



**University of
Zurich** UZH

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2021

Geldschwemme – wie lange geht das noch gut?

Straumann, Tobias

Abstract: Die globalen Krisen jagen sich, und ohne Unterlass pumpen die Notenbanken frisches Geld ins System. Weil deutliche Kollateralschäden ausbleiben, sehen manche ein neues, nützliches Paradigma am Werk. Was ist dran an der Modern Monetary Theory?

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-205424>

Newspaper Article

Published Version

Originally published at:

Straumann, Tobias. Geldschwemme – wie lange geht das noch gut? In: NZZ, 29, 5 Februar 2021, 19.

KARIKATUR DER WOCHE



Geldschwemme – wie lange geht das noch gut?

Die globalen Krisen jagen sich, und ohne Ende pumpen die Notenbanken Geld ins System. Da deutliche Kollateralschäden ausbleiben, sehen manche ein neues, nützliches Paradigma am Werk. Gastkommentar von Tobias Straumann

Wir leben in einer verrückten Welt. Auf der einen Seite können wir beobachten, wie die Zentralbankbilanzen immer grösser werden, die Staatsschulden explodieren und die Zinsen sich kaum mehr bewegen. Auf der anderen Seite stellen wir fest, dass mitten in der Krise die Aktienkurse in die Höhe schiessen, die Banken ausgezeichnete Jahresabschlüsse vorlegen und die Immobilienpreise an manchen Orten weiter steigen. Es stellt sich die Frage: Wie lange kann das noch gutgehen?

Vereinfacht gesagt, gibt es drei Antworten: «nicht mehr lange», «leider noch ziemlich lange» und «hoffentlich für immer». Es streiten sich also die Pessimisten, die Melancholiker und die Enthusiasten um die richtige Einschätzung der Lage. Optimisten, die glauben, die Menschheit werde bald zu einer nachhaltigen Wirtschaftspolitik zurückkehren, sind auffällig abwesend von der Diskussion. Zu viel spricht dagegen, dass sich alles in Minne auflöst.

Ein Pulverfass?

Von den drei Antworten ist die erste am stärksten vertreten. Sie prophezeit, dass bald die grosse Abrechnung komme, weil die Verschuldung so weit fortgeschritten sei, dass ein kleiner Funke genüge, um das Pulverfass zum Explodieren zu bringen. Die Argumente der Pessimisten sind nachvollziehbar. Die privaten und öffentlichen Schulden sind in den letzten Jahrzehnten stetig gestiegen, und die Finanzkrise von 2008 hat eindrücklich demonstriert, dass ein allzu schneller und weitgehender Schuldenaufbau verheerende Konsequenzen haben kann, wenn eine Konkurswelle eintritt.

Es ist auch richtig, darauf hinzuweisen, dass eine langanhaltende Tiefzinsphase enorme Fehlinvestitionen ermöglicht. In den letzten Jahren haben viele Firmen, die bei einem normalen Zinsniveau schon längst pleitegegangen wären, ausgiebig Kredite zu

günstigen Konditionen bekommen. Dasselbe gilt für viele Hypothekarschuldner, die sich eine Wohnung oder ein Haus gekauft haben, das sie sich nur wegen der rekordtiefen Zinsen leisten können. Und es gilt vor allem für die Staaten, die seit Jahrzehnten ihren Haushalt nicht im Griff haben. Weil die jährlichen Zinszahlungen nicht mehr ins Gewicht fallen, können sie immer mehr Schulden anhäufen. Niemand merkt es im Portemonnaie, zumindest nicht heute oder morgen.

Das Problem der pessimistischen Sicht liegt aber darin, dass der seit langem angekündigte Crash immer wieder in die Zukunft verschoben werden muss. Der tiefere Grund liegt darin, dass die Pessimisten immer wieder die Macht der Zentralbanken unterschätzen. Wie sich im März 2020 gezeigt hat, können sie mit ihren Interventionen die Lage innerhalb von wenigen Tagen stabilisieren. Die befürchtete Konkurswelle der überschuldeten Firmen ist nicht eingetreten.

Natürlich wird es durch die massiven Liquiditätsspritzen noch schwieriger, die Geldschwemme der letzten zehn Jahre wieder abzubauen. Aber die Prognose, dass es nur einen kleinen Funken brauche, um das Pulverfass zum Explodieren zu bringen, hat sich nicht bewahrheitet. Wenn selbst ein gigantischer Schock wie die Corona-Pandemie das Gebäude nicht zum Einstürzen bringen konnte, scheint das System stabiler zu sein, als es die grossen Verzerrungen vermuten lassen.

Wo bleibt die Inflation?

Diese Feststellung bildet den Ausgangspunkt der melancholischen Antwort. Sie prognostiziert, dass die verrückte Welt leider noch längere Zeit Bestand haben dürfte, weil die Tiefzinsphase noch lange anhalten werde. Erst wenn die Inflationsrate deutlich ansteige, würden sich die Regeln ändern, denn in diesem Fall müssten die Zentralbanken die Zinsen

erhöhen, um die Inflation unter Kontrolle zu halten. Dies würde dann in der Tat eine Konkurswelle auslösen, aber da es keinerlei Anzeichen für eine hohe Inflation gebe, sei nicht mit einem baldigen Ende des Schuldenmachens zu rechnen.

Warum ergibt sich nicht schon längst eine Inflation, wenn doch die Zentralbanken so viel Geld drucken? Der Grund liegt darin, dass das zusätzlich geschaffene Geld im Finanzsystem bleibt und nicht in den privaten oder den staatlichen Konsum fliesst. Die Liquidität fliesst von den Zentralbanken zu den Geschäftsbanken, die sie teilweise zum Kauf von Wertpapieren verwenden und teilweise auf den Liquiditätskonten, die sie bei den Zentralbanken haben, deponieren. Erst wenn die Zentralbanken die laufenden Staatsausgaben im grossen Stil direkt finanzieren, das heisst die zusätzlich gedruckten Noten für die Auszahlung der Löhne und die Begleichung von Rechnungen zur Verfügung stellen, wird die Inflation schnell ansteigen. Die berühmte deutsche Hyperinflation von 1923 ist auf diese Weise zustande gekommen. Das ist heute nicht der Fall.

Die dritte Gruppe, die Enthusiasten, können weder dem Pessimismus noch der Melancholie etwas abgewinnen. Sie beobachten die steigenden Staatsschulden, die tiefen Zinsen und die explodierenden Zentralbankbilanzen nicht mit Entsetzen, sondern mit Freude. Denn für sie markiert die Wirtschaftspolitik der letzten zehn Jahre nur den Prolog des fundamental neuen Ansatzes, Wachstum und Vollbeschäftigung dauerhaft zu sichern. Grundlage ihrer Überzeugung bildet die moderne monetäre Theorie (MMT).

Die moderne monetäre Theorie beruht auf zwei Behauptungen. Die erste lautet: Ein Land, dessen Schulden in der eigenen Währung denominiert seien, könne nie bankrottgehen, weil es das Staatsdefizit und den Schuldendienst stets mit der Noten-

presse finanzieren könne. Also sollten wir uns über die wachsende Staatsverschuldung keine Sorgen machen. Wir haben hier unbeschränkten Spielraum, den wir nutzen sollten, um unsere politischen Ziele zu realisieren.

Die zweite Behauptung der modernen monetären Theorie lautet, dass der Staat die Konjunktur und die Inflation am besten durch die Steuer- und Finanzpolitik lenken könne. Mit Defiziten könne die Regierung dafür sorgen, dass die Wirtschaft wachse und Vollbeschäftigung erzeuge, während sie mit der Steuerpolitik die Inflation unter Kontrolle bringen könne, falls es überhaupt nötig sei. Bisher hiess es in den Lehrbüchern, dass die Zentralbank mit ihrer Geldpolitik für die Steuerung der Konjunktur und der Inflation zuständig sei. Bei der MMT ist die Rollenverteilung genau umgekehrt: Die Regierung ist die entscheidende Instanz, die mittels der Finanzpolitik Konjunktur und Inflation steuert, und die Zentralbank ist nur dazu da, das Staatsdefizit zu decken.

Die erste Behauptung der modernen monetären Theorie ist nicht ganz falsch. Länder, die sich in eigener Währung verschulden können, verfügen tatsächlich über grösseren wirtschaftspolitischen Spielraum als Länder, deren Schulden in ausländischer Währung denominiert sind. Aber mehr lässt sich der MMT nicht abgewinnen, auch wenn die Zahl ihrer Anhänger stetig zunimmt. Vor allem die Idee, dass eine Regierung in der Lage sein soll, die Konjunktur und die Inflation mit ihrer Finanzpolitik zu steuern, ist vollkommen unrealistisch, denn sie ist in den sechziger und siebziger Jahren schon einmal ausprobiert worden und ist grandios gescheitert. Das Experiment führte geradewegs zu höherer Inflation.

Janet Yellen steht quer

Wird sich die moderne monetäre Theorie trotz ihrem Konstruktionsfehler durchsetzen? Das ist schwer vorstellbar, denn sie lässt sich nur implementieren, wenn die Notenbanken vollkommen entmachteter werden. Selbst die Biden-Administration, in deren Umkreis sich die MMT einer gewissen Beliebtheit erfreut, dürfte sich gegen ein solches Experiment aussprechen. Janet Yellen, die neue Finanzministerin, war früher Chef der US-Notenbank und weiss um die Gefahr einer politisch kontrollierten Geldpolitik.

So scheint es, dass die Melancholiker zurzeit die beste Antwort auf die eingangs gestellte Frage geben können: Ja, wir leben in einer verrückten Welt, und es ist anzunehmen, dass sie nicht ewig Bestand haben wird. Aber es deutet vieles darauf hin, dass das Verrückte einstweilen als normal angesehen werden muss.

Es deutet vieles darauf hin, dass das Verrückte einstweilen als normal angesehen werden muss.

Tobias Straumann ist Privatdozent für Wirtschaftsgeschichte an der Universität Zürich. Beim Text handelt es sich um das Impulsreferat zum NZZ-Podium «Modern Monetary Theory – Schulden machen ohne Reue?», das am 2. Februar in Zürich digital über die Bühne ging.