraum 1980 bis 2010 einen Trend zu

21 Gordon 2015.

22 Summers 2014.

23 Deutschmann 2011; Deutschmann 2019 a; Deutschmann 2019 b; Deutschmann 2020.

24 Akcigit, Ates 2019.

starker Konzentration der Patente bei den marktbeherrschenden Unternehmen nach; gleichzeitig zeigt sich ein Trend zu »strategischer« Nutzung von Patenten in Form stärkerer Abwehr von Konkurrenten und verstärkter Ausbeutung interner Patente. Wie Akcigit und Ates in multivariaten Analysen zeigen, sind diese Faktoren in der Lage, eine Vielzahl der mit der Wachstumsschwäche verknüpften Entwicklungen zu erklären: die steigende Unternehmenskonzentration, den Rückgang der Rate der Unternehmensgründungen, den sinkenden Beitrag neuer Unternehmen zur Wirtschaftsleistung, die Verschiebung der Verteilungsrelationen zugunsten der Gewinne und Kapitaleinkommen und anderes.

Mein Fazit: Anders als die nur modelllogisch abgeleiteten Thesen einer wachsenden Sparneigung beziehungsweise eines negativen »natürlichen Zinses« steht die Diagnose einer sich verschlechternden Innovations- und Wachstumsdynamik auf einem soliden empirischen Fundament, und sie lässt sich im Rahmen einer empirisch orientierten Makro-Mikro-Analyse unternehmerischen Handelns auch gut begründen. Das heißt zugleich: Die These von der »Großen Divergenz« ist empirisch keineswegs aus der Luft gegriffen. Aber die strukturelle Kluft zwischen Angebot und Nachfrage nach Kapital, die sich in den entwickelten Industrieländern beobachten lässt, ist primär von der Nachfrageseite her zu erklären, das heißt aus der strukturell bedingten Erosion unternehmerischer Potenziale. Die schon seit den 1980er Jahren zu beobachtende Hinwendung des Finanzsektors zu einem auf derivative Produkte gestützten selbstreferentiellen Akkumulationsmodus war selbst bereits eine Reaktion auf dieses Problem, das heißt auf die sinkenden Chancen im »traditionellen« Kredit- und Emissionsgeschäft; salopp könnte man von einer »Selbstbefriedigung« des Finanzsektors sprechen. Diese »Innovation« war nicht nachhaltig, wie wir wissen, aber es gibt keinen Weg zurück. Die Zentralbanken tun jedenfalls ihr Möglichstes, um ihn zu verbauen und die Wertentwicklung der Vermögen auf einem nicht länger durch Marktkräfte, sondern durch politische Interessen bestimmten Niveau zu stabilisieren.

### 3. Geldtheoretische Schlussfolgerungen

Die gegenwärtige Corona-Krise trifft ein noch immer an den unbewältigten Ursachen der früheren Finanzkrise laborierendes globales Finanz- und Wirtschaftssystem. Die ohnehin schon hohe Verschuldung vieler Staaten wird infolge der Krise weiter in unabsehbare Höhen getrieben; das Gleiche gilt für die als Folge früherer Anleihekäufe schon stark angeschwollenen Bilanzen der Zentralbanken. Zugleich steigt auch der Bedarf der privaten Haushalte und Unternehmen nach Not- und Hilfskrediten steil

an. Viele dieser Kredite werden nicht bedient werden können und müssen dann voraussichtlich ebenfalls durch die öffentliche Hand abgelöst werden. Auch der ESM und die Europäische Kommission werden in großem Stil weitere Anleihen auf den Märkten aufnehmen. Die Forderung von Weizsäckers/Kraemers, der Staat müsse eine Schlüsselrolle bei der Bewältigung der schon vor der Corona-Krise herrschenden makroökonomischen Ungleichgewichte übernehmen, scheint damit eine unerwartete zusätzliche Aktualität zu gewinnen.

Freilich ist das Ungleichgewicht, das es heute zu bewältigen gilt, anderer und umfangreicherer Art, als von Weizsäcker/Kraemer es vermuten konnten. Aber auch schon im Hinblick auf die Vor-Corona-Zeit kann ihre Analyse nicht durchweg überzeugen. Die These von Weizsäckers/Krämers von der »Großen Divergenz« trifft zwar einen richtigen Punkt. Jedoch ist die »Große Divergenz«, wie ich zu zeigen versuchte, nicht auf eine aufgrund der Alterung der Bevölkerung gestiegene Sparquote zurückzuführen. Mit ihrer neuen Geldpolitik stabilisieren die Notenbanken vielmehr ein primär durch jahrzehntelange spekulative Exzesse der Finanzindustrie hochgetriebenes Überangebot an Kapital, dem kein ungenutztes Potenzial realwirtschaftlicher Ressourcen gegenübersteht. Die Negativzinspolitik erfüllt eine rein nominale Stabilisierungsfunktion, insofern sie die nach der Finanzkrise 2007/2008 getroffenen geldpolitischen Rettungsmaßnahmen auf Dauer stellt und einen Absturz der Anleihekurse verhindert. Der Preis dafür ist, dass auch die Schattenbanken direkten Zugang zu Zentralbankgeld erhalten. Mit ihren Interventionen stabilisieren die Zentralbanken somit auch das die Finanzspekulation tragende Schattenbankensystem; in gewisser Weise werden sie sogar selbst zu Mitspielern in diesem System, wie Wullweber<sup>25</sup> argumentiert.

Von Weizsäckers/Krämers These von der Divergenz zwischen Kapitalangebot und -nachfrage ist gleichwohl nicht falsch. Aber die Divergenz ist nicht auf eine zu hohe Sparquote zurückzuführen, sondern auf das – wie ich zu zeigen versuchte – in der strukturell bedingten Erosion unternehmerischer Potenziale wurzelnde Zurückbleiben der Kapitalnachfrage. Die Negativzinspolitik eröffnet staatlichen und privaten Schuldern erweiterte Zugriffe auf das realwirtschaftliche Potenzial, die die Schwäche der privaten Investitionen zumindest temporär ausgleichen können. Insofern erfüllt sie auch eine realwirtschaftliche Stabilisierungsfunktion durchaus im Sinn von Weizsäckers/Krämers. Die Zentralbanken entlasten öffentliche und private Schuldner, indem sie eine gezielte Inflationierung der Anleihekurse betreiben. Die Anleihekurse werden auf einem Niveau gehalten, das weit über jeder poten-

25 Wullweber 2021.

ziellen Bewertung durch einen selbstregulierten Markt liegt; negative Renditen beziehungsweise Nominalzinsen sind die zwingende Folge. Anders als traditionelle Geldpolitik ist diese Politik nicht mehr länger darauf gerichtet, eine vermeintlich in den Märkten selbst angelegte Gleichgewichtstendenz nur zu unterstützen. Sie greift vielmehr tief in die Marktprozesse selbst ein, mit dem Ziel eines *sozial* stabilisierenden Arrangements zwischen Schuldnern und Gläubigern außerhalb der Selbstregulierung der Märkte.

Heute sind die Nationalstaaten beziehungsweise Staatenverbände (wie im Fall der Euro-Zone) nicht nur mit den enormen finanziellen Folgelasten der Corona-Krise konfrontiert; in den kommenden Jahren wird darüber hinaus die Klimapolitik mit ihren immer höheren Anforderungen an die staatlichen Haushalte eine zentrale Rolle spielen. Angesichts der in vielen Ländern schon erreichten staatlichen Schuldenstände reichen der Kapitalmarkt (und mögliche Steuererhöhungen) als Finanzierungsquelle längst nicht mehr aus. Der absehbare Ausweg wird in einem verstärkten Rückgriff auf die neue Geldpolitik und in einer Ausweitung der faktisch längst praktizierten monetären Staatsfinanzierung bestehen. Auch die EZB wird sich vielleicht dem Druck kaum mehr entziehen können, Anleihen stark betroffener Staaten nicht nur auf dem Sekundärmarkt, sondern auch direkt zu kaufen. Das Gleiche gilt für die jetzt in großem Umfang auf den Markt geworfenen Anleihen des ESM oder des neuen, bei der EU-Kommission angesiedelten Wiederaufbaufonds. Privat finanziertes Kapital wird damit immer stärker durch den Einsatz der unerschöpflich erscheinenden Ressource des politischen Geldes verdrängt. Die Folge ist eine progressive Unterhöhlung der Knappheit privaten Kapitals und eine entsprechende Schwächung der Marktmacht privater Investoren.

Die globale Corona-Krise und die Klimapolitik könnten daher noch mehr als die Finanzkrise den paradoxen Effekt haben, das überkommene Machtverhältnis zwischen Gläubigern und Schuldnern umzukehren und die Position der Nationalstaaten (beziehungsweise, wie im Fall der EU, der Staatenverbände) als Schuldner zu stärken. Geld scheint sich mehr und mehr in rein »politisches« Geld zu verwandeln, das nach politischen Prioritäten geschöpft und verteilt wird, mit der Folge einer progressiven Aushöhlung der Marktlogik. Es scheint dann auch nichts mehr dagegen zu sprechen, die neue Geldpolitik auf weitere Marktbereiche auszudehnen; die Aktienmärkte sind – für den Fall von Börsenkrisen – bereits ins Visier genommen.<sup>26</sup> Warum nicht gleich »Helikoptergeld« für die gesamte Bevölkerung – so wie es in den USA zur Bekämpfung der Corona-Krisenfolgen bereits praktiziert wurde? Gerade in der aktuellen Krise gewinnt die Vorstellung, man könne

26 *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 5. März 2020; *New York Times* vom 6. März 2020.

fast alle Probleme durch die Geldproduktion der Zentralbanken lösen, an Einfluss; auch in der Wissenschaft machen sich entsprechende Ideen in Gestalt der »Modern Monetary Theory«<sup>27</sup> geltend.

Für diese Positionen scheint das Scheitern der liberalen Vorstellung zu sprechen, die Marktlogik könne aus sich selbst heraus ein durch den Zinssatz vermitteltes »Gleichgewicht« an den Kapitalmärkten hervorbringen. Wenn es die private Investitionsnachfrage, die der Staat mit seinen schuldenfinanzierten Ausgaben angeblich »verdrängt«, schlicht nicht gibt, spricht offenbar nichts mehr gegen eine Finanzierung von Staatsausgaben durch Zentralbankgeld. Spätestens seit der Finanzkrise 2007/2008 haben die neue Politik der Notenbanken und die durch sie ermöglichte unkonventionelle Finanzierung der Staatsschulden sich als tragender Faktor des transnationalen Kapitalismus erwiesen. Wie Wullweber feststellt: »Das heutige globale Finanzsystem und der heutige Kapitalismus westlicher Industriestaaten könnten ohne die permanenten, hochgradig unkonventionellen, umfangreichen und in mancher Hinsicht sehr extremen Interventionen der Notenbanken nicht mehr funktionieren. Stellten diese die Maßnahmen ein, würden das Bankensystem, das globale Finanzsystem und Wirtschaftssysteme weltweit kollabieren.«<sup>28</sup>

Dennoch lassen sich gegen die Konzeption eines rein politischen Geldes gravierende Einwände erheben: Sie vergisst die dem heutigen Geld zugrunde liegende *außerstaatliche* Institution, nämlich das moderne bürgerliche Privateigentum, und sie vernachlässigt die Funktion des Geldes als Medium zur Repräsentation und interpersonalen Übertragung privater Eigentumsrechte. Sie ignoriert den aus dem liberalen Sozialvertrag resultierenden Grundsatz, dass Geld aus freien Privatverträgen hervorgeht und durch die Zentralbank nur ratifiziert wird, nicht autonom »geschaffen« wird, und sie ignoriert den *transnationalen* Charakter dieses Sozialvertrags. Das heutige Geldsystem ist ein »hybrides«<sup>29</sup>, privat-staatliches Konstrukt, und dieser Hybridcharakter lässt sich nicht mit einem Federstrich nach der staatlichen Seite hin auflösen. Wie die partielle Politisierung des Geldsystems mit der Tatsache zu vereinbaren ist, dass Geld andererseits noch immer die konventionelle Funktion eines Mediums zur Repräsentation und Übertragung privater Eigentumsrechte erfüllt und als solches auch knappgehalten werden muss, ist eine keineswegs hinreichend geklärte Frage. Die Ausweitung der Anleihekäufe und der durch sie finanzierten Staatsausgaben bringt die im »Rest« der nationalen und internationalen Realwirtschaft herrschenden Marktgesetze mitnichten zum Verschwinden. Das faktische Nebeneinander unterschiedli-

27 Wray 2012.

28 Wullweber 2021, S. 18.

29 Weber 2018.

cher Regulierungslogiken ist zweifellos konfliktträchtig. Weil die Staaten nach wie vor in einem durch Marktgesetze bestimmten Umfeld agieren, wird sich die Politik der Monetarisierung der Staatsschulden nicht beliebig fortsetzen lassen.

Werden die Staaten und Zentralbanken in der Lage sein, nicht nur die Folgen der Finanzkrise, sondern auch noch die gewaltigen Zusatzlasten der Corona-Krisenfolgen und der künftigen Klimapolitik mit dem Instrument der Monetarisierung der Staatsschulden (beziehungsweise, im Fall der EU, der Schulden der EU-Kommission) zu bewältigen? Solange sie dadurch nur eine durch die Schwäche privater Investitionen verursachte Lücke am Kapitalmarkt füllen, könnte das durchaus funktionieren; die Tatsache, dass die Explosion der Staatsverschuldung bereits in der Vor-Corona-Zeit nicht mit einem nennenswerten Anstieg der Inflationsraten einherging, ist möglicherweise so zu erklären. Indessen ist die durch zusätzliche Staatsausgaben zu kompensierende Nachfragelücke am Kapitalmarkt zwar schwer zu bestimmen, aber gewiss nicht grenzenlos. Wird sie überschritten, ist mit ansteigenden Inflationsraten zu rechnen. Das könnte früher oder später auch die Notenbanken zwingen, die Geldpolitik wieder zu straffen: durch eine schrittweise Reduzierung der Anleihekäufe und schließlich auch durch eine Wiederanhebung der Nominalzinsen in den positiven Bereich. Angesichts der in vielen Ländern dramatisch angestiegenen staatlichen Schuldenstände wären dann aber – schon bei niedrigen positiven Nominalzinsen – massive Finanzierungsprobleme der öffentlichen Haushalte zu erwarten. In der Euro-Zone mit ihren erheblich divergierenden nationalen Schuldenständen wäre überdies mit einem Wiederaufleben der Euro-Krise zu rechnen, fielen die Anleihekäufe der EZB als Mittel zur Egalisierung der Renditedifferenzen zwischen den nationalen Staatsanleihen aus.<sup>30</sup> Es ist daher verständlich, dass die Zentralbanken, insbesondere die EZB, der Konfrontation mit diesen Dilemmata auszuweichen versuchen, indem sie das gegenwärtig (Dezember 2021) zu beobachtende Ansteigen der Inflation für »temporär« erklären und die von immer mehr Expertinnen und Experten geforderte Straffung der Geldpolitik immer wieder vertagen. Aber wie lange lässt diese Vertagungspolitik sich noch durchhalten? Die Federal Reserve Bank hat – unter dem Eindruck von Inflationsraten von mehr als sechs Prozent – bereits angekündigt, die Anleihekäufe zurückzufahren und schrittweise wieder zu

30 Es war daher eine zweifellos wohlüberlegte Entscheidung, dass die Mittel für den europäischen Corona-Wiederaufbaufonds nicht durch die Nationalstaaten, sondern durch die Europäische Kommission aufgenommen wurden. Der Europäischen Kommission wächst damit jedoch eine neue finanzpolitische Rolle zu, die in allen ihren Konsequenzen noch keineswegs geklärt scheint.

positiven Nominalzinsen zurückzukehren; die Bank of England hat die Zinsen auf 0,25 Prozent erhöht.

Auch an der dichten *transnationalen* Verflechtung der Märkte und ihrer Abhängigkeit von einem funktionierenden Weltwährungssystem ändert die fortschreitende Monetarisierung der Staatsschulden nichts. Theoretisch wäre zwar denkbar, dass die Staaten ihre durch Zentralbankgeld finanzierten Schulden annähernd im Gleichschritt erhöhen und damit Rückwirkungen auf die Währungsparitäten vermieden werden. Aber das ist angesichts der schon bestehenden enormen Unterschiede der nationalen Schuldenstände zweifellos eine Illusion. Manche Staaten werden stärker, andere schwächer expandieren, und dann droht den stärker expandierenden Staaten ein Verfall der Währung mit allen ihren nachteiligen ökonomischen Konsequenzen. Auch hier zeigt sich: Die Monetarisierung der Staatsschulden wird nicht nur Probleme lösen, sondern vielleicht noch größere Probleme in den internationalen Handelsbeziehungen, Finanz- und Kapitalmärkten entstehen lassen. Die schon bestehenden Friktionen der globalen Handels- und Wertschöpfungsketten könnten sich weiter verschärfen.

Wer diese Eskalation der Probleme vermeiden will, wird sich über *dauerhaft* tragfähige Kombinationen zwischen den Staatswirtschaften und der ihnen zugrunde liegenden transnationalen Eigentumsordnung Gedanken machen müssen. Das Kernproblem liegt in einer Verfassung dieser Ordnung, die offenbar mit keinerlei »Gleichgewicht« mehr kompatibel ist. Sie induziert vielmehr strukturell überhöhte Ansprüche der Vermögenden, die durch kapitalfreundliche transnationale Standards des Eigentumsrechts – Pistor spricht von einem »Code des Kapitals«<sup>31</sup> – weiter zementiert werden. Die faktische ökonomische Einlösung dieser Ansprüche kann letztlich nur durch die Geldpolitik der Notenbanken gewährleistet werden. Unter den Bedingungen des finanzialisierten Kapitalismus hat sich privater Kapitalbesitz in ein Anrecht auf grenzenlos scheinende Rentiereinkommen verwandelt, das kaum mehr produktive Funktionen erfüllt und nur noch am Tropf der Geldpolitik hängt. Untragbar gewordene Eigentumsansprüche wurden in der Vergangenheit, wie die Finanzgeschichte lehrt, über periodische Krisen und die mit ihnen verknüpften Kapitalentwertungen eliminiert.<sup>32</sup> Aber dieser Weg scheint heute blockiert zu sein, wie schon die Art der Bewältigung der Finanzkrise 2007–2008 gezeigt hat. Nicht nur scheuen die maßgeblichen politischen Akteure die politischen und gesellschaftlichen Risiken eines Absturzes der Märkte. Darüber hinaus trägt die neue Geldpolitik der Notenbanken, wie gezeigt, dazu bei, die Machtverhältnisse zwischen

31 Pistor 2020.

32 Kindleberger 1993; Kindleberger, Aliber 2005.

Gläubigern und Schuldnern zugunsten der Schuldner zu verschieben. Die Corona-Krise und die Klimapolitik werden diese Verschiebung weiter forcieren. Sollte der ansteigende Inflationsdruck die Zentralbanken zu einer Rückkehr zu positiven Nominalzinsen zwingen, werden sich – angesichts der überall sich abzeichnenden astronomischen Zuwächse der Staatsverschuldung – politische Verhandlungen über Schuldenschnitte letztlich wohl kaum vermeiden lassen.

Längerfristig stellt sich die Frage, wie die Verfassung privater Eigentumsrechte so geändert werden kann, dass ein annäherndes Gleichgewicht auf den Kapitalmärkten wieder denkbar wird. Überlegungen dazu mögen gegenwärtig als bloßes Wunschdenken erscheinen; sie spielen gleichwohl in aktuellen politischen Debatten eine wachsende Rolle, etwa bei Thomas Piketty,<sup>33</sup> dessen Anregungen ich hier aufnehmen möchte. Der globale Trend zu immer stärkerer Ungleichheit der Vermögens- und Einkommensverteilung müsste, wie Piketty argumentiert, im Prinzip von zwei Seiten her bekämpft werden. Auf der einen Seite durch beherzte steuerliche Eingriffe, die – über die abschmelzende Wirkung der Negativzinsen hinaus – zu einem Abbau exzessiver Vermögensforderungen führen. Mittel dazu könnten eine international koordinierte, progressiv ausgestaltete Vermögenssteuer und/oder eine ebenfalls stärker progressiv ausgerichtete Einkommenssteuer sein, mit deren Hilfe sich die öffentliche Verschuldung wieder auf tragbare Größen zurückführen ließe. Ein weiterer Ansatzpunkt wären deutliche Erhöhungen der Erbschaftssteuer mit dem Ziel, ein Startkapital für junge Erwachsene zu finanzieren, wie Piketty vorgeschlagen hat.<sup>34</sup> So könnten auch die Staaten einen Beitrag leisten, um Kapital zugunsten jener umzuverteilen, die auch etwas damit anfangen können – statt sie im Gegenteil mit aus der Ausbildungsfinanzierung resultierenden hohen Schulden zusätzlich zu belasten, wie dies vor allem in den angelsächsischen Ländern der Fall ist. Statt Kapital nach dem Matthäus-Prinzip nur denjenigen zufließen zu lassen, die es schon überreichlich haben, sollte die staatliche Finanzpolitik sich sehr viel stärker auf die Förderung erst entstehenden Unternehmertums orientieren.

Auf der anderen Seiteinge es – folgt man Piketty – um Reformen der Unternehmensverfassung, die den Einfluss reiner Finanzinteressen zurückdrängen und die Eigentumsrechte der Arbeitenden – inklusive tätiger Unternehmer – stärken. Mit der intensiveren Beteiligung der Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter könnte es auch gelingen, die Diffusion innovativen Wissens

33 Piketty 2020.

34 »Das sinnvollste Vorgehen wäre die Umsetzung eines Systems, in dem jeder junge Erwachsene (zum Beispiel im Alter von 25 Jahren) eine Kapitalausstattung erhält, die durch eine progressive Steuer auf Privateigentum finanziert wird.« (Ebd., S. 1204)

in und zwischen den Unternehmen (im Sinn von Akcigit/Ates) zu verbessern. Die rigide Trennung von Eigentum und faktischer Kontrolle, wie sie der heutige Finanzmarkt-Kapitalismus hervorgebracht hat, ist der Verbreitung innovativen Wissens mit Sicherheit nicht förderlich. Wenn das eigentliche Kapital der Unternehmen im »Humankapital« der Beschäftigten liegt, wie Managementberater heute nicht müde werden zu betonen, muss sich das auch in der Konstruktion der Eigentumsrechte niederschlagen. Erweiterte Mitbestimmungsrechte, verstärkte Kapitalbeteiligungen der Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter oder Genossenschaftsmodelle könnten Schritte auf diesem Weg sein. Nicht die Gewinne der Aktionäre, sondern der Erfolg des Unternehmens am Markt durch innovative Produkte und Dienstleistungen sollten die oberste Richtschnur des Managements sein. Das würde sich auch positiv auf die Investitionsneigung der privaten Unternehmen auswirken und so dazu beitragen, die »große Divergenz« am Kapitalmarkt von der anderen Seite her zu schließen.

## Literatur

- Akcigit, Ufuk; Ates, Sina T. 2019. *What Happened to U.S. Business Dynamism?* Working Paper 25756 des National Bureau of Economic Research (NBER). Cambridge: NBER.
- Chwieroth, Jeffrey M.; Walter, Andrew 2019. *The Wealth Effect. How the Great Expectations of the Middle Class Have Changed the Politics of Banking Crises*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Deutschmann, Christoph 2011. »Limits to Financialization. Sociological Analyses of the Financial Crisis«, in *Archives Européennes de Sociologie (European Journal of Sociology)* LII, 3, S. 347–389.
- Deutschmann, Christoph 2019 a. *Disembedded Markets. Economic Theology and Global Capitalism*. Abingdon: Routledge.
- Deutschmann, Christoph 2019 b. *Kapitalistische Dynamik. Eine gesellschaftstheoretische Perspektive*. 2. Auflage. Wiesbaden: Springer VS.
- Deutschmann, Christoph 2020. »Entrepreneurship, Finance and Social Stratification: The Socio-economic Background of Financialization«, in *The Routledge International Handbook of Financialization*, hrsg. v. Mader, Philip; Mertens, Daniel; van der Zwan, Natascha, S. 31–42. Abingdon: Routledge.
- Gordon, Robert J. 2015. »Secular Stagnation: A Supply-Side View«, in *American Economic Review: Papers & Proceedings* 105, 5, S. 54–59.
- Hüfner, Felix; Knoske, Isabell 2010. *Explaining Household Saving Rates in G7 Countries: Implications for Germany*. OECD Economics Department Working Papers No. 754. Paris: OECD.
- Kindleberger, Charles P. 1993. *A Financial History of Western Europe*. 2. Auflage. Oxford: Oxford University Press.
- Kindleberger, Charles P.; Aliber, Robert 2005. *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*. 5. Auflage. Hoboken: Wiley & Sons.
- Mader, Philip; Mertens, Daniel; van der Zwan, Natascha. Hrsg. 2020. *The Routledge International Handbook on Financialization*. Abingdon: Routledge.
- McKinsey Global Institute 2013. *Financial Globalization: Retreat or Reset?* New York: McKinsey & Company.
- McKinsey Global Institute 2016. *Secular Stagnation and Low Investment: Breaking a Vicious Circle*. Discussion Paper, Draft 2.0. New York: McKinsey & Company.

- Piketty, Thomas 2020. *Kapital und Ideologie*. München: C. H. Beck (Originalausgabe von 2019: *Capital et Idéologie*. Paris: Seuil).
- Pistor, Katharina 2020. *Der Code des Kapitals. Wie das Recht Reichtum und Ungleichheit schafft*. Berlin: Suhrkamp.
- Simmel, Georg 1989. *Philosophie des Geldes*. Gesamtausgabe, Band 6. Frankfurt a. M.: Suhrkamp.
- Späth, Jochen; Schmidt, Kai Daniel 2016. *The Distribution of Household Savings in Germany*. Study Nr. 50, September 2016. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Spahn, Peter 2021. »Bestands- und Stromungleichgewicht in der Aging Economy«, in *Wirtschaftspolitische Beratung in der Krise*, hrsg. v. Krämer, Hagen; Schmidt, Johannes, S. 217–237. Marburg: Metropolis.
- Summers, Lawrence H. 2014. »U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis and the Zero Lower Bond«, in *Business Economics* 49, 2, S. 65–74.
- Taylor, John B. 2008. *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*. www.nber.org/papers/w14631 (Zugriff vom 18.03.2022).
- von Weizsäcker, Carl Christian; Krämer, Hagen 2019. *Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert. Die Große Divergenz*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Weber, Beat 2018. *Democratizing Money? Debating Legitimacy in Monetary Reform Proposals*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Wolff, Edward N. 2017. *Household Wealth Trends in the United States, 1962 to 2016: Has Middle Class Wealth Recovered?* Working Paper 24085 National Bureau of Economic Research (NBER). Cambridge: NBER.
- Wray, Randall R. 2012. *Modern Monetary Theory. A Primer*. New York: Palgrave.
- Wullweber, Joscha 2021. *Zentralbankkapitalismus. Transformationen des globalen Finanzsystems in Krisenzeiten*. Berlin: Suhrkamp.

**Zusammenfassung:** Seit dem Ende der Finanzkrise im Jahr 2008 haben die führenden Notenbanken der westlichen Länder eine Politik extrem niedriger Zinsen und anhaltender Anleihekäufe betrieben, die auch während der 2010er Jahre nur vorübergehend zurückgenommen und im Zuge der Corona-Krise noch ausgeweitet wurde. Die Ursachen der neuen Politik liegen, wie in dem Artikel argumentiert wird, in strukturellen Ungleichgewichten an den Kapitalmärkten, die freilich nicht auf eine durch die Alterung der Bevölkerung bedingte Erhöhung der Sparquoten zurückzuführen ist, wie von ökonomischer Seite oft behauptet wird. Der Kern des Problems liegt vielmehr in einem durch die spekulativen Exzesse der Finanzindustrie (»Finanzialisierung«) hochgetriebenen Wert der Finanzvermögen einerseits, in einer sozial- und unternehmensstrukturell bedingten Erosion innovativer und unternehmerischer Potenziale in der Realwirtschaft andererseits. Daraus ergeben sich Grenzen der gegenwärtig zu beobachtenden Politisierung des Geldsystems, die in aktuellen geldtheoretischen Debatten nicht hinreichend reflektiert werden.

**Stichworte:** Negativzinsen, Anleihekäufe, Kapitalmärkte, Finanzialisierung, Innovation, politisches Geld

## Central Bank Policies of Negative Interest Rates: Structural Backgrounds and Consequences for Monetary Theory

**Summary:** Since the end of the financial crisis in 2008, the leading Western Central Banks have pursued a policy of extremely low interest rates and continuous »Quantitative Easing« (QE). Even during the 2010's, these policies were only temporarily withdrawn and then even further expanded during the Corona crisis. The article postulates that the motives of the new monetary policies are related to structural imbalances in the capital markets, which, however, have little to do with the excess savings of the ageing population, as many economists contend. The core of the problem, rather, lies on the one hand in an increase in the value of financial assets which has been heated up by the speculative excesses of the financial industry (»financialization«) and on the other hand by a structural erosion of innovative and entrepreneurial potentials in the real economy. The conclusion is that the expansion of politicization of the monetary system which is seen today will meet its limits, which are not reflected sufficiently in current debates on monetary theory.

**Keywords:** negative interest rates, Quantitative Easing, capital markets, financialization, innovation, »political« money

### Autor

Christoph Deutschmann  
Professor i. R. am Institut für Soziologie der Universität Tübingen  
Deutschland  
christoph.deutschmann@uni-tuebingen.de