

Der Volkswirt

gegründet 1926



„Unser Geldsystem dient nur einer kleinen Elite“

Niedrigzinsen, Geldschwemme, digitale Währungen – die Ökonomen **Thorsten Polleit** und **Marcel Fratzscher** streiten über den richtigen Kurs der Geldpolitik, die Rolle der Zentralbanken und die Bedeutung des Faktors Vertrauen für das Geld der Zukunft.

TEXT MALTE FISCHER

Herr Polleit, Herr Fratzscher, die Notenbanken haben wegen der Coronapandemie die Geldpolitik gelockert. Die EZB erwägt zudem, die Geldpolitik in den Dienst des Klimaschutzes zu stellen. Lässt sich das mit den Aufgaben einer Notenbank vereinbaren?

Polleit: Die Notenbanken bekämpfen Krisen nicht mit immer niedrigeren Zinsen und mehr Krediten – sondern erzeugen sie. Mit dem Kampf gegen die Coronakrise und den Klimawandel überdehnt die EZB ihr Mandat, ihre Räte lassen sich für politische Zwecke einspannen. Eine „grüne Geldpolitik“ für den Klimaschutz bedeutet, dass die EZB – enthoben von parlamentarischer Kontrolle – willkürlich Industriepolitik betreibt. Dass dabei das Ziel, die Kaufkraft des Euro zu bewahren, ins Hintertreffen gerät, ist sehr wahrscheinlich.

Fratzscher: Nein. Die Notenbanken erzeugen keine Krisen mit ihrer Geldpolitik. Ganz im Gegenteil, ohne das beherzte Eingreifen der Zentralbanken wären die globale Finanzkrise 2008 und die darauffolgende europäische Finanzkrise deutlich tiefer und schmerzvoller ausgefallen. Genauso ist es nun Aufgabe der Zentralbanken, ihren Beitrag zur Bekämpfung einer drohenden Rezession durch das Coronavirus zu leisten. Und es besteht auch kein Widerspruch zwischen Preisstabilität, also dem Mandat der EZB, und Klimaschutz. Im Gegenteil, der Klimawandel schwächt die Finanzstabilität und die Wirtschaftsdynamik. Daher darf auch einer Zentralbank der Klimaschutz nicht egal sein.

Die Notenbanker argumentieren, die niedrigen Zinsen seien das Ergebnis einer globalen Sparschwemme.

Fratzscher: Weltweit legen die Babyboomer Geld fürs Alter zurück. Die Deutschen haben im vergangenen Jahr 260 Milliarden Euro gespart, das sind 7,6 Prozent der Wirtschaftsleistung. Zugleich sind die Investitionen schwach. Weil mehr gespart als investiert wird, sinkt der Preis des Geldes, also der Zins.

Heißt das, die Deutschen sind selbst schuld an den niedrigen Zinsen, weil sie so viel sparen?

Fratzscher: Die Deutschen tragen zu dem Niedrigzinsumfeld bei, das sie beklagen. Eine Zentralbank hat nur einen begrenzten Einfluss auf Investitionen und Sparsentscheidungen, hierfür sind vor allem Regierungen und ihre Wirtschaftspolitik verantwortlich. Die EZB hat ihre Leitzinsen zu einem großen Teil

den niedrigen Marktzinsen anpassen müssen, um die Preise stabil zu halten.

Polleit: Ach was. Als Geldmonopolist bestimmt die EZB die kurzfristigen Zinsen. Sie hat den Zins für die Einlagen der Geschäftsbanken bei der Notenbank in den Minusbereich gedrückt. Um ihre Einlagen bei der EZB möglichst gering zu halten, kaufen die Banken Anleihen. Das treibt deren Kurse – und drückt die Renditen. Seit der Finanzkrise kauft die EZB selbst Staatsanleihen, auch das drückt die langfristigen Zinsen nach unten. Die Niedrigzinsen sind das Ergebnis der Zinsmanipulation durch die EZB.

Fratzscher: Sie überschätzen die Macht der Zentralbank. Studien zeigen, dass der reale, natürliche Marktzins in den vergangenen beiden Jahrzehnten deutlich gesunken ist und möglicherweise heute unter null Prozent liegt.

Polleit: Der natürliche Zins kann nicht auf null Prozent oder ins Minus rutschen. Der Zins spiegelt die Zeitpräferenz der Menschen wider, also ihre Wertschätzung für heutigen Konsum im Vergleich zu zukünftigem Konsum.

Wäre die Zeitpräferenz negativ, würden die Menschen nicht mehr konsumieren. **Fratzscher:** Wie erklären Sie dann, dass der reale Zins in einem Drittel der Zeit seit den Siebzigerjahren negativ war – obwohl es damals keine Anleihekäufe der Notenbanken gab? Eine negative Zeitpräferenz ist durchaus möglich, gerade in Zeiten hoher Unsicherheit und fehlender Vorsorge.

Polleit: Damals wurden die Menschen von der Inflation überrascht. Hätten sie geahnt, dass die Inflation anzieht und die Realzinsen ins Minus drückt, hätten sie ihr Geld anders angelegt. Wenn die EZB glaubt, dass der natürliche Zins negativ ist, warum hört sie dann nicht auf, Anleihen zu kaufen? Offenbar fürchtet sie, dass die Zinskosten für die überschuldeten Staaten dann steigen.

Enteignet die EZB die Sparer?

Polleit: Die künstlich nach unten getriebenen Zinsen schädigen Sparer und

MARCEL FRATZSCHER, 49,

ist Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) in Berlin und Professor für Makroökonomie an der Humboldt-Universität zu Berlin.

THORSTEN POLLEIT, 52,

ist Chefökonom der Degussa Goldhandel GmbH und Honorar-Professor an der Universität Bayreuth. Zudem ist er Präsident des Ludwig von Mises Instituts Deutschland.

begünstigen Schuldner. Zu den Schuldnern gehört der Staat. Er muss weniger Zinsen zahlen. Statt die Bürger durch niedrigere Steuern zu entlasten, erhöhen die Regierungen die Ausgaben.

Fratzscher: Wenn der Markt keine positiven Zinsen hergibt, kann man keinen Anspruch auf positive Zinsen erheben. Zudem ist niemand gezwungen, Geld zu negativen Zinsen anzulegen.

Polleit: Die Negativzinsen sind aber nicht das Ergebnis des Marktes.

Fratzscher: Nur weil die Zentralbank das Geldmonopol besitzt, heißt das nicht, dass sie die Zinsen vollständig kontrolliert. Außerdem halte ich es für richtig, dass die Zentralbank das Geldmonopol besitzt. Geld ist ein Vertrauensgut. Hätten die Zentralbanken in der Finanzkrise die Wirtschaft nicht gestützt, wäre unser Wohlstand geringer.

Polleit: Bevor Sie die Zentralbanken für deren Krisenmanagement loben, sollten Sie sich fragen, wer die Krise verursacht hat. Das waren die Zentralbanken mit ihrer viel zu lockeren Geldpolitik. Die Kredit- und Geldschöpfung aus dem Nichts, die unser Papiergeldsystem prägt, erzeugt immer wieder Krisen.

Fratzscher: Wie bitte? Die Zentralbanken sollen schuld an Finanzkrisen sein?

Polleit: Ja. Investoren können darauf vertrauen, dass die Notenbanken zur Stelle sind, wenn es brenzlig wird. Die Notenbanken haben ein Sicherheitsnetz für die Märkte gespannt. Anleger gehen daher immer stärker ins Risiko.

Fratzscher: Verantwortlich für die Finanzkrise 2008 waren Investoren, die Risiken eingegangen waren, um von diesen zu profitieren. Sie sind dann den Steuerzahlern auf die Füße gefallen. Das Sicherheitsnetz einer Notenbank ist essenziell für das Funktionieren einer Marktwirtschaft. Wir brauchen ein Grundvertrauen in den Staat und seine Zentralbank. Das macht Staatsanleihen zur sicheren Anlage. Unser Finanzsystem braucht diesen Anker.

Polleit: Das staatliche Zentralbankmonopol, dem Sie vertrauen, ist eines der gravierendsten gesellschaftlichen Probleme der Neuzeit. Es wird, wie jedes Monopol, missbraucht von Interessengruppen. Unser Geldsystem dient nicht den meisten Menschen, sondern einer kleinen Elite. Das ist vor allem die Finanzindustrie, die dank der Geldschöpfung aus dem Nichts und der wachsenden Geldbestände, die es zu verwalten gilt, riesige Profite einfährt. Was glau-

ben Sie wohl, warum die Banken so wenig Eigenkapital vorhalten müssen? Das ist das Ergebnis ihrer Lobbyarbeit bei den Zentralbanken und den staatlichen Aufsichtsbehörden.

Fratzscher: Gerade deshalb ist nicht der Staat das Problem, sondern es ist der Missbrauch von Regeln und des Marktes durch Interessengruppen. Deshalb sollten wir nicht gleich das gesamte Geldsystem infrage stellen. Damit der Markt funktioniert, bedarf es eines staatlichen Rahmens mit vernünftiger Regulierung. Daran hat es bisher gehapert. Wir haben im Finanzsystem nicht zu viel, sondern eher zu schlechte Regulierung. Die Aufsicht müsste den Banken in einigen Fällen eher höhere Eigenkapitalquoten vorschreiben.

Polleit: In einem freien Markt für Geld brauchen Sie solche Vorschriften nicht.

Das müssen Sie erklären.

Polleit: In einem freien Markt setzt sich das Gut als Geld durch, das von den Menschen am meisten wertgeschätzt wird. Vermutlich wäre es ein Edelmetall. Es gäbe zwei Typen von Banken. Einlagenbanken bewahren das Gold auf und händigen den Besitzern Zertifikate aus, entweder auf Papier oder digital. Der Geldumlauf ist vollständig durch Edelmetalle gedeckt. Kreditbanken bieten den Sparern Schuldverschreibungen an und vergeben mit deren Ersparnissen Kredite. Anders als im Papiergeldsystem, wo die Banken Kredit aus dem Nichts schöpfen, beruhen die Kredite in einem Vollreservesystem auf tatsächlichen Ersparnissen. Boom-Bust-Zyklen gehören damit der Vergangenheit an.

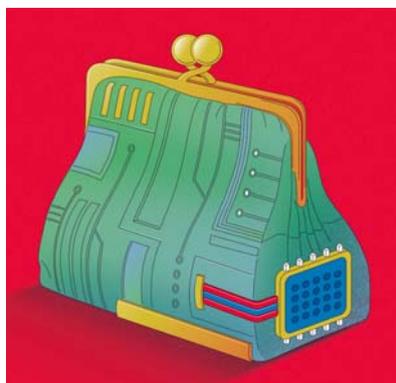
Fratzscher: Ihr uneingeschränktes Vertrauen in den Markt kann ich nicht nachvollziehen. Die Erfahrungen haben uns gelehrt, dass Märkte nicht funktionieren, wenn man privaten Investoren und Banken die Möglichkeit gibt, sich selbst zu regulieren. Dann kommt es zu Schocks wie der Lehman-Pleite, die einen Vertrauensverlust in das Finanzsystem und Krisen zur Folge haben. Märkte benötigen einen Stabilitätsanker. Das kann nur ein staatlicher Ordnungsrahmen in Form von Gesetzen und Regulierungen sowie ein von der Zentralbank bereitgestelltes Sicherheitsnetz sein. Das darf allerdings nicht so gestaltet sein, dass Investoren Gewinne privatisieren und Verluste sozialisieren.

Die Zentralbanken zielen auf die Verbraucherpreise. Müssten sie nicht auch die Vermögenspreise im Blick haben?

Fratzscher: Die Notenbanken konzentrieren sich auf die Verbraucherpreise, weil diese für die Bürger relevant sind. Es ist nicht die Aufgabe der Zentralbanken, Vermögenspreise zu steuern. Zumal sie das auch gar nicht können. Gemessen an dem langfristigen Ziel, den Anstieg der Verbraucherpreise unter zwei Prozent pro Jahr zu halten, hat die EZB bisher einen guten Job gemacht.

Polleit: Die Ausrichtung an den Verbraucherpreisen orientiert sich an Konzepten aus den Achtzigerjahren, als sich Verbraucher- und Vermögenspreise im Gleichschritt bewegten. Davon kann heute keine Rede mehr sein. Die Vermögenspreise haben sich von den Verbraucherpreisen abgekoppelt.

Fratzscher: Verbraucherpreise und Vermögenspreise waren noch nie



besonders eng gekoppelt. Eine Zentralbank kann weder verlässlich einschätzen, was faire Preise für eine Immobilie, für Aktien oder Gold sind, noch kann oder sollte sie versuchen, diese Vermögenspreise zu steuern. Für die meisten Bürger sind die Kosten der Lebenshaltung relevant. Und die misst man am besten durch die Verbraucherpreise.

Polleit: Die Bürger wollen nicht nur Brot und Butter, sie wollen auch Häuser, Wohnungen und Aktien kaufen. Deren Preise sind durch die Geldvermehrung stark gestiegen. Die Kaufkraft des Geldes ist stärker gesunken, als die offizielle Inflationsrate suggeriert. Und nebenbei: Mit ihrem Inflationsziel von zwei Prozent betreibt die EZB in Wahrheit eine Politik der Geldentwertung. Seit der Einführung hat der Euro, gemessen an den Verbraucherpreisen, 30 Prozent seiner Kaufkraft eingebüßt.

Facebook will eine eigene Kryptowährung in Umlauf bringen. Sind die Tage des Geldmonopols damit gezählt?

Fratzscher: Kryptowährungen wie die Libra von Facebook oder der Bitcoin sind eine Mischung aus einem Spekulationsobjekt und in einigen Fällen einer Plattform für illegale Geschäfte. Versuche, privates Geld als Alternative zu staatlichen Währungen in Umlauf zu bringen, sind zum Scheitern verurteilt. Es mangelt ihnen an Vertrauen.

Polleit: Da widerspreche ich. Kryptowährungen sind der Versuch, besseres Geld hervorzubringen, als der Staat es tut. Sie, lieber Herr Fratzscher, können ja gern weiter staatliches Papiergeld verwenden. Aber es gibt vermutlich Menschen, die gern anderes Geld verwenden möchten. Kryptowährungen sorgen für Wettbewerb im Währungsmarkt. Das ist ein produktiver Prozess.

Fratzscher: Kryptowährungen erfüllen keine Funktion und Eigenschaft von Geld. Sie sind weder zum Werterhalt noch als Zahlungseinheit und auch nicht als Maßeinheit für Waren und Güter geeignet. Wenn es zum Betrug kommt, erschallt der Ruf nach dem Staat als Retter. Und was konkret die Libra betrifft: Durch sie wird Facebook noch mehr Macht über die Daten seiner Benutzer erhalten.

Polleit: Der Konstruktionsfehler der Libra besteht darin, dass sie durch Papierwährungen wie Dollar und Euro unterlegt werden soll. Sie importiert die Probleme des Papiergeldes in die Kryptowelt. Um das zu vermeiden, müsste man sie mit Gold unterlegen, das nicht beliebig vermehrt werden kann.

Die Zentralbanken erwägen, ein eigenes Digitalgeld einzuführen.

Fratzscher: Was ich begrüße. Ich kann mir vorstellen, dass es eines Tages sogar ein überstaatliches digitales Zentralbankgeld gibt, vielleicht eine digitale Form des Sonderziehungsrechtes, das der Internationale Währungsfonds als Verrechnungseinheit nutzt.

Polleit: Ich warne vor digitalem Zentralbankgeld. Es bedeutet, dass die Bürger Geld auf Konten bei der Zentralbank halten. Dieses Digitalgeld könnte das Bargeld verdrängen. Dann haben die Notenbanken freie Bahn, Negativzinsen auf die Digitalgeldkonten der Bürger zu erheben. Zudem kann die Zentralbank alle Transaktionen überwachen. Es entstünde, was Karl Marx wollte: die totale Kontrolle von Geld und Kredit durch den Staat. Ein digitales staatliches Weltgeld öffnete der Tyrannei Tür und Tor. ■