

„Modern Monetary Theory“ und „OMF“

Monetäre Verwässerung und
Monetisierung auf dem Vormarsch

„Anders als der Name Modern Monetary Theory suggeriert, handelt es sich nicht um eine Geldtheorie im herkömmlichen Sinne. Vielmehr geht es darum, die **Grenzen der öffentlichen Verschuldung mit Hilfe der Notenbank nach außen zu verschieben.**“
Cyrus de la Rubia, Chefvolkswirt der Hamburg Commercial Bank (2019)

„Independent central banks are under threat. That is bad news for the world.“

The Economist (2019)

„[Bei Q.E.]... kauft die Zentralbank in großem Stil Anleihen an. Sie schafft damit neues Zentralbankgeld, dessen Menge (Quantität) folglich zunimmt – daher der Begriff „quantitative Lockerung““.

Deutsche Bundesbank (Website)

„Papiergeld ist das entscheidende Hindernis, die Zentralbank-Zinsen weiter zu senken. Seine Beseitigung wäre eine sehr einfache und elegante Lösung für dieses Problem.“

Kenneth Rogoff (2014)

„Money financed fiscal deficits – more popularly labeled “helicopter money” – seems to be one of the few policy options left.“

Adair Turner (2016)

„OMF steht für „Overt Monetary Financing“ und bezeichnet eine „offene“ Finanzierung staatlicher Defizite und/oder eine „offene“ Übernahme staatlicher Schulden durch die jeweilige Notenbank.“

Richard Werner et al. (2017)

„Stellt man der Politik die Gewalt über die Notenpresse zur Verfügung, führt dies ins Verderben – die Weimarer Republik, Venezuela und Simbabwe und deren Erfahrungen mit Hyperinflationen lassen grüßen.“

Cyrus de la Rubia (2019)

„Eine saubere Trennung der Verantwortung für die Geldpolitik und für die staatliche Finanzpolitik ist die wichtigste Voraussetzung sowohl für ein stabiles Geld wie für ein vertrauenswürdiges System staatlicher Finanzen.“

Ernst Baltensberger (2019)

Bad Homburg, Juni 2019

Vorwort

Liebe Leserinnen und Leser,

Im Mai 2017 publizierte das FERI Cognitive Finance Institute eine **vielbeachtete Studie** zum Thema „*Overt Monetary Financing*“ („OMF“). Die Analyse erfolgte mit wissenschaftlicher Begleitung durch Prof. Richard Werner, einem weltweit anerkannten Experten für „unkonventionelle Geldpolitik“.

Während 2017 nur eine kleine Anzahl von Fachleuten den Begriff *OMF* überhaupt kannte, ist die Situation 2019 völlig anders: Neue Ideen für „**alternative Geldpolitik**“ haben Hochkonjunktur und bestimmen vielfach den politischen Diskurs. Was steckt dahinter?

Nach der Großen Finanzkrise von 2008 haben Notenbanken weltweit eine Politik des „*Quantitative Easing*“ („Q.E.“) installiert, umgesetzt über **massive Wertpapierkäufe** und **ultra-niedrige Zinsen**. Für 2019 (10 Jahre nach der Krise) wurde eine Normalisierung dieser extremen Politik in Aussicht gestellt, inzwischen jedoch wieder klar verworfen. Stattdessen zirkulieren derzeit zahlreiche Vorschläge, die eine **deutliche Ausweitung und Fortführung** der „unkonventionellen Geldpolitik“ propagieren:

- In den USA steht derzeit das Konzept der „*Modern Monetary Theory*“ („*MMT*“) im Fokus, das klar eine **monetäre Staatsfinanzierung** zum Ziel hat.
- Andere Stimmen fordern eine Politik des „*Overt Monetary Financing*“ („*OMF*“), die auf **offene Monetisierung** und „Ausbuchung“ staatlicher Schulden zielt.
- Parallel dazu entwickelt der Internationale Währungsfonds (IWF) Konzepte für ein **Negativzins-Regime** und eine **Abschaffung / Entwertung von Bargeld**.

Diesen Ansätzen ist eines gemeinsam: Sie alle fordern eine noch stärkere **Geldschöpfung durch Notenbanken**, um mit neu gedrucktem Geld **Staatsausgaben finanzieren** oder **Staatsschulden aufkaufen** zu können – angestrebt wird also eine **Politik massiver „monetärer Verwässerung“**.

Bereits hier wird deutlich, dass diese Diskussion und deren mögliche Konsequenzen für Investoren und Vermögensinhaber von größter Bedeutung sind.

Ziel der vorliegenden Studie ist deshalb, das grundlegende Problem zu umreißen und zu verdeutlichen. Gleichzeitig sollen der aktuelle Stand der Diskussion sowie die erkennbare Tendenz – hin zu noch **extremere monetären Experimenten** und noch **unsoliderer Geld- und Fiskalpolitik** – zusammengefasst, eingeordnet und bewertet werden. Die Analyse schließt damit unmittelbar an unsere „*OMF-Studie*“ von 2017 an.

Wir wünschen eine aufrüttelnde Lektüre!



Dr. Heinz-Werner Rapp

Gründer & Leiter Steering Board
FERI Cognitive Finance Institute

Inhalt

Abbildungsverzeichnis	1
Tabellenverzeichnis	1
1 Einführung und Zusammenfassung	2
2 Die Ära „unkonventioneller Geldpolitik“	6
2.1 Hintergrund und Vorgeschichte	6
2.2 Globale Geldpolitik – Das aktuelle Bild	7
2.3 „Quantitative Easing“ – Eine kurze Einschätzung	10
2.4 Q.E. als verdeckte Staatsfinanzierung	12
2.5 Q.E. als „Monetisierung light“?	15
3 „OMF“ und das Ziel dauerhafter monetärer Verwässerung	19
3.1 Was kommt nach Q.E.?	19
3.2 „Scientists to the rescue“?	20
3.3 Was steckt hinter „OMF“?	21
3.4 Monetisierung von Schulden als neue Idee?	25
4 Wie modern ist die „Modern Monetary Theory“ (MMT)?	27
4.1 Hintergrund und aktuelle Diskussion	27
4.2 Modern Monetary Theory als „OMF light“	29
4.3 MMT - Alter Wein in neuen Schläuchen?	29
4.4 Voraussetzungen und mögliche Beschränkungen für MMT	31
4.5 MMT – Eine kritische Würdigung	33
5 Das aktuelle Bild	36
5.1 Wirtschaftstheoretische Diskussion	36
5.2 Politischer Zeitgeist	38
5.3 Unabhängige Notenbanken als Auslaufmodell?	39
5.4 Negativzins und Bargeldverbot	40
5.5 Welche Rolle spielt der IWF?	42
5.6 Japan als Testfall für OMF?	47
5.7 Wohin driften die USA?	51
6 Fazit	56
Anhang	62
Literaturverzeichnis	63
Glossar	69

Abbildungsverzeichnis

<i>Abb. 1:</i>	<i>Aufblähung westlicher Notenbank-Bilanzen durch Q.E.-Politik (seit 2008)</i>	<i>7</i>
<i>Abb. 2:</i>	<i>Massiv erhöhte globale Verschuldung (2008-2018)</i>	<i>9</i>
<i>Abb. 3:</i>	<i>Asymmetrie der EZB-Anleihekäufe</i>	<i>14</i>
<i>Abb. 4:</i>	<i>Relation diverser Zentralbankbilanzen zur Realwirtschaft (in % BIP; nach Q.E.)</i>	<i>15</i>
<i>Abb. 5:</i>	<i>Zentralbank-Bestand an Staatsanleihen in Japan und USA</i>	<i>17</i>
<i>Abb. 6:</i>	<i>Vortragsmanuskript zu OMF</i>	<i>23</i>
<i>Abb. 7:</i>	<i>Stark zunehmendes öffentliches Interesse an „Modern Monetary Theory“</i>	<i>28</i>
<i>Abb. 8:</i>	<i>Staatsverschuldung in Japan und USA (in % des BIP; per 31.12.2018)</i>	<i>33</i>
<i>Abb. 9:</i>	<i>Morphologie „unkonventioneller“ und „alternativer“ Geldpolitik</i>	<i>37</i>
<i>Abb. 10:</i>	<i>Negativzinsen in diversen Ländern und Kapitalmärkten</i>	<i>41</i>
<i>Abb. 11:</i>	<i>IWF-Empfehlung für eine einmalige Vermögensabgabe</i>	<i>43</i>
<i>Abb. 12:</i>	<i>„Blanchard-Konzept“ zur verstärkten Ausweitung von Staatsschulden</i>	<i>44</i>
<i>Abb. 13:</i>	<i>IWF-Arbeitspapiere zur Durchsetzung von Negativzinsen</i>	<i>45</i>
<i>Abb. 14:</i>	<i>Extreme Konstellation von Geld- und Fiskalpolitik in Japan</i>	<i>48</i>
<i>Abb. 15:</i>	<i>Japanische Staatsschulden (inkl. Bestand bei der BoJ)</i>	<i>49</i>
<i>Abb. 16:</i>	<i>US-Staatsschulden (inkl. Bestand bei der Fed)</i>	<i>52</i>

Tabellenverzeichnis

<i>Tab. 1:</i>	<i>Konzepte und Varianten einer verstärkten monetären Staatsfinanzierung</i>	<i>35</i>
<i>Tab. 2:</i>	<i>Ziele und Instrumente „unkonventioneller Geldpolitik“ sowie deren Risiken</i>	<i>58</i>

1 Einführung und Zusammenfassung

Obskure Thesen einer „alternativen Geldpolitik“, fragwürdige Versprechen einer „Modern Monetary Theory“ sowie kryptische Begriffe wie „OMF“ („Overt Monetary Finance“) oder „MP3“ („Monetary Policy 3.0“) rücken aktuell verstärkt in die öffentliche Diskussion.

Dahinter stehen jeweils – direkt oder indirekt – Aufrufe zu einer noch stärkeren **Ausweitung offener Notenbank-Geldschöpfung**, als durch die „Politik der Quantitativen Lockerung“ („Quantitative Easing / Q.E.“) der letzten Jahre schon bisher der Fall.

Neu ist jedoch, dass nun eine gezielte „**Verschränkung von Geldpolitik und Fiskalpolitik**“ gefordert wird, also eine **bewusste und dauerhafte Verwendung der Notenbankpresse** zur Finanzierung staatlicher Schulden und anderer staatlicher Ausgaben.

Damit hat die aktuelle Diskussion erstmals einen Punkt erreicht, der bislang noch als „**Tabu-Thema**“ galt:

- Die „**Monetisierung**“ staatlicher Ausgaben (oder Schulden) über die Notenpresse; umgesetzt durch „**offene Geldschöpfung**“ der Notenbank und unmittelbare Verwendung der so bereitgestellten neuen Gelder für Zwecke der Staatsfinanzierung.

Diese **neue Dimension** der öffentlichen Debatte – mit **klaren Tabubrüchen** – ist einerseits überraschend und alarmierend, hat andererseits jedoch auch eine gewisse Zwangsläufigkeit.

Schon in einer früheren Studie hat das FERI Cognitive Finance Institute 2017 das Konzept des „**Overt Monetary Financing**“ („OMF“) ausführlich analysiert, das ebenfalls direkt auf eine **aktive Monetisierung** staatlicher Altlasten (Schulden) und Defizite (Staatsausgaben) abzielt:

- Die **OMF-Studie von 2017** kam zu der klaren Einschätzung, dass aus zwingenden Gründen schon in Kürze – und nahezu sicher – ein **stärkerer Einsatz** „offener Monetisierung“ zu erwarten sein würde.¹

Seitdem hat sich der öffentliche Diskurs zu Themen wie „**alternative Geldpolitik**“ und „**monetäre Staatsfinanzierung**“ nochmals deutlich verstärkt und akzentuiert; zuletzt mit einer Vielzahl neuer **Vorschläge**, theoretischer **Konzepte** und offenbar zielgerichteter **Vorstöße** bedeutender Think Tanks und globaler Institutionen wie dem IWF.

Speziell in den USA wird das Konzept einer „**Modern Monetary Theory**“ („MMT“) derzeit öffentlich diskutiert und von „progressiven Politikern“ aufgegriffen und aktiv unterstützt.

Ähnlich wie „OMF“ zielt auch „MMT“ auf die Möglichkeit, Staatsausgaben verstärkt „monetär“ – aus **neuer Geldschöpfung der Notenbanken** – zu finanzieren.

Die Anfälligkeit der Politik für „**monetäres Voodoo**“ scheint beständig zu wachsen, nicht zuletzt unter Verweis auf das (mutmaßliche) Problem einer „**säkularen Stagnation**“.

Säkulare Stagnation: Der Begriff „Säkulare Stagnation“ („secular stagnation“) geht zurück auf den US-Wirtschaftswissenschaftler Alvin Hansen. Unter dem Eindruck der großen Depression der 1930er-Jahre beschrieb Hansen 1938 damit einen Zustand dauerhaft schwachen Wirtschaftswachstums bei geringer Investitionsneigung der Unternehmen und rückläufigem Einkommen der Bevölkerung. Die heutige Phase anhaltender Fragilität und Wachstumsschwäche im Anschluss an die große Finanzkrise ab 2008 wird von einigen Wissenschaftlern als „Säkulare Stagnation“ charakterisiert.

¹ Vgl. Werner et al. (2017, OMF).

Vor dem Hintergrund hoher Schulden, leerer Kassen, zunehmender Wachstumshemmnisse sowie gravierender ökonomischer, sozialer und demografischer Probleme prüfen (oder beschreiten bereits) immer mehr Länder gezielt den „**Ausweg der Monetisierung**“.

Parallel dazu entwickelt sich in vielen Ländern (angeführt von den USA) ein neuer **politischer und ökonomischer Zeitgeist**, der in „**linke**“ Denkschemata zurückfällt:

- Staatlicher **Dirigismus**, finanzielle **Repression** und „**Verstaatlichung der Geldpolitik**“ sind dabei die (vermeintlich) „neuen Themen“.

Typische Begleiterscheinung dieses neuen Zeitgeistes ist auch die stetige **Erosion der Unabhängigkeit** – und die **zunehmende Politisierung** – zahlreicher Notenbanken:

- Wie in Japan werden Notenbanken verstärkt „instrumentalisiert“ und zu reinen „**Geldschöpfungs-Agenten**“ degradiert, oder sie werden – wie in den USA – durch immer intensivere Attacken der jeweiligen Regierung politisch „**weichgekocht**“.

Weltweit formt sich ein **Zukunftstrend**, in dem **unabhängige Notenbanken** nur noch als „**Auslaufmodell**“ zu sehen sind – mit **alarmierenden Implikationen** für die Integrität von Finanzsystemen und die nachhaltige Stabilität von Geldwerten.²

In enger Verbindung zum Konzept gezielter „**Monetisierung**“ stehen derzeit noch andere Vorschläge, die mit den Stichworten „**Negativzins-Regime**“ und „**Bargeldabschaffung**“

umschrieben werden können. (*Beide Konzepte hängen eng zusammen, da zur Durchsetzung stark negativer Zinssätze die Haltung von Bargeld massiv eingeschränkt werden müsste.*)

- Internationale Institutionen wie der **IWF** sowie Technokraten wie Kenneth Rogoff entwickeln bereits konkrete **Vorschläge zur Abschaffung von Bargeld**, offensichtlich zur Etablierung (oder Verschärfung) von Regimes „**finanzieller Repression**“.³

Mit Blick auf Konzepte wie „OMF“ oder „MMT“ stehen primär **Japan** und die **USA** im Fokus:

- **Japan** setzt über seine Notenbank schon heute **OMF-Politik nahezu in Reinform** um und ist auf dem **Weg der Monetisierung** sehr weit fortgeschritten; das Land gilt derzeit als **Experimentierfeld und Lackmустest** für jede noch so abstruse Form „alternativer Geldpolitik“.

Die **USA**, wo derzeit sehr ungewöhnliche politische Konstellationen herrschen und eine tief gespaltene Gesellschaft grundlegende Änderungen fordert, starten möglicherweise bald das nächste Großexperiment **monetärer Staatsfinanzierung**:

- Der „neue Populismus“ sowie die offenkundige Begeisterung für Konzepte wie MMT machen auch die USA anfällig für **staatlich organisiertes „Gelddrucken**“.
- Für die USA ist damit künftig ein weiteres „Abrutschen“ zu erwarten, hin zu einem **Regime fiskalpolitischer Verantwortungslosigkeit** unter gleichzeitigem **Missbrauch der Geldpolitik für Ziele einer „offenen Monetisierung**“.

² Vgl. FuW (2019, Notenbanken); FAZ (2019, Unabhängigkeit); sowie ausführlich: unten, Kap. 5.3.

³ Rapp (2016, Endspiel), erwartet diese Entwicklung bereits seit Jahren: „*Nicht auszuschließen ist, dass Staaten und Regierungen auf eine weitere Verschärfung ihrer Politik der finanziellen Repression hinarbeiten.*“

Das **Gesamtbild dieser Entwicklungen** reflektiert weltweit eine stark zunehmende Tendenz in Richtung „**entfesselter Geldpolitik**“:

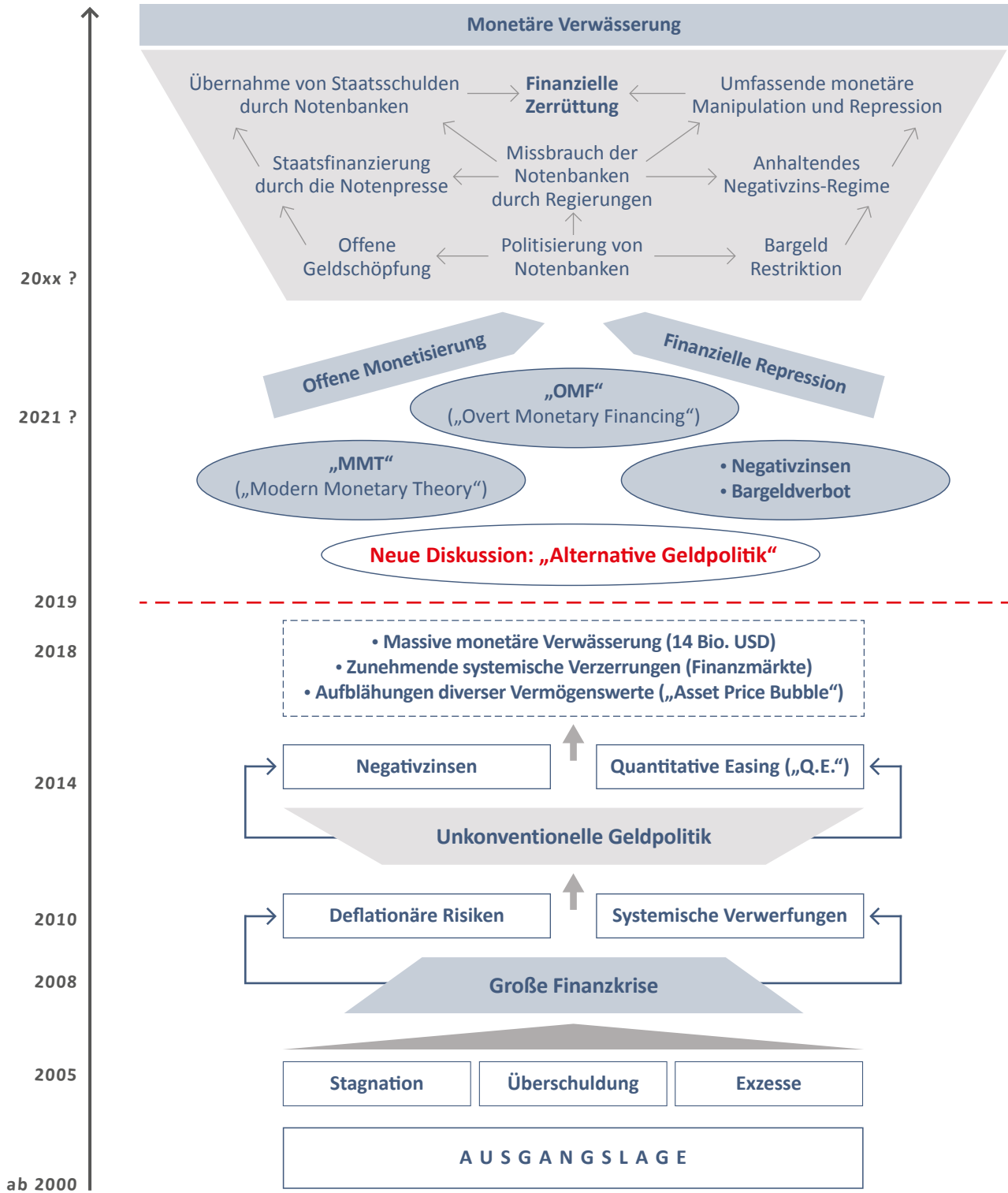
- Mit gezieltem „Drucken von Geld“ sollen ökonomische Altlasten (Strukturmängel, Schulden) und politische Probleme „geschmeidig“ (quasi „kostenlos“) gelöst werden.
- Bestehende gesetzliche Beschränkungen oder ordnungspolitische Bedenken werden dabei konsequent umgangen, ausgehebelt, ignoriert oder eliminiert.
- Eine Umkehr zu den „alten Regeln solider Geldpolitik“ ist extrem unwahrscheinlich und scheint schon heute nicht mehr möglich.

Dies führt konkret zur Erwartung eines **gravierenden geldpolitischen „Regimewechsels“**, der bestehende Finanzsysteme mit **enormen Herausforderungen** konfrontiert:

- Die **möglichen Konsequenzen** und **langfristigen Risiken** eines derart massiven Regimewechsels sind äußerst komplex und kaum zu beherrschen.
- Sowohl das Problem ungezügelt wachsender **Staatsverschuldung**, das Risiko **größerer Inflationsschübe** als auch die Tendenz einer langfristigen **Zerrüttung ganzer Finanzsysteme** werden dadurch zukünftig in Gang gesetzt oder verstärkt.

Eine offene und transparente Diskussion über die hier dargelegten Trends und Szenarien findet derzeit praktisch nicht statt. Investoren und Vermögensinhaber sind deshalb gefordert, den weiteren Verlauf dieses „**heimlichen Regimewechsels**“ künftig sehr aufmerksam zu verfolgen und sich auf entsprechende Risikoszenarien einzustellen.

COGNITIVE CONCLUSION
Monetäre Verwässerung und Monetisierung auf dem Vormarsch



Quelle: FERI Cognitive Finance Institute, 2019

6 Fazit

Oft wird festgestellt, jede Generation müsse ihre eigenen Fehler machen, da zu wenig aus historischen Erfahrungen gelernt wurde. Diese skeptische Sicht scheint mit Blick auf aktuelle Diskussionen rund um „unkonventionelle“ oder „alternative“ Varianten der Geldpolitik durchaus berechtigt, denn:

- ▶ Die Erfahrungen der Geschichte sprechen nicht dafür, dass substanzlose **Vermehrung von Papiergeld** eine Lösung für reale Probleme darstellt.
- ▶ Im Gegenteil sind große ökonomische Krisen und soziale Katastrophen des 20. Jahrhunderts, gerade in Deutschland, auf **politischen Missbrauch der Notenpresse** zurückzuführen.¹⁹²

Dennoch scheint sich derzeit weltweit ein **neuer Zeitgeist** herauszubilden, der das „**Drucken von Geld**“ als sinnvollen und „innovativen“ Lösungsansatz für drängende ökonomische Probleme empfiehlt:

- ▶ Unter der Flagge unverdächtig wirkender Akronyme wie „**MMT**“ und „**OMF**“, versehen mit scheinbar wissenschaftlichen Attributen, wird von einflussreicher Seite die bestehende Geld- und Währungsordnung nicht nur massiv in Frage gestellt, sondern offenbar gezielt zum **Umsturz** freigegeben.¹⁹³

Ehemalige Top-Notenbanker (wie *Ben Bernanke*), globale Institutionen (wie der *IWF*), bekannte Akademiker (wie *Kenneth Rogoff*, *Paul Krugman* und *Larry Summers*), kreative Think Tanks (wie das *Institute for New Economic Thinking*) sowie ökonomische „Wunderheiler“ (wie *Stephanie Kelton*) plädieren heute lautstark dafür, die „**Möglichkeiten der Geldpolitik neu zu entdecken**“.¹⁹⁴

- ▶ **Notenbanken sollen gemäß dieser Logik ihr Privileg der Geldschöpfung dazu missbrauchen, dauerhaft staatliche Schulden und Altlasten zu übernehmen oder generell staatliche Ausgaben und utopische Zukunftsprojekte zu finanzieren.**¹⁹⁵

Bislang unumstößliche Regeln und Selbstbeschränkungen in Fragen einer soliden Geldwirtschaft – wie etwa das **Verbot der offenen Staatsfinanzierung durch Notenbanken** – werden dabei ausgeblendet und als unbedeutend oder altmodisch diskreditiert.

- ▶ Offenbar sind die **strukturellen Probleme** der Weltwirtschaft – von extrem hoher öffentlicher und privater **Verschuldung** über demographisch und technologisch bedingte **Wachstumshemmnisse** bis zu massiven sozio-ökonomischen **Ungleichgewichten** – heute so ausgeprägt, dass der politische Handlungsdruck dramatisch steigt und zunehmend **radikale Lösungen** erforderlich wären.¹⁹⁶

¹⁹² Auch John Laws Papiergeld-Experiment im frühen 18. Jahrhundert in **Frankreich** sowie diverse aktuelle Episoden in **Lateinamerika** mündeten in ruinösen Katastrophen. Vgl. dazu bereits: oben, Kap. 4.3.

¹⁹³ Baltensberger (2019, Geldpolitik) bemerkt dazu sehr kritisch: „*Schlimmer und bedenklich ist es aber, dass auch renommierte Banken und Finanzanalysten gegen diese gedankliche Verirrung nicht immun sind und teilweise Zustimmung markieren.*“

¹⁹⁴ Ben Bernanke stellt dazu (in nüchternem Notenbanker-Sprech) fest: „*The most promising possibility — should we get to that point — is **more explicit coordination of monetary and fiscal policies.***“ (Bernanke (2017, Policy), S. 22), (Hervorhebung durch Verfasser). Zu den übrigen genannten Protagonisten vgl. ausführlich die vorangegangenen Ausführungen.

¹⁹⁵ Letzteres steht hinter der aktuellen Diskussion in den USA um die Finanzierung eines „*Green New Deals*“, den speziell die progressiv-demokratische Jung-Politikerin Alexandria Ocasio-Cortéz mit dem Konzept der MMT in Verbindung gebracht hat und der entsprechend „kostenlos“ über die Notenbank finanziert werden soll.

¹⁹⁶ Derartige Lösungen wären im Einzelfall (z.B. USA) stark veränderte **Steuersysteme**, ein Einbau sozialer **Ausgleichsmechanismen** sowie gezielte staatliche **Investitionen** in Infrastruktur und Bildung. **Offenkundig sind derartige Ansätze in der politischen Sphäre jedoch weder erwünscht noch mehrheitsfähig.**

Bislang geht das politische Establishment mit diesen Problemen genauso um, wie sich exemplarisch bereits im Zuge der Großen Finanzkrise gezeigt hat:

- ▶ Systemische Fehler und strukturelle Schieflagen werden **nicht korrigiert** oder beseitigt, da die politischen Kosten offenbar zu hoch erscheinen.
- ▶ Stattdessen werden bestehende Beschränkungen der Geldpolitik „trickreich“ **geloockert, aufgeweicht oder umgangen**, damit Notenbanken offene Geldschöpfung betreiben und so – stellvertretend für den Staat – als „*financier of last resort*“ mit unlimitierter finanzieller Feuerkraft einspringen können.
- ▶ Mittel- oder langfristige Risiken für die Integrität, die Stabilität oder den künftigen Bestand des zugrundeliegenden Finanzsystems und dessen Geldordnung werden dabei **gezielt negiert oder stark verharmlost**.

Durch die Eskalation der Großen Finanzkrise – mit der nachfolgenden „Notwendigkeit“ zu **massiven monetären Interventionen** der Notenbanken (als Q.E., OMT, PSPP etc.) wurde die Tür in diese Richtung bereits unwiderruflich aufgestoßen. Folglich lautet die Prognose: „*Die Geldpolitik wird noch extremer*“.¹⁹⁷

- ▶ Eine Umkehr – hin zu den „**alten Regeln**“ **solider Geldpolitik** – ist deshalb wenig wahrscheinlich, denn „...*radikale Geldpolitik erzeugt noch radikalere Geldpolitik*“.¹⁹⁸
- ▶ Somit dürften die Grenzen der Geldpolitik schon in naher Zukunft noch mehr gedehnt werden – und damit auch das **Ausloten neuer Möglichkeiten** zur offenen Geldschöpfung und zur Staatsfinanzierung über die Notenpresse weiter voranschreiten (wie das Beispiel Japans bereits unmissverständlich signalisiert).
- ▶ Ein erster (nicht sehr utopischer) **Zwischenschritt** könnte bereits die *de facto*-Übernahme derzeit bestehender Staatsschuldenbestände bei den jeweiligen Notenbanken und deren „**ewige Prolongation**“ (oder „**Streichung**“) à la OMF sein.¹⁹⁹
- ▶ Die Tatsache, dass weltweit – trotz massiver Q.E.-Politik – noch kein spürbarer Anstieg der (Güterpreis-)Inflation festzustellen ist, wird eventuelle Bedenken zerstreuen und so den **Weg zu „noch mehr offener Geldschöpfung“** ebnen.²⁰⁰
- ▶ Die starke **Zunahme akademischer Diskurse** zu OMF, MMT und „*helicopter money*“ wird diesen Weg weiter beschleunigen und scheinbar legitimieren.²⁰¹

¹⁹⁷ Grant (2019, Geldpolitik), wo der renommierte US-Ökonom und langjährige Notenbankexperte *James Grant* sehr klar Stellung bezieht.

¹⁹⁸ Grant (2019, Geldpolitik).

¹⁹⁹ **Wie die Grafiken in Abb. 15 und 16 deutlich zeigen, wäre die Staatsverschuldung in Japan, den USA und (interessanterweise) speziell auch in der Euro-Zone nach Abzug der von der jeweiligen Zentralbank gehaltenen Bestände „schlagartig“ auf Niveaus, die als „längerfristig tragfähig“ gelten könnten (Daten für EWU vgl. Anhang).**

²⁰⁰ Hingegen hat die bisherige Q.E.-Politik erwartungsgemäß eine **massive „asset price inflation“** mit diversen „**asset price bubbles**“ bewirkt; vgl. zu dieser Diskussion bereits: oben, Kap. 2.3 sowie 4.3.

²⁰¹ **Diese These ist zentraler Ausgangspunkt der vorliegenden Ausarbeitung!**

Tab. 2 gibt eine kurze Übersicht zu den wichtigsten der relevanten Themen, einschließlich deren Haupt-Wirkungsweisen, möglichen Risiken und aktuellem Status.

Niemand kann heute mit Gewissheit vorhersehen, ob und wie stark sich Konzepte wie MMT und OMF zukünftig durchsetzen werden. Allerdings wird deren Attraktivität und politisches Potential – *scheinbar unbegrenzte Finanzierungsmöglichkeiten trotz leerer Kassen* – für ehrgeizige und hinreichend skrupellose Politiker extrem hoch sein.

Die Konsequenzen daraus sind klar, aber wenig beruhigend:

- Speziell in den **USA**, wo derzeit sehr ungewöhnliche politische Konstellationen herrschen und eine tief gesplante Gesellschaft grundlegende Änderungen fordert, könnte das nächste Großexperiment in **monetärer Staatsfinanzierung** ablaufen.

- Ähnlich wie in **Japan**, wenngleich noch etwas schwächer, sind auch in den USA bereits **klare Signale in Richtung MMT & OMF** erkennbar.²⁰²

Doch auch für **Europa** (und die Euro-Zone) lässt sich eine **analoge Erwartung** formulieren:

- Die bisherige Politik exzessiver Geldschöpfung und massiver Aufblähung von Zentralbankbilanzen, stark vorangetrieben von der EZB (und parallel verfolgt von der Bank of England, der Schwedischen Riksbank sowie der Schweizer Nationalbank) hat in Europa **wichtige Präzedenzfälle** in „monetärer Verwässerung“ geschaffen.²⁰³
- Dieser **Pfad exzessiver Geldschöpfung** kann wohl kaum jemals wieder rückgängig gemacht werden; stattdessen ist eher eine **Fortsetzung und Ausweitung** zu erwarten: Dieser Prozess könnte zunächst

Tab. 2: Ziele und Instrumente „unkonventioneller Geldpolitik“ sowie deren Risiken

Variante	Akronym	Status	Zielrichtung	Hauptrisiko
Quantitative Easing	„Q.E.“	Aktiviert	Reflationierung	Moral Hazard
Overt Monetary Financing	„OMF“	in Diskussion	Schuldenstreichung	Missbrauch
Modern Monetary Theory	„MMT“	in Diskussion	Staatsfinanzierung	Inflation
Negativzinsen	(IWF)	Aktiviert	Finanzielle Repression	Stille Enteignung
Bargeldverbot	(IWF)	in Diskussion	Monetäre Repression	Freiheitsverlust

Quelle: FERI Cognitive Finance Institute, 2019

²⁰² Vgl. dazu ausführlich: oben, Kap. 4 sowie 5.7.

²⁰³ Vgl. zu deren Dimension die Darstellungen: oben, Kap. 2.1 und 2.4 mit den Abbildungen 1 und 4.

noch schleichend verlaufen, später aber zunehmend gezielt und „offen“, unterstützt durch zunehmende öffentliche Diskussionen über bislang „tabuisierte“ Themen wie MMT und OMF.²⁰⁴

- ▶ Das **mögliche Fernziel** einer solchen Entwicklung wäre wohl auch in Europa die **faktische Übernahme eines großen Teils der bisher angehäuften Staatsschulden durch die jeweilige Zentralbank** (für die Euro-Zone also durch die EZB).²⁰⁵

Die langfristigen **Wirkungen und Risiken** einer Politik offener Geldschöpfung können aus heutiger Sicht kaum exakt vorhergesehen werden. Allerdings liefert die Geschichte eine Reihe von Beispielen dafür, wie durch missbräuchlichen Einsatz von Notenbank-Geldschöpfung ganze **Finanzsysteme zerrüttet, ruiniert und zerstört wurden**.²⁰⁶

Mit Blick auf mögliche Anwendungen von OMF unterstellen Werner et al. (2017) „**komplexe Ergebnispfade**“, „...die nicht leicht zu prognostizieren sind.“ Und weiter:

- ▶ „**Inflationäre Effekte** – auf verschiedene Vermögenspreise, grundsätzlich aber auch in der Realwirtschaft – sind aber **extrem wahrscheinlich**, da dies der eigentlichen Natur von OMF als „pure Geldschöpfung“ („Fiat Money Creation“) entspricht.“²⁰⁷

Diesbezüglich gibt selbst Turner (2019) bedenken:

- ▶ „Zugegeben, es bestünde dann die Gefahr, dass es zu einem **sprunghaften Anstieg der Inflation**, wenn nicht gar zu einer **Hyperinflation** kommen könnte.“²⁰⁸

Hyperinflation: Als Hyperinflation wird das Phänomen eines progressiv zunehmenden Anstiegs der Güterpreisindex bezeichnet. Typischerweise entsteht dieses Phänomen aus einer ungebremsten Ausweitung der Zentralbank-Geldmenge durch offene Geldschöpfung. Auslöser ist meist der Missbrauch einer Notenbank für Zwecke der Staatsfinanzierung.

Grundsätzlich und sehr kritisch folgert auch Baltensberger (2019):

- ▶ „Die Gefahr, dass die Geldpolitik ins Schlepptau der Finanzpolitik gerät und fiskalischen Motiven untergeordnet wird, stellt historisch **die grösste Gefährdung für die Gewährleistung stabiler monetärer und finanzwirtschaftlicher Verhältnisse dar**.“²⁰⁹

²⁰⁴ Aufgrund der hier vorgelegten Analysen lässt sich kaum eine andere Schlussfolgerung ziehen.

²⁰⁵ **Wie die Abbildungen im Anhang sehr deutlich zeigen, ist die EZB auf diesem Weg schon sehr weit fortgeschritten: Sie hält heute bereits rund 20 % der Staatsschuldenquote der Euro-Länder!**

²⁰⁶ Vgl. dazu die bereits angeführten Beispiele Frankreich (18. Jh.) und Deutschland (20. Jh.). Ähnliche Erfahrungen machte auch Japan in den 1930er Jahren. Und nicht zuletzt zeigt ein Blick nach Lateinamerika bis heute die **zerstörerischen Wirkungen monetärer Staatsfinanzierung**; vgl. dazu explizit und mit **ernüchternden Beispielen**: Edwards (2019, Katastrophen): „Insbesondere vier Episoden sind lehrreich: Chile unter dem sozialistischen Regime von Präsident Salvador Allende von 1970 bis 1973, Peru während der ersten Amtszeit von Präsident Alan García (1985-1990), Argentinien unter den Präsidenten Néstor Kirchner und Cristina Fernández de Kirchner von 2003 bis 2015 und Venezuela seit 1999 unter den Präsidenten Hugo Chávez und Nicolás Maduro.“

²⁰⁷ Werner et al. (2017, OMF), S. 9 (Hervorhebungen im Original).

²⁰⁸ Turner (2016, Helikopter), S. 42 (Hervorhebungen durch Verfasser).

²⁰⁹ Baltensberger (2019, Geldpolitik).

Generell sind die **Auswirkungen** einer gezielten Politik monetärer Expansion und staatlich gelenkter Geldschöpfung **nicht trivial**: Ihre Effekte wirken über Gütermärkte, Kapitalmärkte und Arbeitsmärkte auf **alle Lebensbereiche** und führen zu **erheblichen Verzerrungen**. Sie können somit **Wirtschafts- und Gesellschaftssysteme gesamthaft** stark beeinflussen.²¹⁰

- Besonders stark sind in der Regel die Impulse für **Finanz- und Immobilienmärkte**, mit der Folge **starker Aufwertungen** oder sogar **ausgeprägter „Blasenbildung“**.²¹¹

Darüber hinaus kann eine Politik monetärer Verwässerung jedoch auch zu gravierenden **Verzerrungen im gesamten Sozialgefüge** einer Gesellschaft führen:

- **Durch monetär angeheizte „Asset Price Inflation“ werden bestehende Ungleichgewichte in der Vermögensverteilung einer Gesellschaft unmit-**

telbar verstärkt und oftmals neue Ungleichgewichte erzeugt.²¹²

- **Mittelbar können daraus – über „Zweit- und Drittrunden-Effekte“ – ökonomische Schieflagen, soziale Verwerfungen und gesellschaftliche Verspannungen größeren Ausmaßes induziert werden.**²¹³
- **Als Konsequenz erwachen dann Frustration und Verbitterung großer Teile der Bevölkerung, was – über politische Agitation und Populismus – nachhaltige Umbrüche politischer Strukturen und Systeme auslösen kann.**²¹⁴

Nicht zuletzt aufgrund solch massiver **Neben- und Folgeeffekte**, die eine Politik gezielter monetärer Verwässerung zwangsläufig nach sich zieht, sind die in dieser Arbeit aufgezeigten **Trends und Entwicklungen** beunruhigend.

²¹⁰ Werner et al. (2017, OMF), S. 9, stellen dazu fest: „Grundsätzlich kann OMF signifikante und gravierende Auswirkungen auf Preise, Preisbildungsmechanismen und relative Preissysteme an Kapitalmärkten haben. Die tatsächlichen Effekte hängen aber in Ausmaß und Richtung sowohl vom jeweiligen Ausgangszustand des Finanzsystems als auch von Art und Umfang der OMF-Schritte sowie – ganz entscheidend – von der Perzeption all dieser Systemfaktoren durch die Marktteilnehmer selbst ab. Auch die intertemporalen Antizipations- und Reaktionsfunktionen der Marktteilnehmer, die vielfach durch typische Moral Hazard-Konstellationen motiviert und definiert sind, spielen dabei eine zentrale Rolle.“

²¹¹ Diese **Preiseffekte** lassen sich bereits heute, als Ergebnis der mehrjährigen Phase massiver Q.E.-Politik, deutlich nachweisen: Globale Immobilienmärkte ebenso wie globale Aktien- und Rentenmärkte zeigen als Folge der massiven Notenbank-Geldschöpfung **deutliche Aufwertungen**, die vielfach bereits **blasenartige Züge** annehmen. Vgl. dazu warnend Bundesbankpräsident Jens Weidmann, der im Kontext extrem expansiver Geldpolitik explizit auf das „**Risiko einer Blasenbildung an den Finanzmärkten**“ hinweist; in: Handelsblatt (2019, Bundesbank-Präsident), (Hervorhebung durch Verfasser).

²¹² Dieser Zusammenhang ist unmittelbar einleuchtend, da von einer Politik monetärer Expansion die Besitzer von Sachwerten („Vermögende“) direkt profitieren. Expansive Geldpolitik hat somit eine **implizite Verteilungswirkung**, die „asymmetrisch“ zugunsten von Vermögensbesitzern wirkt und Vermögenslose relativ benachteiligt (zusätzlich können auch **absolute Benachteiligungen** eintreten, etwa durch das Phänomen „unbezahlbaren Wohnraums“ infolge steigender Preise und Mieten von Immobilien; auch dieses Problem scheint derzeit bereits stark ausgeprägt). Vgl. dazu generell auch: El-Erian (2019, Inflation).

²¹³ Vgl. dazu bereits die vorherige Fußnote. Die **indirekten Verteilungseffekte** stark expansiver Geldpolitik wurden lange Zeit „übersehen“ oder „negiert“; sie sind jedoch faktisch unbestreitbar und werden in Ländern wie den USA bereits intensiv diskutiert; vgl. dazu grundsätzlich: Rapp (2018, U-USA) mit den dort angeführten Quellen und Nachweisen. Auch Werner et al. (2017, OMF), S. 37, weisen im Kontext von OMF mahnend auf die Risiken „unerwarteter“ Zweit- und Drittrundeneffekte hin.

²¹⁴ Vieles spricht dafür, dass auch dieser „**Nebeneffekt**“ expansiver Geldpolitik schon heute ausgeprägt spürbar ist. Der aktuelle Zuwachs **populistischer Strömungen** in vielen westlichen Ländern, und exemplarisch auch der harte „Gelbwesten-Protest“ in Frankreich, unterstreichen die Richtigkeit dieser Annahme. Als Folge dieser Mechanismen erwarten Beobachter wie der US-Investor Ray Dalio (2019, Capitalism) für die USA in naher Zukunft **dramatische politische Umwälzungen**: „Disparity in wealth, especially when accompanied by disparity in values, leads to increasing conflict and, in the government, that manifests itself in the form of populism of the left and populism of the right and often in revolutions of one sort or another.“ Vgl. dazu auch: Handelsblatt (2019, Revolution), sowie grundsätzlich: Rapp (2017, Populismus).

Doch im Vordergrund steht natürlich – unmittelbar und ganz konkret – folgende schlichte, dennoch aber sehr **weitreichende und alarmierende Erkenntnis**:

- ▶ **Schon in sehr naher Zukunft ist in nahezu allen westlichen Finanzsystemen von einer anhaltenden, massiven und zunehmend unverblümt durchgeführten Politik monetärer Verwässerung und finanzieller Repression auszugehen.**
- ▶ **Notenbanken werden so immer stärker zu „Bad Banks“ des jeweiligen Finanzsystems, mit dem klaren Auftrag, systemische Altlasten (Schulden) möglichst dauerhaft „zu entsorgen“ (also zu „monetisieren“).**
- ▶ **Zugleich werden Notenbanken immer stärker politisiert und instrumentalisiert; sie werden damit zu Erfüllungsgehilfen eines Kurses offener monetärer Finanzierung degradiert, der in politischen Kreisen immer stärker um sich greifen wird.**

Aufgrund ihrer grundsätzlichen strategischen Bedeutung sollten Investoren und Vermögensinhaber die hier analysierte Thematik sehr ernst nehmen.

- ▶ In nächster Zeit empfiehlt sich deshalb, **Richtung und Intensität** der öffentlichen Diskurse zu Themen wie Q.E., MMT, OMF und „*helicopter money*“ (sowie allen vergleichbaren Ansätzen) sehr aufmerksam zu verfolgen.
- ▶ Die Entstehung **neuartiger politischer Risiken** – sowohl zunehmender **Populismus** als auch ein genereller „**Linksruck**“ diverser Gesellschaften – sollte ebenfalls klar gesehen und entsprechend gewürdigt werden.²¹⁵
- ▶ Mit Blick auf die **strategische Ausrichtung** und den **Schutz** von Geld- und Vermögenswerten sollten angemessene Überlegungen angestellt und entsprechende Vorkehrungen getroffen werden.²¹⁶

²¹⁵ Diese Diskussionen sowie ein drohender gesellschaftlicher „Linksrutsch“ dürften in nächster Zeit speziell Länder wie die USA und Großbritannien prägen. Doch auch in Frankreich („Gelbwesten-Protest“) und Deutschland („Immobilien-Enteignung“) sind erste **klare Signale** in diese Richtung erkennbar.

²¹⁶ Vgl. dazu etwa exemplarisch: Rapp (2015, Verwässerung).

KURZVERSION -
die komplette Studie ist erhältlich unter
info@feri-institut.de

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Dieser Text dient nur zu Informationszwecken. Er stellt keine Anlageberatung und auch keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung hat auf Grundlage eines Beratungsgesprächs mit einem qualifizierten Anlageberater zu erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Information.

Potentielle Investoren sollten sich informieren und adäquaten Rat einholen bezüglich rechtlicher und steuerlicher Vorschriften sowie Devisenbestimmungen in den Ländern ihrer Staatsbürgerschaft, ihres Wohnorts oder ihres Aufenthaltsorts, die möglicherweise für die Zeichnung, den Kauf, das Halten, das Tauschen, die Rückgabe oder die Veräußerung jeglicher Investments relevant sein könnten.

Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Information wird keine Gewähr übernommen.

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Jede weitere Verwendung, insbesondere der gesamte oder auszugsweise Nachdruck oder die nicht nur private Weitergabe an Dritte ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von FERI gestattet. Die nicht autorisierte Einstellung auf öffentlichen Internetseiten, Portalen oder anderen sozialen Medien ist ebenfalls untersagt und kann rechtliche Konsequenzen nach sich ziehen.

Die angeführten Meinungen sind aktuelle Meinungen, mit Stand des in diesen Unterlagen aufgeführten Datums.

© FERI AG

Bisherige Publikationen im FERI Cognitive Finance Institute:

Studien:



2017

- ▶ Carbon Bubble und Dekarbonisierung
- ▶ Overt Monetary Finance (OMF)
- ▶ Die Rückkehr des Populismus
- ▶ KI-Revolution in der Asset & Wealth Management Branche

2018

- ▶ Zukunftsrisiko „Euro Break Up“
- ▶ Die Transformation zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft
- ▶ Wird China zur Hightech-Supermacht?
- ▶ Zukunftsrisiko „Euro Break Up“, 2. aktualisierte und erweiterte Auflage
- ▶ Risikofaktor USA

2019

- ▶ Impact Investing: Konzept, Spannungsfelder und Zukunftsperspektiven
- ▶ „Modern Monetary Theory“ und „OMF“

Paper:



2017

- ▶ Network Based Financial Markets Analysis
- ▶ Zwischen Populismus und Geopolitik
- ▶ „Neue Weltordnung 2.0“

2018

- ▶ Kryptowährung, Cybermoney, Blockchain
- ▶ Dekarbonisierungsstrategien für Investoren
- ▶ Innovation in blockchain-based business models and applications in the enterprise environment

Diese und noch weitere themenspezifische Veröffentlichungen haben wir auf unserer Webseite hinterlegt:
www.feri-institut.de



Erkennen ist mehr als Sehen

Erkenntnisgewinn beruht auf Vernetzung. Wir bringen hochkarätige Experten zusammen und analysieren systemrelevante Themenstellungen.

Das FERI Cognitive Finance Institute versteht sich als kreativer Think Tank und beantwortet wirtschaftliche und strategische Fragestellungen.

Vorausschauend. Innovativ. Strategisch.

Lesen Sie mehr auf unserer Webseite www.feri-institut.de



Erkenntnisse der Cognitive Finance
ISSN 2567-4927

FERI Cognitive Finance Institute
Eine Forschungsinitiative der FERI AG
Haus am Park
Rathausplatz 8 – 10
61348 Bad Homburg v.d.H.
T +49 (0)6172 916-3631
finanzsystem@feri-institut.de
www.feri-institut.de

