

Epis Think Tank



Research Paper: In Defense of Quantitative Easing

von Philipp Beckmann

Juni 2020



Research Paper

In Defence of Quantitative Easing

von Philipp Beckmann

Juni 2020

I. Einleitung

Die in Deutschland ohnehin seit langem schwelende Debatte um die EZB hat mit der Corona-Krise und dem jüngsten Urteil des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) neuen Schwung bekommen. Kern des deutschen Narratives ist dabei, die Geldpolitik der EZB würde Sparer enteignen, Immobilienpreise steigen lassen, unprofitable Unternehmen künstlich am Leben erhalten und die Finanzstabilität untergraben. Diese – zunächst sehr deutsch anmutende – Diskussion muss zweifelsohne als Teil einer weiteren Debatte über die Unzulänglichkeiten unseres derzeitigen Wirtschaftssystems post 2008 gesehen werden, die ihrerseits als Teil eines globalen Reflektionsprozesses über die sich immer klarer abzeichnenden politischen und ökonomischen Verschiebungen und den konstruktiven Umgang mit diesen zu verstehen ist.¹

Dass unser Wirtschaftssystem spätestens seit 2008 erhebliche Probleme aufweist, ist unbestritten und hat zu zahlreichen Reformvorschlägen geführt. Auch wenn die Natur des Problems sowie die adäquaten Lösungen (vgl. dazu V.) sehr umstritten

sind, besteht zumindest im Grundsatz weitestgehende Einigkeit über die akutesten Defizite: der Dreiklang aus stagnierender Produktivität, steigender Ungleichheit und wachsender Instabilität der Finanzsysteme.² Diese ohnehin schwierigen Probleme werden durch eine Reihe von außergewöhnlichen Herausforderungen verstärkt: die Covid-19 Krise, der Klimawandel sowie zunehmende geopolitische Risiken. Die Lösung kann meines Erachtens weder in dem Glauben an eine Rückkehr zur Hoffnung globaler freier Märkte ohne staatliche Einflussnahme und geopolitische Rivalitäten liegen noch in einer vermeintlichen Abschaffung des Kapitalismus. Ebenfalls nicht überzeugen können populistische Konzepte des Merkantilismus und der Abschottung, da diese langfristig keine Probleme lösen können. Vielmehr müssen mannigfaltige Probleme ernstgenommen werden und ernsthafter politischer Gestaltungswille zurückgewonnen werden (V.).

Einige fordern in diesem Kontext die Rückkehr zu einem System, in dem die Geldmenge begrenzt ist, um auf diese Weise eine Deflation herbeizuführen. Dazu sollen die Zentralbanken abgeschafft oder in ihrer

Funktionsweise erheblich gestützt werden, so dass ein „freier Markt für Geld“ entstehen kann. Ich halte diesen Vorschlag für falsch, da die ihm zugrundeliegende Kritik an der EZB in wesentlichen Punkten verfehlt ist (II.), seine empirischen, historischen und theoretischen Grundlagen fraglich sind (III.), die Implementierung erhebliche wirtschaftliche, politische und gesellschaftliche Problemen verursachen würde (IV.) und er an den tatsächlichen Problemen vorbeigeht (V.). Was die Proponenten dieses Konzepts jedoch richtig erkannt haben ist, dass die Rolle der Zentralbank in ihrem jetzigen Verständnis nicht mehr zeitgemäß ist und einer grundlegenden (auch verfassungsrechtlichen) Revision zu unterziehen ist (dazu II. sowie V.).

II. Kritik an der EZB

A. Exkurs – die Rechtsprechung des BVerfG und das problematische Verständnis von den Aufgaben unabhängiger Institutionen in einer parlamentarischen Demokratie

Ein Problem der komplexen Debatte um die Rechtmäßigkeit der europäischen Integration und der Europolitik zwischen BVerfG, Europäischem Gerichtshof und EZB ist, dass alle drei Institutionen sehr ähnlich sind. Sie sind unabhängige Institutionen deren Einfluss sich in nicht unerheblichem Maße aus dem Versagen politischer Entscheidungsträger Antworten auf politische Probleme zu finden speist. Diese Lücke nutzen alle drei Institutionen aus, um ihren Machtbereich auszudehnen, was zunächst nicht störte, da dies in Bereichen geschah, die für die deutsche und europäische Öffentlichkeit normalerweise eher von geringem Interesse sind und ihre Lösungen zunächst auch dem politischen Willen entsprachen.³

Die Probleme haben sich erst in den letzten Jahrzehnten ergeben, als die Verschiebungen allzu offensichtlich wurden und die Politisierung dieser Institutionen aufgrund ihres Machtzuwachses ebenfalls zunahm. Das es heutzutage selbstverständlich

erscheint, dass ein Bundesverfassungsgerichtspräsident, der von einem Bundestagsausschuss mit 12 Mitgliedern mit einer Zwei-Drittel-Mehrheit auf Basis einer fragwürdigen interfraktionellen Absprache gewählt wird,⁴ mehr Einfluss hat als der Bundespräsident⁵ offenbart schnell, wie weit sich dieses Machtverhältnis verschoben hat. Bemerkenswert ist vor allem, wie wenig kritische Aufmerksamkeit diese Verschiebung in der deutschen Öffentlichkeit gefunden hat. Das Urteil des BVerfG zur Nichtigkeit des Sterbehilfeverbots des § 217 StGB wurde insoweit durchaus treffend vom stellvertretenden Chefredakteur der Zeitung Die Welt Alexander mit den Worten kommentiert: „Ein Strukturelement der langen Merkeljahre: Gesellschaftspolitik wird im Wesentlichen von Andreas Voßkuhle gemacht“⁶.

Gleiches gilt auch für die EZB, die im Zuge der Eurokrise eine beispiellose Macht bekommen hat⁷ und teilweise demokratisch gewählte Regierungen in wenigen Tagen aus dem Amt kippen konnte.⁸ Mit diesem Machtzuwachs ging in Teilen Deutschlands die Erwartung einher, die EZB müsse diesen Einfluss nutzen, um den Interessen der deutschen Sparer gerecht zu werden. Dies zeigt sich sehr schön in der deutschen Kritik an der EZB. Diese enteigne deutsche Sparer, verursache Immobilienbooms in deutschen Städten und Banken Krisen. Was dabei übersehen wird ist, dass es nicht die Aufgabe der EZB ist, deutschen Sparern einen angemessenen Zinssatz zu beschere, sondern dass die fehlende Investitionsbereitschaft ebendieser vielmehr ein wesentliches Problem für die wirtschaftspolitische Stabilität der Eurozone darstellt. Auch die Kritik, dass die EZB mit ihrer Politik die Ungleichheit verstärke, ist an den falschen Adressaten gerichtet. Es ist nicht die Aufgabe der EZB Ungleichheit zu beseitigen oder damit assoziierte Probleme zu lösen. Dies sollte von einer demokratisch nicht legitimierte Institution in einer Demokratie auch nicht geschehen. Auch die Bankenaufsicht und die Stabilisierung des Finanzsystems ist eine Aufgabe, die letztlich eine politische

ist und insoweit zwar in Absprache mit aber nicht allein durch die EZB stattfinden sollte. Dem Machtzuwachs der Zentralbanken ist nicht dadurch zu begegnen, dass diese nun auch die Folgen ihrer Politik ausgleichen sollen.

EZB und BVerfG sollen Ermessensentscheidungen und politische Abwägungen treffen, die weit außerhalb ihrer limitierten und im Falle des BVerfG auch nicht unproblematischen demokratischen Legitimation und verfassungsrechtlichen Mandate liegen. Während das BVerfG diesen Weg in nicht unerheblichem Maße selbst wählte und nun mit den unerfreulichen, aber vorhersehbaren Konsequenzen leben muss,⁹ wurde die EZB in ihre Rolle durch den fehlenden politischen Willen der nationalen Regierungen der Eurozone mehr hineingedrängt. Diesen Anforderungen können beide jedoch nicht in dauerhaft zufriedenstellender der Weise gerecht werden. Dementsprechend sollte die parlamentarische Kontrolle der EZB verstärkt werden und die verfassungsrechtliche Stellung der EZB sowie die rechtliche Ausgestaltung ihrer Unabhängigkeit überdacht werden.¹⁰

B. Empirische Defizite der Kritik

Die oben skizzierte deutsche Kritik an der EZB begegnet zudem zahlreichen empirischen Bedenken.

Entgegen landläufiger Meinungen ist die derzeitige Niedrigzinspolitik der EZB keinesfalls nur einmalig, in den letzten dreißig Jahren gab es immer wieder Zeiten, in denen der reale Zinssatz unterhalb von null Prozent lag. So betrug die Realerträge aus Spareinlagen in Deutschland zwischen 1975-1998 durchschnittlich -0.08%.¹¹ Das deutsche EZB-Direktoriumsmitglied Schnabel erklärte dazu jüngst: „Manchen Beobachter mag erstaunen, dass die mittlere reale Verzinsung für Spar- und Sichteinlagen in Deutschland seit der Einführung des Euros in etwa dem Durchschnitt der 24 Jahre davor entspricht“¹². Von negativen Zinsen ist dementsprechend bislang auch

nur ein kleiner Teil der Einlagen deutscher Sparer betroffen.¹³ Schwerer wiegt jedoch die langfristige Perspektive.¹⁴ Die Bank of England hat in einer lesenswerten Studie aufgezeigt, dass die realen Zinssätze in Europa in den letzten 700 Jahren mit einigen Ausnahmen kontinuierlich gefallen sind (durchschnittlich -1.59 Basispunkte p.a.), wobei dieser Trend seit 1820 etwas stärker geworden ist als vorher (ab 1820: -2.29 Basispunkte p.a.).¹⁵ Der Vorwurf, die EZB beeinflusse das Zinsniveau in einem atypischen oder problematischen Maße ist insoweit schwer nachvollziehbar, als dass das derzeitige Zinsniveau in keinsten Weise von dem Trend der letzten Jahrhunderte abweicht.

Auch die Behauptung, dass die Anleihenkäufe der EZB die Ungleichheit beschleunigen würden ist problematisch, da die Ungleichheit in Deutschland seit Beginn der Anleihenkäufe durch die EZB nicht wesentlich gestiegen ist.¹⁶ Vielmehr haben durch die verbesserten Aussichten auf dem Arbeitsmarkt vor allem ärmere Haushalte von der EZB-Politik profitiert, was eher zu einem Abbau an Ungleichheit geführt hat.¹⁷ Der Trend steigender Ungleichheit in zahlreichen entwickelten Ländern besteht seit den 1980er-Jahren (dazu V.) und hat sich seit Beginn des QE durch die EZB in der Eurozone nicht wesentlich verstärkt.

Die Preissteigerungen auf dem deutschen Immobilienmarkt sind primär darauf zurückzuführen, dass eine sich schnell verändernde Nachfragesituation auf ein – auch wegen zu umfassender regulatorischer Vorgaben – sich nur langsam anpassendes Angebot trifft. Die Erfolge der Hamburger Senatsregierung durch den zügigen Bau neuer Wohnungen zeigen, dass dem durch eine Ausweitung des Angebots entgegenwirken werden kann. Häufig wird auch nicht berücksichtigt, dass die Immobilienpreise in Deutschland im internationalen Vergleich weiterhin auf sehr niedrigem Niveau sind.¹⁸ Diese Aspekte haben jedoch mit der EZB per se nichts zu tun und

können von dieser auch nur bedingt beeinflusst werden.

III. Empirische, historische und theoretische Probleme des Vorschlags

Die Forderung nach einer Abschaffung der Zentralbank basiert auf den wirtschaftspolitischen Ideen der österreichischen Schule. Deren geldpolitisches Kernkonzept ist die geldpolitische Theorie von Mises.¹⁹ Diese beruht auf der These, dass Zentralbanken durch übermäßige Kreditvergabe die Zinsen künstlich niedrig halten und auf diese Weise zu einer exzessiven Kreditvergabe beitragen. Dadurch wird ein Boom ausgelöst, da tatsächliche Fehlinvestitionen ob der künstlich niedrig gehaltenen Zinsen auf einmal attraktiv erscheinen.²⁰ Wenn die daraus entstehende Blase platzt, kommt es zu Bankenkrise und einer Rezession, bevor das Kapital in attraktivere Investments umgeschichtet wird, was wiederum eine Erholung auslöst. Dementsprechend werden die verschiedenen Finanzkrisen auf die übermäßige Geldkreation durch Zentralbanken und die dadurch entstehenden Volatilitäten zurückgeführt. Die Lösung sei, die Geldmenge zu limitieren und den Markt sich selbst zu überlassen.

A. Empirische Unzulänglichkeiten der Theorie von Mises

Diesem Konzept ist zunächst entgegenzuhalten, dass bei einem zukünftigen Steigen der Zinsen zu erwarten wäre, dass rationale Investoren dieses Ansteigen der Zinsen bei ihren Investitionen berücksichtigen.²¹ Unbestritten führt eine expansive Geldpolitik zu niedrigeren Zinssätzen und damit zu einer Zunahme von Investitionen, warum diese jedoch automatisch zu Fehlinvestitionen führen soll bleibt unklar, da Investoren die spätere Anhebung des Zinsniveaus in ihre Entscheidungen miteinbeziehen.

Fraglich erscheint auch, inwieweit die Geldpolitik die Stabilität des Bankensektors beeinflusst. Historische Untersuchungen

zeigen deutlich, dass die Stabilität eines Wirtschaftssystems nur eingeschränkt von den Zinsen abhängig ist. So hat es in den USA seit 1840 12 Bankenkrisen gegeben, jedoch keine in Kanada, obwohl die Verschuldung in Prozent des BIP in Kanada über weite Teile dieses Zeitraums deutlich höher war als die in den USA.²² Eine Reihe von Autoren hat in den letzten Jahren zudem herausgearbeitet, dass verschiedene insolvenzrechtliche Strukturen und politische Regulationspraktiken die Kreditvergabe und die Stabilität von Banken beeinflussen.²³ Dabei ist es in einigen dysfunktionalen politischen Systemen unterschiedlichen Partikulargruppen gelungen, in erheblichem Maße die Stabilität des Bankensystems zu Gunsten eigener temporärer Vorteile zu unterminieren.²⁴ Diese Strukturen sind vom politischen Willen abhängig und politisch stabile Staaten wie Australien, Neuseeland und Singapur haben daher auch stabilere Bankensysteme als die Vereinigten Staaten oder Staaten in Afrika und Südamerika.²⁵

Ein weiterer wichtiger Faktor ist die Struktur der jeweiligen innerstaatlichen Bankensektors.²⁶ Je mehr Unternehmen auf Aktienmärkte zur Finanzierung zurückgreifen können, desto mehr geraten traditionelle Geschäftsmodelle von Banken unter Druck und zwingen diese zu risikoreicheren Geschäftspraktiken. Die Professoren Singer und Copelovitch zeigen in einer vergleichenden Analyse des deutschen und des kanadischen Bankenmarktes sehr schön, wie die nationalen deutschen Banken durch regionale Banken ab den 1980er-Jahren unter Druck geraten sind und versucht haben, ihre Gewinne durch eine Stärkung risikoreicherer Geschäftsmodelle (v.a. Investmentbanking und anderer börsenbezogener Dienstleistungen) zu halten, was letztlich ihre Stabilität und Profitabilität erheblich geschädigt hat, während kanadische Banken aufgrund des Fehlens einer nationalen überregionalen Börse diese Tendenz nie in vergleichbarer Form entwickelt haben.²⁷ Die Unabhängigkeit dieser Entwicklungen von der Geldpolitik der

Notenbanken zeigt, dass die Geldmenge für die Stabilität eines Wirtschaftssystems eher eine untergeordnete Bedeutung hat.

Wie oben bereits gezeigt, ist die derzeitige Niedrigzinsphase keineswegs außergewöhnlich oder überraschend. Sie unterscheidet sich nicht wesentlich von den realen Zinsen der letzten 30 Jahre und ist Teil eines 700 Jahre währenden Trends fallender Zinsen und Kapitalerträge. Die jüngste Entwicklung hin zu negativen Zinsen ist insoweit keine außerordentliche Entwicklung, sondern lediglich die Fortsetzung dieses Trends. Vor diesem Hintergrund erscheint die These, dass die Zinsen künstlich niedrig sind oder der Trend niedrigerer Zinsen lediglich auf die Rolle von Zentralbanken zurückzuführen ist, irreführend wenn nicht sogar falsch.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Zinsen historisch nicht ungewöhnlich niedrig sind. Auch das Argument, dass die Stabilität des Bankensektors und der Kreditvergabe von der Geldmenge in entscheidendem Maße abhängen würde erscheint fragwürdig, da die scheinbare Immunität ausgewiesener Staaten bei vergleichbaren geldpolitischen Bedingungen und globalen Krisen keineswegs überall zu Banken Krisen geführt hat. Ein Vergleich legt nahe, dass politische und regulatorische Faktoren sehr viel ausschlaggebender für die Stabilität eines Bankensektors sind.

B. Historische Perspektive

Eine Begrenzung der Geldmenge steht im Ergebnis der Bindung des Geldes an einen bestimmten Wert gleich. Dies geschah in der jüngeren Vergangenheit durch den Goldstandard. Problematisch ist, dass eine derartige Bindung in der Vergangenheit nicht funktioniert hat, da sie sich auf Dauer als zu unflexibel erwies.

Nachdem im Zuge des 19. Jahrhunderts viele Staaten den Goldstandard eingeführt hatten, wurde dieser von beinahe allen Staaten zu Beginn des ersten Weltkriegs

wieder ausgesetzt. Der Versuch vieler Staaten ab 1922 den Goldstandard wieder einzuführen scheiterte mit der Great Depression 1928/29, woraufhin der Goldstandard wieder ausgesetzt wurde (UK: 1931, USA: 1933).

Noch während des zweiten Weltkriegs einigten sich zahlreiche Staaten über die grundsätzliche Notwendigkeit einer globalwirtschaftlichen Steuerung und es entstand das Bretton Woods Regime. Bretton Woods sah ein durch Kapitalverkehrskontrollen flankiertes System fester Wechselkurse an, die an den Dollar als Ankerwährung gebunden waren und bei dem die Notenbanken das Recht hatten, ihre Dollarbestände bei der FED gegen Gold zu tauschen.

Dieses System litt jedoch ebenfalls von Anfang an unter systemischen Problemen sowie der wachsenden Unwilligkeit der Teilnehmer die Limitationen des Systems in Kauf zu nehmen. Als problematisch erwies sich vor allem die Anbindung der Wechselkurse an den Dollar. Da die USA seit den 1960er-Jahren kontinuierlich hohe Leistungsbilanzdefizite hatten, flossen immer mehr Dollar aus den USA ab, die schließlich nicht mehr von den Goldbeständen der FED gedeckt waren. Als die Regierung von de Gaulle 1966 ihre Goldbestände aus den USA nach Paris beorderte, setzte das die US-Regierung bereits erheblich unter Druck.²⁸ Dieses Dilemma wurde auch von Staaten benutzt, um von den USA außenpolitische Kollaboration in anderen politischen Bereichen zu erzwingen. Der US-Präsident Nixon erklärte folglich 1970 die Aufhebung der Gold-Bindung.²⁹

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Goldstandard historisch nicht funktioniert hat und jedes Mal wieder zurückgenommen werden musste. Des Weiteren wird er von zahlreichen Ökonomen verschiedenster Strömungen als wesentliches Problem für die wirtschaftlichen Instabilitäten in den 1930er- und 1970er-Jahren gesehen.

C. Kritik an der österreichischen Schule

Die ganz herrschende Meinung unter Ökonomen ist, dass eine Begrenzung der Geldmenge, wie sie von der Österreicher Schule gefordert wird, nicht funktioniert und in der Vergangenheit nicht funktioniert hat.³⁰ Hauptproblem ist die mangelnde Flexibilität eines derartigen Systems, da die in einem Wirtschaftssystem benötigte Geldmenge nicht immer dieselbe ist. Wenn die Wirtschaft wächst, erhöht sich auch die benötigte Geldmenge. Bei einer begrenzten Geldmenge würde es zu einer Deflation kommen, wodurch Schuldner bestraft werden würden und Investitionen von Unternehmen und Konsumenten unattraktiv würden. In einer Rezession ist eines der Hauptprobleme, dass zu viele Menschen Geld haben wollen, was durch die Erhöhung der Liquidität in seinen Folgen erheblich abgemildert werden kann. Der keynesianisch geprägte Ökonom Krugman hat dies 1998 in einem Artikel vereinfacht geschildert: „A recession happens when, for whatever reason, a large part of the private sector tries to increase its cash reserves at the same time. Yet, for all its simplicity, the insight that a slump is about an excess demand for money makes nonsense of the whole hangover theory [Theorie von Mises]. For if the problem is that collectively people want to hold more money than there is in circulation, why not simply increase the supply of money? You may tell me that it's not that simple, that during the previous boom businessmen made bad investments and banks made bad loans. Well, fine. Junk the bad investments and write off the bad loans. Why should this require that perfectly good productive capacity be left idle?“³¹.

Auch die Vertreter des Monetarismus teilen diese Einschätzung. Der Nobelpreisträger Friedman erklär-te in einem Interview 1999 „I think the Austrian business-cycle theory has done the world a great deal of harm. If you go back to the 1930s, which is a key point, here you had the Austrians sitting in London, Hayek and Lionel Robbins, and saying you just have to let the bottom drop

out of the world. You've just got to let it cure itself. (...) You have Rothbard saying it was a great mistake not to let the whole banking system collapse. I think by encouraging that kind of do-nothing policy both in Britain and in the United States, they did harm“³².

Viele Ökonomen stimmen damit im Grundsatz überein und gehen davon aus, dass die Begrenzung der verfügbare Geldmenge sowie das zu frühe Anheben der Zinsens durch die FED während der ersten Jahre der Weltwirtschaftskrise die Krise unnötig verlängert hat und die lange Rezession in der ersten Hälfte der 1930er-Jahre verursacht hat.³³

IV. Problematische Folgen einer Deflation und mangelnde Praktikabilität

A. Folgen einer Implementierung in der Eurozone

Eine Begrenzung der Geldmenge zum jetzigen Zeitpunkt mit dem Ziel einer Deflation würde in Deutschland und Europa zu massiven Problemen führen. Durch die Corona Krise ist die Verschuldung in entwickelten Staaten weltweit massiv angestiegen und wird bei durchschnittlich mehr als 300% des BIP liegen.³⁴ Eine Deflation und steigende Zinssätze würden diese Schuldenlast noch wachsen lassen und eine Reihe von Staaten in der Eurozone (allen voran Griechenland und Italien; langfristig wohl auch Spanien und Frankreich) in die Insolvenz treiben und damit das Ende der Eurozone in ihrer jetzigen Form herbeiführen.³⁵ Die Möglichkeit sich an den Kapitalmärkten Geld zu leihen würde einbrechen, da das Risiko einer Staatsinsolvenz den meisten Geldgebern zu hoch wäre.

Des Weiteren würde es Staaten kaum möglich sein, durch die Konjunkturpolitik die wirtschaftliche Erholung zu beschleunigen, da eine neue Phase der Austeritätspolitik eingeläutet werden müsste bei der Regierungen verzweifelt versuchen würden ihre Defizite zu reduzieren.³⁶ Zusammen mit den

Folgen eines Kollaps der Eurozone würde dies aller Voraussicht nach eine Welle des Populismus und der Ausländerfeindlichkeit nach sich ziehen, die andere Staaten wie China oder die Vereinigten Staaten nutzen würden um sich gegen billige Kredite politischen Einfluss zu sichern.

Ähnliche Entwicklungen würden zahlreiche Unternehmen betreffen, die durch die Corona-Krise ohnehin in finanzielle Engpässe geraten sind. Insoweit ist davon auszugehen, dass ausländische Staatsfonds und Unternehmen versuchen würden, kriselnde europäische Unternehmen in Schlüsselbereichen aufzukaufen, so dass das Ziel einer gemeinsamen europäischen Industriepolitik erheblich geschwächt werden würde.

Die Implementierung einer Begrenzung der Geldmenge auf Ebene der Eurozone würde jedoch auch jenseits dessen zu erheblichen Problemen führen, da nicht davon auszugehen ist, dass andere wesentliche Volkswirtschaften diesem Ansatz in absehbarer Zeit folgen werden.³⁷ Dementsprechend ist zu erwarten, dass multinationale Unternehmen sich in US-Dollar zu günstigen Konditionen refinanzieren würden. Diese Dynamik wird dadurch verschärft, dass die FED nach der Finanzkrise sog. Swap-Lines zur Dollarversorgung bestimmter ausländischer Interbankenmärkte eröffnet hat,³⁸ die im Zuge der Corona Krise nochmal erweitert wurden und inzwischen ein unbegrenztes Volumen haben. Da davon auszugehen ist, dass die FED auch bei einer radikalen geldpolitischen Wende in Europa an dieser Politik festhalten würde um die Superiorität des Dollars zu sichern, wäre es international tätigen Unternehmen weiterhin möglich, sich zu günstigen Konditionen mit US-Dollar zu versorgen und auf diese Weise ihre Auslandsgeschäfte zu finanzieren.³⁹ In Anbetracht der angespannten Finanzierungssituation dieser Unternehmen in Europa würde die US-Regierung vermutlich Zugeständnisse wie eine Verringerung der Präsenz in China sowie die Schaffung von

Arbeitsplätzen in den USA fordern. Primär in Europa tätige kleine und mittlere Unternehmen haben diese Möglichkeit nicht und würden von großen Unternehmen und außereuropäischen Staatsfonds aufgekauft werden oder insolvent gehen.

B. Praktikabilität

Aus den genannten Erwägungen wird deutlich, dass eine derartige Reform weder in der EZB noch in der Eurozone die erforderliche einstimmige Mehrheit finden könnte, da die südeuropäischen Länder sowie Frankreich derartige Reformen blockieren würden. Fraglich ist daher, ob die Bundesbank eine entsprechende Politik allein adoptieren könnte und welche Folgen das hätte. Ein etwaiger Ausstieg der Bundesbank aus dem PSPP-Programm hätte zunächst keine wesentlichen Folgen, da die Bundesbank im Rahmen dieses Programms nur Schuldscheine aus dem deutschen öffentlichen Sektor aufkauft und die Liquidität Deutschlands ohnehin nie ernsthaft in Gefahr war.⁴⁰ Die Bundesbank könnte auch aus den anderen Kaufprogrammen der EZB aussteigen, was zwar zu erheblichen rechtlichen Schwierigkeiten und Ungewissheiten sowie einem Vertragsverletzungsverfahren durch die EU-Kommission führen würde, jedoch an der vorläufigen Funktionalität der EZB-Programme wenig ändern würde, da der Ausfall der Bundesbank durch andere Notenbanken kompensiert werden könnte.

Die Bundesbank kann somit die Geldmenge im Eurosystem nicht eigenmächtig kontrollieren oder eine Deflation herbeiführen. Letztlich bleibt damit als einzig realistische Möglichkeit der Umsetzung der Austritt Deutschlands aus der Eurozone. Über die Folgen dessen für die deutsche Wirtschaft zu spekulieren ist müßig, da sie momentan nicht einschätzbar sind.

In jedem Fall würden auch jenseits der politischen und ökonomischen Folgen für Europa und trotz einer vergleichsweise soliden fiskalpolitischen Ausgangslage der

Bundesrepublik erhebliche Risiken bestehen. Der Aufstieg der AfD dürfte bei einer ernsthaften Rezession insbesondere in Ostdeutschland eine neue Dynamik entfalten. Unklar bleibt auch, wie die Konsequenzen der Swap-Lines sowie der Fremdwährungsfinanzierung von Auslandsgeschäften deutscher Unternehmen mitigiert werden sollen. Dies gilt umso mehr, als dass die sich abzeichnende Umbrüche im Bereich der individuellen Mobilität sowie die Schwierigkeiten der deutschen Autobranche damit umzugehen durch eine erhebliche Erschwerung der Finanzierung von notwendigen langfristigen Investitionen bei zunehmenden globalen Absatzproblemen dazu führen würde, dass die deutsche Wirtschaft sehr viel härter getroffen werden würde, als andere Volkswirtschaften.

C. Zusammenfassung

Der Versuch der Implementierung einer auf Deflation gerichteten Geldpolitik ohne QE in der jetzigen Lage begegnet durchgreifenden massiven Bedenken aufgrund der potenziellen politischen, wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Folgen. Insbesondere hervorzuheben ist auch, dass die sicherheitspolitischen Folgen aufgrund einer verstärkten Abhängigkeit von der Dollarfinanzierung durch die US-Regierung und der FED europäische Bemühungen zur Herstellung strategischer Autonomie erheblich konterkarieren würde.

V. Eine Deflation geht am Problem vorbei

Das signifikanteste Problem ist, dass der Vorschlag an den tatsächlichen Problemen vorbeigeht. Wie eingangs erwähnt weist das derzeitige System substantielle Defizite auf. Diese sind in nicht unerheblichem Maße auf zwei Probleme zurückzuführen, die einander verstärken.

A. Die Stagnation des Westens ab den 1970er-Jahren⁴¹

Das erste Problem ist, dass in vielen westlichen Staaten seit den 1970er-Jahren eine Phase niedriger Innovation und geringem Produktivitätswachstums besteht.⁴²

Der Fokus auf die kurzfristige Gewinnoptimierung sowie die zunehmende Erschöpfung traditioneller Wachstumsfelder wie Bildung und natürliche Ressourcen und nicht zuletzt der demografische Wandel führten zu einer langfristigen gesamtwirtschaftlichen Stagnation.⁴³ Dies mag in Anbetracht der zahlreichen technischen Innovationen der vergangenen Jahrzehnte zunächst komisch erscheinen,⁴⁴ lässt sich jedoch unschwer nachweisen. So haben die wesentlichsten Innovationen der vergangenen Jahrzehnte – Entwicklung von Computern, dem Internet und anderen Lösungen im Bereich der Informationstechnologie – zu keinen wesentlichen Produktivitätszuwächsen geführt. Der Ökonom Solow spottete bereits im Jahr 1987 „we can see the computer age everywhere but in the productivity statistics“⁴⁵. Daran hat sich knapp 30 Jahre später nichts Wesentliches geändert.⁴⁶ Auch im kulturellen Bereich ist diese Stagnation unschwer zu sehen: so ist es sehr einfach möglich zwischen dem Stil und der Kultur der 1930er-Jahre, der 1950er-Jahre, der 1970er-Jahre und dem der 1990er-Jahre zu unterscheiden. Es ist jedoch sehr viel schwieriger die 1990er-Jahre stilistisch oder kulturell von den 2010er-Jahren abzugrenzen.⁴⁷ Die Debatte über Sinn und Grenzen des Wachstums und den Zukunftsaussichten der Menschheit steht ebenfalls symptomatisch dafür.

Die fehlenden Innovationen werden allerdings auch in Entwicklungsländern mehr und mehr zum Problem. Die Verwendung von überflüssigen Kapazitäten chinesischer Unternehmen zum Bau fragwürdiger Infrastrukturprojekte sind ein Symptom dessen ebenso wie die Middle-Income-Trap. Jenseits von künstlicher Intelligenz sind derzeit kaum vielversprechende Innovationen am

Horizont zu erblicken. Dies alles steht im Kontrast zu der Annahme, dass der globale Fortschritt nicht nur immer weiter gehen würde, sondern vor allem auch exponentiell geschehen würde.⁴⁸

Die Fokussierung auf kurzfristige Gewinnoptimierung hat zudem zu einer Reihe anderer Dysfunktionalitäten geführt, die Philippon in seinem Buch „The Great Reversal“⁴⁹ sehr treffend beschreibt und die für viele momentane Probleme (insb. stagnierende Produktivität bei steigender Ungleichheit und sinkenden Löhnen für Geringqualifizierte) verantwortlich sind. Dieses Problem, dass durch die Corona Krise massiv verschlimmert wurde, wird durch eine Begrenzung der Geldmenge nur weiter verschärft und lässt sich auf diese Weise nicht lösen.

Die Wahl Trumps sowie der Konflikt zwischen China und den USA könnten möglicherweise ein entscheidender Katalysator zur Durchbrechung dieser Stagnation sein. Dass gerade ein britisches Unternehmen ein Programm entwickelte, das den südkoreanischen Go-Weltmeister Sedol 2016 vernichtend schlug, könnte sich im Rückblick als Indiz einer neuen globalisierten technologischen Vorherrschaft des Westens erweisen. Eine Deflation hingegen würde es Unternehmen erschweren langfristige und risikoreiche Investitionen zu tätigen, was die derzeitige Stagnation verstärken würde. Außerdem würde sie aufgrund der ohnehin schon hohen Verschuldung zu zahlreichen Insolvenzen und Liquiditätskrisen führen, die es gleichzeitig ausländischen Unternehmen erlauben würden, Schlüsselunternehmen und Industrien aufzukaufen.

B. Zunahme der Verschuldung

Das zweite wesentliche Problem ist die starke Zunahme der Verschuldung seit den 1980er-Jahren. Der Fokus auf die kurzfristige Gewinnoptimierung führte zu einem Verlust an Kompetitivität gegenüber den aufstrebenden Nationen Asiens, der sich zunächst im Verhältnis zu Japan in den

1970er-Jahren und in Bezug auf China und Südostasien seit den 1990er-Jahren zeigt. Gleichzeitig versuchte der Westen seinen defizitären Wohlfahrtsstaat bei einer alternierenden Bevölkerung zu erhalten, indem er sich verschuldete. Das doppelte Defizit der USA ab 1990 (steigende Staatsverschuldung in Prozent des BIP bei gleichzeitigem wachsenden Leistungsbilanzdefizit) illustriert diesen Trend sehr schön.⁵⁰ Dies führte dazu, dass China den Konsum seiner Produkte durch die USA mit dem Aufkaufen amerikanischer Staatsanleihen finanzierte.⁵¹ Auch in Europa ist die Verschuldung von Industrienationen stark gestiegen, ohne dass damit ein entsprechendes wirtschaftliches Wachstum einhergehen würde.

Der immer enger werdende fiskalpolitische Spielraum vieler Regierungen hat auch zu massiven Defiziten in der Infrastruktur geführt. Jahrzehntlang wurde in Deutschland, den USA und vielen anderen Ländern nur von der Substanz gelebt, was jetzt zu massiven Defiziten und Problemen führt.

C. Deflation löst keine Probleme

Die Dysfunktionalität und institutionelle Sklerose unseres Wirtschaftssystems können ebenso wenig wie die hohe Verschuldung durch Deflation bekämpft werden. Vielmehr müssen Fälle des Marktversagens aggressiver angegangen werden,⁵² Beihilfe- und kartellrechtliche Regelungen flexibilisiert werden, Remunerations-,⁵³ Gesellschaftsrechts- und Haftungsstrukturen für unternehmerisches Spitzenpersonal korrigiert werden⁵⁴ und die Qualität des Bildungssystems und der Infrastruktur muss drastisch erhöht werden. Die Reformpläne der derzeitigen britischen Regierung im Bildungsbereich könnten in diesem Kontext zu einem wichtigen Vorbild für Kontinentaleuropa werden, wo ähnliche Tendenzen außerhalb Frankreichs bislang nicht erkennbar sind.⁵⁵ Das Mandat der EZB sollte erweitert werden und neben der Preisstabilität auch die wirtschaftliche Entwicklung und die Reduzierung der Arbeitslosigkeit enthalten. Auch sollte das QE angepasst

werden und das generelle Verbot monetärer Staatsfinanzierung des Art. 123 AEUV aufgehoben werden. Ein weiteres elementares Problem ist Steuervermeidung, deren Ausmaß in den letzten Jahrzehnten erheblich gestiegen ist und deren Effekte große Firmen disproportional bevorteilt.⁵⁶ Der Schuldenproblematik muss langfristig mit einem flächendeckenden Schuldenschnitt begegnet werden und die EU sollte einen Sovereign Wealth Fund anlegen, um die Entwicklungen in bestimmten Markt Bereichen zu beschleunigen und Bürger effektiver an den Früchten unternehmerischer Gewinne beteiligen zu können.

- ¹ Hervorzuheben ist allerdings *Habermas*, Auch eine Geschichte der Philosophie, Bd. II, S. 189 ff., 557 ff., Berlin 2019.
- ² *Wolf*, Martin Wolf: why rigged capitalism is damaging liberal democracy, FT 18.0.2019, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/ca43edee-8bdd-11e6-8cb7-e7ada1d123b1> (Zugriff: 6.06.2020).
- ³ Hins. des BVerfG: *Möllers et al.*, Das entgrenzte Gericht, Berlin 2016 sowie grds. *Collins*, Democracy's Guardians. A History of the German Federal Constitutional Court. 1951-2001, Oxford 2015.
- ⁴ *Rath*, Vier Wahlen für Karlsruhe, LTO <https://www.lto.de/recht/justiz/j/bverfg-nachfolger-vosskuhle-masing-praesident-vizepraesident-wahlen-neue-richter-karlsruhe/> (Zugriff: 2.06.2020).
- ⁵ *Wefing*, Der Andere Präsident, Zeit Magazin, abrufbar unter: <https://www.zeit.de/zeit-magazin/2016/12/andreas-vosskuhle-bundes-verfassungsgericht-verfassung-praesident> (Zugriff: 2.06.2020).
- ⁶ *Alexander*, <https://twitter.com/robinalexander> (Zugriff: 2.06.2020).
- ⁷ Dazu kritisch *Egedy*, Finanzkrise und Verfassung, Tübingen 2019 sowie *Thiele*, Die Europäische Zentralbank, S. 65 ff., Tübingen 2019.
- ⁸ *Tooze*, Crashed, S. 434 ff., München 2019.
- ⁹ Zur Kritik daran vgl. *BVerfG*, Beschluss v. 14.01.2014, 2 BvR 2728, Rn. 106 ff.
- ¹⁰ *Tooze*, The Death of the Central Bank Myth, Foreign Affairs 05/2020, abrufbar unter: <https://foreignpolicy.com/2020/05/13/european-central-bank-myth-monetary-policy-german-court-ruling/> (Zugriff: 2.06.2020).
- ¹¹ *Schnabel*, Narrative über die Geldpolitik der EZB – Wirklichkeit oder Fiktion?, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200211_1~b439a2f4a0.de.html (Zugriff: 2.06.2020).
- ¹² Ebd.
- ¹³ *Schnabel*, Narrative über die Geldpolitik der EZB – Wirklichkeit oder Fiktion? Folien, S. 17, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200211_1_annex~e385ff0f68.de.pdf (Zugriff: 2.06.2020).
- ¹⁴ *Schmelzing*, Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311-2018, S. 1 ff., 14, <https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2020/eight-centuries-of-global-real-interest-rates-r-g-and-the-suprasecular-decline-1311-2018#:~:text=Staff%20Working%20Paper%20No..845&text=I%20show%20that%20across%20successful,points%20per%20annum%20has%20prevailed.> (Zugriff: 2.06.2020).
- ¹⁵ Ebd. S. 2 f., 38 ff.
- ¹⁶ Fn. 11.
- ¹⁷ Fn. 14, S. 20.
- ¹⁸ Fn. 14, S. 26.
- ¹⁹ *Mises*, Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik, S. 43 ff., Jena 1928.
- ²⁰ *Braunberger*, Hayek, Mises und die Notenbanken, <https://blogs.faz.net/fazit/2018/02/22/hayek-mises-und-die-notenbanken-9629/> (Zugriff: 3.06.2020).
- ²¹ Dazu ausf. *Caplan*, Why I am not an Austrian Economist, unter: 3.4.2., abrufbar unter: <http://econfaculty.gmu.edu/bcaplan/whyaust.htm> (Zugriff: 2.06.2020).
- ²² *Calomiris/Haber*, Fragile by Design. The Political Origins of Banking Crises and Scarce Credit, S. 5, Princeton 2014.
- ²³ Ebd., siehe auch *Pistor*, The Code of Capital, S. 77 ff., Princeton 2019 sowie Fn. 25.
- ²⁴ Fn. 22, S. 153 ff., 203 ff.
- ²⁵ Fn. 22, S. 6 ff.
- ²⁶ Dazu *Singer/Copelovitch*, Banks on the brink, Cambridge 2020.
- ²⁷ Ebd. S. 63 ff., 162 ff.
- ²⁸ *Stolze*, Besiegt de Gaulle de Dollar, DIE ZEIT 39/1966, S. 12, auch einsehbar unter: <https://www.zeit.de/1966/36/besiegt-de-gaulle-den-dollar/komplettansicht> (Zugriff: 2.06.2020).

29 Für eine ausführlichere Darstellung vgl. *Sargent*, A Superpower Transformed. The Remaking of American Foreign Relations in the 1970s, Oxford 2015.

30 IGM Forum Gold Standard poll, <http://www.igmchicago.org/surveys/gold-standard/> (Zugriff: 1.06.2020).

31 *Krugman*, The Hangover Theory, Slate Magazine, <https://slate.com/business/1998/12/the-hangover-theory.html> (Zugriff: 2.06.2020).

32 *Friedman*, Mr. Market, Hoover Digest 01/1999, abrufbar unter: <https://web.archive.org/web/20131231213357/http://www.hoover.org/publications/hoover-digest/article/6459> (Zugriff: 2.06.2020).

33 *Friedman/Schwartz*, A Monetary History of the United States, 1867–1960, S. 362 ff., Princeton 1965; *Bernanke*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke, November 8 2002, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021108/default.htm> (Zugriff: 2.06.2020).

34 G7 sowie Australien, Finnland, Neuseeland, Norwegen, Portugal, Spanien und Schweden. Die Berechnung enthält die Verschuldung privater Haushalte, Regierungen und Unternehmen soweit diese nicht dem Finanzsektor angehören. Quelle: *Wolf*, How to escape the trap of excessive debt, FT 5.05.2020, S. 8, auch abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/2c5ddb0-8e09-11ea-9e12-0d4655dbd44f> (Zugriff: 2.06.2020).

35 Vgl. zur Griechenlandkrise *Münchau*, Greece's brutal creditors have demolished the eurozone project, FT 13.07.2015, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/e38a452e-26f2-11e5-bd83-71cb60e8f08c> (Zugriff: 2.06.2020).

36 Zu den Problemen der Austeritätspolitik: *Blyth*, Austerity: The History of a dangerous idea, S. 97 ff., 198 ff., Oxford 2012.

37 Fn. 30.

38 Zur Rolle von Swap Lines während der Finanzkrise vgl. Fn. 7, S. 239 ff.; zu Swap Lines in der Corona Krise siehe *Tooze*, Crashed to Corona 3: The FED beyond Swap Lines, <https://adam-tooze.com/2020/04/05/crashed-to-corona-3-the-fed-beyond-swap-lines/> (Zugriff: 2.06.2020).

39 *Tett*, Federal Reserve's swaps intervention will preserve dollar's reach, FT 21.05.2020, <https://www.ft.com/content/df9e34aa-9b5c-11ea-adb1-529f96d8a00b> (Zugriff: 2.06.2020).

40 Bundesbank, Public Sector Purchase Programme (PSPP), <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-wertpapierankaufe/public-sector-purchase-programme-pspp-830348> (Zugriff: 2.06.2020).

41 Dieses Phänomen kann in seiner kulturhistorischen und wirtschaftspolitischen Komplexität an dieser Stelle nicht eingehend beleuchtet werden und wäre wohl einer eigenen Debatte würdig. Die folgenden Ausführungen sind daher mehr als ein schlaglichtartiges Überfliegen einzelner Problemkomplexe zu verstehen.

42 Dazu grds. *Douthart*, The Decadent Society, New York 2020 sowie mit ökonomischer aber im Ergebnis gleicher Analyse bei anderen Schlussfolgerungen *Vollrath*, Fully Grown. Why a stagnant economy is a sign of success, S. 12 ff., Chicago 2020. Speziell zur amerikanischen Volkswirtschaft siehe *Gordon*, The Rise and Fall of American Growth, S. 4 f., 535 ff., Princeton 2016.

43 *Cowen*, The Great Stagnation, S. 13 ff., New York 2011. Dieser Trend lässt sich auch auf der mikroökonomischen Ebene schön nachvollziehen. Beispielsweise: *Ibarra et al.*, Satya Nadella at Microsoft, London Business School, abrufbar unter: https://krm.vo.llnwd.net/global/public/resources/WIN_En-gage/143/LBS128p2_SR_CS_20181024.pdf (Zugriff: 2.06.2020).

44 Dazu grds. *Rosa*, Beschleunigung. Die Veränderung der Zeitstrukturen in der Moderne, Berlin 2005.

45 *Uchitelle*, Productivity Finally Shows the Impact of Computers, New York Times 12.03.2000, S. 4.

⁴⁶ Vgl. nur folgende Aussage aus einem Paper des MIT vom Oktober 2017: "We live in an age of paradox. Systems using artificial intelligence match or surpass human level performance in more and more domains, leveraging rapid advances in other technologies and driving soaring stock prices. Yet measured productivity growth has declined by half over the past decade, and real income has stagnated since the late 1990s for a majority of Americans", *Brynjolfsson et al.*, AI and the modern productivity paradox, NBER working paper No. 24001, S. 1.

⁴⁷ *Andersen*, You Say You Want a Devolution?, Vanity Fair 01/2012, abrufbar unter: <https://www.vanityfair.com/style/2012/01/prisoners-of-style-201201> (Zugriff: 2.06.2020).

⁴⁸ *Morris*, Wer regiert die Welt?, S. 566 ff., Frankfurt 2012 sowie *Kurzweil*, The Singularity is near, S. 24, New York 2005.

⁴⁹ *Philippon*, The Great Reversal. How America Gave Up on Free Markets, Cambridge 2019.

⁵⁰ Fn. 9, S. 40.

⁵¹ Zu diesem Phänomen und seinen global-historischen Auswirkungen: Fn. 49, S. 558 ff.

⁵² Vgl. dazu aus neoliberaler Perspektive auch *Lindsey Teles*, The Captured Economy, S. 1 f., 127 ff., Oxford 2017.

⁵³ Dazu: *Smithers*, Productivity and the Bonus Culture, S. 13 ff., 73 ff., Oxford 2019.

⁵⁴ Siehe Fn. 52. Das jüngste Urteil des BGH in der causa VW (*BGH VI ZR 252/19*) sowie der Referentenentwurf eines Unternehmensstrafrechts sind ebenfalls wichtige Schritte in die richtige Richtung, jedoch bei weitem noch nicht ausreichend.

⁵⁵ *Cummings*, Some thoughts on education and political priorities, abrufbar unter: <https://dominiccummings.files.wordpress.com/2013/11/20130825-some-thoughts-on-education-and-political-priorities-version-2-final.pdf> (Zugriff: 2.06.2020).

⁵⁶ So haben die 400 wohlhabendsten Personen der USA die niedrigste durchschnittliche Steuerrate von allen Personengruppen, vgl. *Zucman*, The hidden wealth of Nations: The source of tax havens, S. 36, Chicago 2015.

Über den Autor:

Philipp Beckmann ist Student der Rechtswissenschaften an der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg und Mitglied des Vorstands von Epis Think Tank e.V. Dieser Text dient der inhaltlichen Vorbereitung und thematischen Einführung für eine vertiefende Diskussion zur Geldpolitik der EZB im Rahmen der Vereinsaktivitäten und ist kein inhaltlich abgeschlossenes Policy Paper. Der Autor gibt nur seine eigene Meinung wieder und nicht die von Epis Think Tank e.V.

Über Epis Think Tank:

Epis ist ein Think Tank, der es sich zum Ziel gesetzt hat, konkrete und fundierte Lösungen und Handlungsansätze für die politischen und gesellschaftlichen Probleme unserer Zeit zu entwickeln. Hierfür ist ein offener Diskurs zur Erarbeitung von effektiven, nachhaltigen und progressiven Strategien notwendig. Die konsensorientierte thematische Auseinandersetzung ist Kernelement jeder Demokratie. Wann immer diese durch ideologische Scheuklappen eingeschränkt wird, tritt Konfrontation anstelle von Dialog.

Durch unsere Mitglieder erarbeiten wir in Kooperation mit zahlreichen Partnern konkrete und tragfähige Lösungsvorschläge, um damit neue Denkanstöße zu setzen. Hierfür organisieren wir Seminare, Exkurse und Diskussionen, um schließlich unsere ausgearbeiteten Ergebnisse im Dialog mit anderen Institutionen sowie in zahlreichen Hintergrundgesprächen mit Politikern, Beamten, Diplomaten, Wissenschaftlern und anderen Entscheidungsträgern zu präsentieren und einzubringen.

kontakt@epis-thinktank.de
www.epis-thinktank.de