

Herr Prof. Dr. Dr. h.c. mult.

**HANS-WERNER SINN**

**Negativ-Zinsen & Helikopter-Geld**

I M I N T E R V I E W

Wie lange geht  
die ungehemmte  
Geldpolitik der EZB  
noch gut?

BV

Im Interview: **Professor Hans Werner Sinn** mit **Johann Peter Roßgoderer** (MFI Asset Management) und **Stefan Mayerhofer** (Bayerische Vermögen AG)

**Herr Roßgoderer:**

Haben die Notenbanken Ihre Zielsetzung verändert, weg von der Währungssicherung, hin zur Stabilisierung des Finanzmarktes?

**Herr Professor Sinn:**

Ja, das könnte man so sagen. Ich würde es nur mit einer anderen Vokabel umschreiben. Notenbanken sind zu „Bailout-Institutionen“ geworden. Banken haben sich verspekuliert mit Ihren Ausleihungen. Es gibt Preisrisiken bei den Assets und die EZB kauft diese Assets, um Ausfälle zu verhindern. Im ersten Schritt bietet sie sogar an, unbegrenzt aufzukaufen. Zumindest was die Staatspapiere anbetrifft.

„Notenbanken sind zu Bailout-Institutionen geworden.“

**Herr Roßgoderer:**

... und mit diesen Käufen und der Nullzinspolitik der Instabilität im Finanzsystem vorzubeugen.

**Herr Professor Sinn:**

Ja, das ist praktisch ein und derselbe Vorgang. Wenn man mehr Refinanzierungs-Kredite vergibt und die Zinsen am kurzen Ende runterdrückt, und am langen Ende Wertpapiere kauft, und man dadurch die Effektivrenditen runtertreibt.

Das hat eine Stabilisierung bedeutet, als die Banken, die viele faule Kredite hatten, auch noch vorhandene Wertpapiere mitverkauften und sie zu Marktwerten verbuchen konnten. Dadurch entstanden Wertzuwächse, die sie wiederum als Eigenkapital verbuchen konnten. Und so ist das eigentlich immer in Blasen. Da entstehen Wertzuwächse bei vorhandenen Assets, die quasi Eigenkapital erzeugen, ohne das da wirklich etwas da ist. Es sind nur Buchungsvorgänge. Und jetzt, mit dieser Politik, kann man das was in der Blase sowieso passiert, künstlich weiter betreiben und das Platzen der Blase verhindern.

„Warum das gemacht wird, kann ich mir gar nicht mehr rational erklären, es gibt aber eine polit-ökonomische Erklärung. Die Ex-EZB-Gouverneure um Otmar Issing im Jahr 2019 verbreitet haben. Da waren Liebscher, Schlesinger, Noyer, Larosière – große Namen dabei. Die haben gesagt, es besteht der Verdacht zu verhindern, dass die Zinsen jemals wieder steigen - damit die Staaten Südeuropas nicht in Finanzschwierigkeiten geraten.“

#### **Herr Roßgoderer:**

Durch das Aufkaufen von Staatsanleihen und der Zinsenpolitik bis in den negativen Bereich hinein, ist die EZB-Politik extrem geworden. Was passiert jetzt? Gerät die EZB nicht in einen Zielkonflikt, wenn nun tatsächlich eine Inflation käme?

#### **Herr Professor Sinn:**

Ja genau. Wie extrem die Politik jetzt ist, sieht man an zwei Dingen. Einmal das die Zinsen am kurzen Ende negativ sind, die deutschen Staatspapiere negativ sind, und man sieht es auch an der Geldmenge selbst, die sich seit 2008 dem Jahr der Lehman-Pleite, mehr als verfünffacht (!) hat. Gut, die Wirtschaft selbst ist noch ein bisschen gewachsen in dieser Zeit und wir haben auch die baltischen Länder dazu bekommen. Es bleibt bereinigt aber ein Faktor von 3,6. So stark ist die Zentralbank-Geldmenge relativ zur Wirtschaftsleistung gestiegen. Ein Geldüberhang über das was nötig ist. Also für alle Transaktionen die nötig sind, in einer „normalen“ Wirtschaft. Und dieser Geldüberhang hat ein Inflationspotenzial, allerdings ist der Zusammenhang nicht so einfach wie viele denken. Mehr Geld = höhere Preise. Das war die alte Quantitätsgleichung des Geldes. Es gibt das Phänomen der Horte. Das Geld kann eben irgendwo liegen. Auf den Konten, in Safes, in Portemonnaies. Und da liegt es und ist zunächst harmlos. Es wandert alles dorthin was die sog. Keynesianer die Liquiditätsfalle genannt haben. Normalerweise, wenn man mehr Geld schafft, führt das zu fallenden Zinsen. Dieser Prozess ist aber lange vorbei – die Zinsen sind schon lange am Anschlag. Nun wird immer noch mehr Geld geschaffen, diese Phase nennt man Liquiditätsfalle, weil nun kann man so viel Geld schaffen wie man will und es wandert in diese Horte und es passiert rein gar nichts mehr. Es ist also auch keine Politik die wirksam ist. Die EZB hat immer gesagt, sie müsse 2% Inflation machen, das sei ihr Mandat. Da sie aber immer nur bei 1% war, müsse sie Gas geben durch den Kauf solcher Papiere. Und mehr Geld in Umlauf bringen. Aber das ist ja nicht überzeugend, weil wir in der Liquiditätsfalle sind, in der eben diese Politik wirkungslos bleibt. Es ist deshalb auch nicht überzeugend, weil die 2% von ihr selbst definiert sind und nicht im Maastrichter Vertrag stehen, das steht nur „Preisstabilität“ und das heißt Null. Die Frage ist, warum das alles gemacht wird und wozu das führt. Warum das gemacht wird, kann ich mir gar nicht mehr rational erklären, es gibt aber eine polit-ökonomische Erklärung. Die Ex-EZB-Gouverneure um Otmar Issing im Jahr 2019 verbreitet haben. Da waren Liebscher, Schlesinger, Noyer, Larosière – große Namen dabei. Die haben gesagt, es besteht der Verdacht zu verhindern, dass die Zinsen jemals wieder steigen - damit die Staaten Südeuropas nicht in Finanzschwierigkeiten geraten. Das ist der Verdacht, den Sie geäußert haben. Ich teile das. Ich glaube das ist eine korrekte Analyse. Das heißt aber auch, wir haben Inflationsrisiko. Vielleicht weil Corona dann überwunden ist und die Leute beginnen Geld auszugeben und die Konjunktur-Pakete greifen. Dann müsste man damit beginnen zu bremsen und das Geld wieder einzusammeln. Und das ginge einher mit steigenden Zinsen und fallenden Kursen. Aber das wird nicht passieren. Weil Banken, die ähnliche Papiere in ihren Portfolien haben, dann Abschreibungsverluste hätten und in enorme Schwierigkeiten geraten würden. Denn dann würden Staaten doch wieder höhere Zinsen zahlen. Und die politische Situation in Europa ist so, dass die Mehrheit des EZB-Rates das also nicht will. Hr. Weidmann ist da der einsame Rufer in der Wüste.

**Herr Roßgoderer:**

Also wird man doch den Weg der Inflation gehen, wenn man in diesem Dilemma steckt?

**Herr Professor Sinn:**

Ja, die EZB hat ja in der Draghi-Zeit einmal im Monat gesagt, sie will Inflation machen und es gab keinen lauten Aufschrei. Ihr Mandat sei ja 2% Inflation. Was aber eigentlich nicht stimmt.

**Herr Roßgoderer:**

Ich denke auch nicht an eine Inflation von 2%. Die Nahrungsmittelpreise, z.B. Sojabohnen, Mais, Reis sind im Vergleich zum Vorjahr um 60-70% angestiegen. Ich könnte mir durchaus vorstellen das man Richtung 3-4% geht. Was passiert dann?

**Herr Professor Sinn:**

Dann werden sie es schönreden und nichts machen. Sie werden sagen, jetzt haben wir 20 Jahre unter 2% Inflation gehabt, jetzt können wir auch 20 Jahre über 2% haben. Das ist nicht so schlimm.

„Dann müsste man Geld aus dem Markt nehmen. Bei der Geldpolitik ist es dann wie bei einem Strick. Mit dem kann man nicht schieben, aber man kann ziehen. Und wenn zu viel Geld in der Liquiditätsfalle ist, also zu viel Strick am Boden liegt, muss man verdammt lange ziehen, um eine Bremswirkung auf die Geldpolitik zu erreichen.“

**Herr Roßgoderer:**

Das ist also eine schleichende Enteignung der Bevölkerung. Aber lassen Sie dann mal die Arbeitnehmer kommen und sagen, „na gut, aber dann wollen wir auch 4-5% Lohnerhöhung haben“. Dann bekommen wir eine Preisspirale. Dann wird's schon schwierig, da dann auch das Vertrauen in die Währung auf dem Spiel steht. Und das ist ein Dilemma, aus dem man nicht rauskommt.

**Herr Professor Sinn:**

Das wird nicht so als Dilemma empfunden, wie Sie es sehen. Das ist eben der „italienische Weg“. Der hat immer noch funktioniert. Es ist aber natürlich eine Enteignung der Sparer. Sie bekommen auf der einen Seite keine Zinsen und dann wird Ihnen sozusagen auch noch das Kapital weggenommen.

**Herr Mayerhofer:**

Das würde dann grundsätzlich für den Aktienmarkt sprechen. Auch wenn die Deutschen dort bislang weniger investiert sind als bspw. in Versicherungsprodukten.

**Herr Professor Sinn:**

Ja, das spricht mehr für Aktien und Immobilien. Die Deutsche Bank sagt in einer Studie, dass 2024 der Immobilienmarkt zusammenbricht. Das glaube ich nicht. Weil die politischen Kräfte, die auf niedrigen Zinsen beharren, stark bleiben werden. Die Amerikaner werden die Zinsen erhöhen und die Europäer werden nicht folgen. Die Folge ist dann eine Abwertung des Euro. Das werden die Europäer begrüßen und sagen: „was wollt ihr denn, ist doch schön“.

**Herr Roßgoderer:**

Das heißt, die amerikanische Notenbank könnte den Weg zu einer Normalisierung der Zinssituation nochmal versuchen. So wie sie es 2018 probiert hat.

**Herr Professor Sinn:**

Ich glaube nicht, dass die USA so abhängig davon sind wie wir in Europa. Weil es dort keine

Einzelstaaten gibt. Auch hat sich dort die Geldmenge „nur“ verdoppelt, bei uns mehr als verdreieinhalbfacht. Und selbst Bundestaaten wie Kalifornien hatte nur 10% Verschuldungsquote als es dort seinerzeit Probleme gab. Griechenland dagegen hatte 200%. Ich glaube nicht, dass Zinserhöhungen, die den Trend dann brechen werden bei uns kommen können.

**Herr Mayerhofer:**

Also spricht alles für das japanische Szenario. Die Notenbank kauft zum Schluss auch noch Aktien, um alles noch aufrecht zu erhalten.

**Herr Professor Sinn:**

Ja genau. Das ist wahrscheinlich, angesichts der Machtverhältnisse im EZB-Rat.

**Herr Mayerhofer:**

Was bedeutet das dann beispielsweise für Rentenansprüche der Deutschen?

**Herr Professor Sinn:**

Naja, das besondere an Japan ist, sie haben ja noch nicht mal eine Inflation. Sie sind in der Liquiditätsfalle geblieben. Das ist das Problem. Man kann die Inflation nicht prognostizieren. Das tue ich auch nicht, wenn ich sage, dass der Geldüberhang ein Risiko beinhaltet. Ich sage nur, es ist die Inflationsbremse weg. Die Inflation kommt von anderswo. Dann müsste man Geld aus dem Markt nehmen. Bei der Geldpolitik ist es dann wie bei einem Strick. Mit dem kann man nicht schieben, aber man kann ziehen. Und wenn zu viel Geld in der Liquiditätsfalle ist, also zu viel Strick am Boden liegt, muss man verdammt lange ziehen, um eine Bremswirkung auf die Geldpolitik zu erreichen. Der Strick ist aber viel zu lang. Deshalb kann das so oder so ausgehen. Niemand kann prognostizieren wann die Leute ihre Horte auflösen. Wenn es dann den Prozess gibt, den Herr Roßgoderer beschrieben hat, dass die Gewerkschaften mehr fordern und dass es eine Lohn-Preis-Spirale gibt, dann bekommen die Leute Angst und wollen ihre Horte auflösen. Und dann gibt es plötzlich eine gewaltige Beschleunigung, die man überhaupt nicht mehr in den Griff bekommt. Da gibt es das schöne Beispiel mit den Pferden, der Kutscher sitzt auf dem Kutschbock, die Pferde sind müde und laufen langsam und träge. Der Kutscher lässt die Zügel locker und immer lockerer. Und irgendwann haben sich die Pferde erholt und werden auch noch von einer Hornisse gestochen. Dann galoppieren die Pferde los. Der Kutscher hat seine liebe Not die Zügel wieder straff zu ziehen so dass die Pferde eingebremst werden. Und vielleicht wird das gar nicht gelingen.

**Herr Mayerhofer:**

Das ist dann ein Szenario wie in der Ölkrise in den 1970-ern. Die IG-Metall hat für die VW-Angestellten 12% Lohnsteigerung gefordert und man durfte sonntags nicht mehr auf die Autobahn.

**Herr Professor Sinn:**

Ja, genau. Es gab dann die Flucht in das Betongold. Ein anderes Szenario ist, es bleibt bei einer Stagnation, ohne dass dies in Gang gesetzt wird. Es ist insgesamt ein sehr instabiler Prozess. Und bei der Instabilität weiß man nicht was rauskommt. Man weiß nur, wenn es in Gang kommt, gibt es gewaltige Selbstbeschleunigungsprozesse. Und bremsen kann man nicht.

**Herr Mayerhofer:**

Ein Impuls treibt mich noch um. Das Geld- und Sachwertvermögen in Deutschland nimmt zu. Wir haben eine Zweiteilung der Gesellschaft. 50% der Bevölkerung kann an diesen Wertzuwachsen überhaupt nicht teilnehmen. Die Politik wiederum versucht es über Umverteilung abzuschöpfen.

**Herr Professor Sinn:**

Ja, das kann natürlich auch noch passieren. Und es ist natürlich insofern problematisch, dass

diejenigen die Aktien und Häuser haben und deren Werte und Vermögen steigen, in Wahrheit gar nicht mehr haben. Die haben die gleichen Mieten und Dividenden wie vorher. Es ist nur ein Umverteilungseffekt. Der wird durch die Flucht aus den Festverzinslichen Anlagen erzeugt.

**„Inflation würde auf jeden Fall Radikalisierung bedeuten. Nichts hat die deutsche Gesellschaft so erschüttert wie die Inflation bis 1923. Weil der bürgerliche Mittelstand verarmt war und der Glaube an diese Gesellschaft und den Staat zerstört wurde.“**

**Herr Roßgoderer:**

Sieht man hier die Inflation also schon?

**Herr Professor Sinn:**

Ja, hier sieht man es schon. Es ist also auch nur ein scheinbarer Reichtums-Zuwachs.

**Herr Mayerhofer:**

Es ist also eine Illusion

**Herr Professor Sinn:**

Ja, es ist eine Illusion.

**Herr Roßgoderer:**

Aber es spaltet die Gesellschaft weiter, weil diejenigen die die Möglichkeit haben, Kredite zu diesen Konditionen aufzunehmen, es auch nutzen. Und damit den Leverage bspw. im Immobilienmarkt ausnutzen. Hingegen der Teil der Bevölkerung der über kein Vermögen verfügt, der sein gesamtes Einkommen jeden Monat ausgibt, das sind fast 50%, keine Möglichkeit hat daran teilzunehmen. Das heißt, es ist eine andere Welt, in der sich diese Leute bewegen. Unser System wird dadurch immer weiter auseinandergetrieben.

**Herr Professor Sinn:**

Sagen wir mal so – dieser Teil der Bevölkerung wird vielleicht sogar noch mehr sparen. Je niedriger der Zins, desto mehr muss ich sparen, wenn ich mir bspw. ein Auto leisten will. Aber ja, es gibt eine Zwei-Klassen-Gesellschaft.

**Herr Mayerhofer:**

Ich frage mich, welche politischen Konsequenzen das haben wird? Mehr linksrum oder bleiben wir in der Mitte.

**Herr Professor Sinn:**

Es gibt dann eine Radikalisierung. Inflation würde auf jeden Fall Radikalisierung bedeuten. Nichts hat die deutsche Gesellschaft so erschüttert wie die Inflation bis 1923. Weil der bürgerliche Mittelstand verarmt war und der Glaube an diese Gesellschaft und den Staat zerstört wurde.

**Herr Roßgoderer:**

Wenn Sie auf dem Stuhl von EZB-Präsidentin Frau Lagarde säßen, wie würden Sie die Zins- und Geldpolitik ausrichten?

„Man hält also zwanghaft Länder, die zu teuer geworden sind, in der anfänglichen Euroblase im Euro. Und verhindert dadurch mit einer Abwertung wieder Wettbewerbsfähigkeit zu schaffen. Der Lebensstandard ist viel zu hoch.“

**Herr Professor Sinn:**

Ich würde besser früher als später bremsen, um zu verhindern, nach der Corona Krise in einen überhitzten Move zu geraten. Jedenfalls hätte ich schon viel früher anders entschieden. Mario Draghi hatte 2012 mit der Politik „whatever it takes“ eine Schulden-Vergemeinschaftung realisiert. Es wäre aber besser gewesen, lieber einzelne Länder aus dem Euroraum rauszulassen. Ich erinnere daran, dass der griechische Ministerpräsident Papandreou mit seinem Referendum 2012 selbst vorgeschlagen hat, aus dem Euro auszutreten und dann die Drachme abzuwerten. Das wäre besser gewesen. Auch mit Finanzminister Varoufakis im Jahr 2015, als die Mehrheit der Finanzminister der Eurozone der Meinung waren man sollte diesen Schritt gehen. Hr. Schäuble hatte seinerzeit 15 Minister gewinnen können. Aber es wurde durch die Kanzlerin Merkel mit dem französischen Präsidenten Hollande wieder einkassiert. Man hält also zwanghaft Länder, die zu teuer geworden sind, in der anfänglichen Euroblase im Euro. Und verhindert dadurch mit einer Abwertung wieder Wettbewerbsfähigkeit zu schaffen. Der Lebensstandard ist viel zu hoch. Preise und Löhne sind viel zu hoch – als dass sie wirklich gut damit zurechtkämen. Und das muss dann halt durch eine Transferunion und eine Schulden-Vergemeinschaftung abgesichert werden. Der EZB muss großangelegte Transfersysteme im Euroraum zu erzeugen. Das stabilisiert, ja – das kann man so machen. Aber das zwingt Teile von Europa in ein Dauersiechtum. Es besteht die Gefahr, dass der gesamte Mittelmeerraum zu einem großen Mezzogiorno verkommt.

Vielen Dank für das interessante Gespräch, Herr Professor Sinn!

Stefan Mayerhofer und Professor Hans-Werner Sinn haben zum Thema Inflation in Europa einen **Buchtipp: Stefan Zweig – „Die Welt von Gestern. Erinnerungen eines Europäers.“**