

zfsö

ZEITSCHRIFT FÜR SOZIALÖKONOMIE

- Anja Humburg & Wilfried Bommert **3** Unter falscher Flagge? – Entwicklungspolitik der “New Alliance for Food Security and Nutrition”
- Justina Fischer **11** Positive Auswirkungen des Zustroms von Flüchtlingen für Deutschland
- Roland Geitmann † **19** Geld und Rüstung – Vom Zusammenhang zwischen Geldsystem, Wirtschaftskrisen und Rüstung
- Miles Kimball **25** Negativzinspolitik als konventionelle Geldpolitik
- Johann Walter **38** Durch Negativzinsen zu Wachstum oder zu stationärem und sozialem Wirtschaften?
- Helmut Woll **45** Ivan Illichs sozialphilosophische Kritik an der modernen Industriegesellschaft
- Ulrich Kriese **53** Die Bodensteuer – Politische Debatte und Perspektive
- 57** Berichte – Bücher
- 78** Welt aus den Fugen? - Tagungen des Seminars für freiheitliche Ordnung
- 80** 58. Mündener Gespräche in Wuppertal

Negativzinspolitik als konventionelle Geldpolitik

Miles S. Kimball *

Abstract: Solange alle Zinssätze sich parallel zueinander bewegen – inklusive der Ertragsrate von Bargeld –, legt die ökonomische Theorie nahe, dass es keinen wesentlichen Unterschied zwischen Zinsänderungen im positiven und Zinsänderungen im negativen Bereich gibt. Tatsächlich sind (in Standardmodellen) nur die Realzinssätze und die Spannen zwischen ihnen entscheidend. Negativzinspolitik ist also überwiegend konventionell. Was Negativzinspolitik unkonventionell macht, ist lediglich dies:

- a) ihre Konsequenzen im Hinblick auf das Bargeld,
- b) Schwierigkeiten beim Verständnis negativer Zinsen oder
- c) institutionelle Einrichtungen, die mit Negativzinsen interagieren.

Es brauchte eine lange Zeit, bis in der Mathematik negative Zahlen voll akzeptiert waren. Bis zum heutigen Tag erscheinen negative Zahlen manchen als exotisch. So wird es eine Weile

dauern, bis negative Zinsen vollkommen verstanden sein werden. Doch die ökonomische Theorie macht erstaunlicherweise keinen wirklichen Unterschied zwischen positiven und negativen Zinssätzen. Und die gut ausgebildeten Finanz- und Wirtschaftsfachleute, die entscheidend sind für die wichtigsten Auswirkungen der Zinssätze, werden das Wesentliche schnell erfassen.¹ Daher werde ich sowohl theoretisch als auch durch Verdeutlichung einiger praktischer Details darlegen, dass die Negativzinspolitik sich als konventionellere Art der Geldpolitik erweisen wird, als man sie bisher wahrnimmt.

In ökonomischen Standardmodellen sind nominale Zinssätze nicht von Bedeutung; nur Realzinsen und die Spannen zwischen ihnen sind entscheidend. Die einzige scheinbare Ausnahme ist in Wirklichkeit gar keine: Die Opportunitätskosten der Bargeldhaltung hängen eng mit dem Spread zwischen dem realen Zinssatz von, zum Beispiel, Girokonten und dem realen Zinssatz von Bargeld zusammen. Manchmal ist dieser Spread gleich dem nominalen Zinssatz, weil man traditionell eine nominale Zinsrate von null für Bargeld annimmt, aber für das Modell ist nur die Spanne zwischen zwei realen Zinssätzen entscheidend.

Dieser Beitrag handelt davon, wie die traditionelle Zinsuntergrenze (der Zero Lower Bound) am besten durchbrochen und Zinssätze ungleich null für Bargeld erreicht werden können, sollten diese zur ökonomischen Stabilisierung benötigt werden. Wenn Zentralbanken den Bargeldzins unter ihre Kontrolle bringen können, wird es möglich, Bargeld als Hindernis für jede gewünschte Steuerung der realen Zinsen – sogar tief in den negativen Bereich hinein – auszuräumen, wenn dies zur ökonomischen Stabilisierung

* Dieser Beitrag erschien zuerst unter dem Titel „Negative Interest Rate Policy as Conventional Monetary Policy“ in der englischsprachigen Zeitschrift „National Institute Economic Review“ (NIER) No. 234/November 2015, S. R5-R14 (<https://dl.dropboxusercontent.com/u/19721014/National%20Institute%20Economic%20Review-2015-Kimball-R5-R14.pdf>).

Wir danken Prof. Dr. Miles Kimball (University of Michigan/USA) als Autor und Prof. Dr. Angus Armstrong als Redakteur der „National Institute Economic Review“ für die freundliche Erlaubnis zur Veröffentlichung einer deutschen Übersetzung. Dieser Aufsatz wurde von Beate Bockting (Redakteurin der Zeitschrift „Fairconomy“) und Jörg Gude (Sozialwissenschaftliche Gesellschaft) ins Deutsche übersetzt.

Red.

notwendig sein sollte. Die Prinzipien der ökonomischen Stabilisierung und die geldpolitischen Instrumente, um sie zu erreichen (abgesehen von der Ausschaltung des Bargeld-Hindernisses), sind dabei genau die gleichen wie sie in der Geldpolitik üblich waren, bevor die Ära massiver Aufkäufe langlaufender Wertpapiere anbrach.

Aufbauend auf Willem Buiter und Nikolaos Panigirtzoglou (2001, 2003) und Buiter (2004, 2007, 2009a,b,c), habe ich untersucht, wie der Bargeldzins möglichst konform mit dem bestehenden System freigegeben werden kann, um so den politischen Aufwand, den die Zentralbank betreiben muss, um das Bargeld als Behinderung der Zinspolitik auszuschalten, möglichst gering zu halten. Ich habe einen daraus resultierenden Vorschlag vor im Großen und Ganzen empfänglichem Publikum in Zentralbanken rund um den Globus vorgetragen (aufgelistet in aktualisierten Versionen von Kimball, 2013a), und ich habe mich bemüht, eine solche Negativzinspolitik durch Beiträge in meinem Blog „Confessions of a Supply-Side Liberal“², durch Artikel in Online-Magazinen wie „Quartz“ und „Slate“ und durch Erklärungen für Journalisten der allgemeinen Öffentlichkeit näherzubringen. Die Blogbeiträge und Artikel in Online-Magazinen umfassten eine Kindergeschichte (in verschiedenen Kurzvideo-Versionen in amateurhaftem Rap oder opernhafem, lautem Gesang vorgetragen, um die Story dramatischer zu machen), die Wiedergabe eines Gesprächs mit meinem nicht ökonomisch gebildeten Nachbarn über negative Zinsen, ein Quiz sowie Frage-und-Antwort-Texte, die Fragen wie diese beantworten: „Kündet elektronisches Geld das Kommen des Antichristen?“ Eine regelmäßig aktualisierte Liste von Links zu all diesem Material findet sich in meinem bibliografischen Beitrag „Wie und warum die Nullzinsgrenze durchbrochen werden sollte: eine Orientierungshilfe“.³ Gemeinsam mit Koautoren sind verschiedene wissenschaftliche Beiträge über Negativzinspolitik in Arbeit.

Ich halte die folgenden fünf Meilensteine in der Entwicklung hin zur Negativzinspolitik als realistischen geldpolitischem Instrument für wichtig:

1. die aktuell leicht negativen Zinsen im Euro-

raum, in der Schweiz, Dänemark und Schweden (siehe z.B. Randow, 2015),

2. die Londoner Konferenz vom 18. Mai 2015 mit dem aussagekräftigen Titel „Removing the Zero Lower Bound on Interest Rates“ („Die Nullzinsgrenze durchbrechen“), ermöglicht von der Imperial College Business School, dem Brevan Howard Centre on Financial Analysis, dem Centre for Economic Policy Research und der Schweizerischen Nationalbank,

3. den Chefökonom-Workshop der Bank of England am 19. Mai 2015, das Impulsreferat von Ken Rogoff, welcher Kosten und Nutzen der Bargeldabschaffung gegenüberstellte⁴, und meine Präsentation „18 Missverständnisse über die Abschaffung des Zero Lower Bound“⁵ umfasste. Ken Rogoffs Studie war zudem Programmpunkt bei der Konferenz der Bank of Canada vom 19.-20. November 2015 über elektronisches Geld und den Zahlungsverkehr,

4. die Rede des Chefökonom der Bank of England, Andy Haldane, vom 18. September 2015: „Wie tief kann man gehen?“⁶ und

5. Ben Bernankes Auseinandersetzung mit der Negativzinspolitik während seiner Lesetour zur Vorstellung seines Buches (Bernanke, 2015), kompetent wiedergegeben vom Journalisten Greg Robb in seinem „Market Watch“-Artikel „Fed-Vertreter scheinen bereit, in der nächsten Krise Negativzinsen einzusetzen“.⁷

Ich möchte betonen, dass ich die von mir vorgeschlagenen Maßnahmen als realistische geldpolitische Option betrachte. Sie könnte jederzeit von den Zentralbanken implementiert werden, die sie aktiv in ihre Überlegungen einbezogen haben und deren Mitarbeiter somit vorbereitet sind. Wenn nötig, können diese Maßnahmen innerhalb weniger Wochen von Zentralbanken, die unvorbereitet von einer Krise getroffen werden, durchgeführt werden, ohne schon die nötigen Vorarbeiten geleistet zu haben.

Im Weiteren besteht dieser Beitrag aus drei Abschnitten: Erstens werden einige Details meines Vorschlags, einen Bargeldzins ungleich null zur vollständigen Überwindung der Nullzinsgrenze technisch zu realisieren, erläutert. Zweitens werden alle geldpolitischen Aspekte hervorgehoben, die unverändert bestehen bleiben, wenn das

Bargeld-Hindernis ausgeräumt ist. Und drittens werden die politischen Implikationen der Negativzinspolitik behandelt.

Wie ein Bargeldzins ungleich null möglichst systemkonform realisiert werden kann

Mein Forschungsziel war es, eine Bargeldlösung zu entwickeln, die die Nullzinsgrenze komplett abschafft, dabei jedoch möglichst systemkonform bleibt. Sollte mir dies nicht gelungen sein, bin ich offen für alternative Vorschläge, die noch näher am System sind, vorausgesetzt sie ermöglichen es, dass die kurzfristigen Zinsen ausreichend weit gesenkt werden können, um die Wirtschaft anzukurbeln, ohne Zuhilfenahme anderer stimulierender Maßnahmen und selbst nach einem bedeutend größeren Schock als dem, der die Weltwirtschaft unlängst in die Große Rezession stürzte, und egal, wie niedrig die Inflation ist.

Neben der Minimierung der Umsetzungskosten der von mir vorgeschlagenen Maßnahmen für die Zentralbanken war ein anderer Grund, weshalb ich nach einem System suchte, das dem jetzigen möglichst nahekommt, dass die Maßnahmen in den aktuellen rechtlichen Zuständigkeitsrahmen vieler Zentralbanken fallen sollten. Im Hinblick auf die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten erscheint es mir wichtig, darauf zu achten, was das Federal Reserve System mit alleiniger Unterstützung durch die Exekutive bei einer Blockade im Kongress tun könnte – in einer Situation, in der jede neue Gesetzgebung verhindert würde. Hier können nicht alle rechtlichen Fragen erörtert werden. Die Antworten auf viele juristische Fragen zur Autorität der Fed sind schlichtweg nicht bekannt, vor allem auch deshalb, weil je schwerer eine zukünftige Krise sein wird, desto eher sich ein Gericht dem Urteil der Fed unterordnen wird. En Detail die rechtlichen Zuständigkeiten aller Zentralbanken zu klären, die daran interessiert sein könnten, einen Bargeldzins ungleich null zu realisieren, wäre eine zu umfangreiche Aufgabe. Nach meiner Auffassung hat eine Reihe von Zentralbanken bedeutend mehr rechtlichen Spielraum als die Fed.

Robert Eisler hat 1932 das Kernelement der Maßnahmen vorweggenommen, die ich empfehle (und die Willem Buiter und Nicolaos Panigirtzoglou erörtern): Der Kern ist ein zeitabhängiger Wechselkurs zwischen Bargeld und Buchgeld. Heutzutage ist Geld auf der Bank eine Zahl im Computer, daher bezeichne ich es als „elektronisches Geld“.⁸

In dieser Bedeutung von elektronischem Geld nutzen die meisten Einwohner der USA jeden Tag elektronische Dollars, wenn sie etwas per Kreditkarte, Bankkarte, Scheck oder elektronischer Überweisung bezahlen. In seiner Rede vom 18. September 2015 (Haldane, 2015) tritt Andrew Haldane dafür ein, staatlich geschaffenes elektronisches Geld auf den Reservekonten der Zentralbank sowie staatliche Zahlungsverkehrssysteme um staatlich geschaffene digitale Konten zu erweitern, die jeder Haushalt oder jedes Unternehmen nutzen kann. Obwohl dies hilfreich wäre, um eine Digitalisierung des Geldes voranzubringen, glaube ich nicht, dass es notwendig wäre. Elektronisches Zentralbankgeld auf den Reservekonten und in den Zahlungsverkehrssystemen, ergänzt durch Bankkonten mit gesetzlicher Einlagensicherung, genügen als Ausgangsbasis, um eine Strategie des elektronischen Geldes zu verfolgen, wie ich sie vertrete.

Zentralbanken haben die Macht, die relativen Preise verschiedener Formen von Geld in ihrem Geltungsbereich festzusetzen, eine Tatsache, die in vielen aktuellen Lehrbüchern zum Geld- und Finanzwesen unerwähnt bleibt. Aktuell hat das Federal Reserve System feste Wechselkurse zwischen allen verschiedenen Formen von Geld innerhalb ihres Zuständigkeitsbereichs. Zwei 10-Dollar-Scheine sind einen 20-Dollar-Schein wert, weil die Fed den Banken an ihren Kassen eine unbegrenzte Anzahl von 10-Dollar-Scheinen gegen die halbe Menge an 20-Dollar-Scheinen tauscht, und andersherum wird die Fed den Banken unbegrenzt viele 20-Dollar-Scheine im Tausch gegen die doppelte Menge an 10-Dollar-Scheinen geben. Es ist genau dieser Wechselkurs zwischen 10- und 20-Dollar-Noten an den Kassen der Fed, und es sind nicht die Zahlen, die auf den grünen Scheinen stehen, der ihre relativen Werte bestimmt.

Nun gibt es keinen Grund, den Wechselkurs zwischen 10- und 20-Dollar-Scheinen zu ändern, wohl aber gibt es einen Grund, den Wechselkurs zwischen einem elektronischen Dollar (E-\$) und einem Papierdollar (P-\$) freizugeben, nämlich den, die Nullzinsgrenze als Restriktion für die Geldpolitik aufzuheben. Anders als eine höhere Inflation unter Beibehaltung des Pari-Wechselkurses zwischen Papierdollar und elektronischem Dollar kann ein zeitabhängiger Wechselkurs zwischen Papierdollar und elektronischem Dollar eine zusätzliche „Inflation“ des Bargelds zu den Zeiten – und nur zu den Zeiten – erzeugen, in denen eine Wertminderung des Bargelds benötigt wird, ohne zusätzliche Inflation des elektronischen Geldes.

Der Wechselkurs zwischen Papierdollar und elektronischem Dollar würde sich nur in sehr kleinen Schritten verändern. Den Bargeldzins um 400 Basispunkte auf -4 % pro Jahr zu senken, um ihn an die elektronischen Zinsen von -4 % anzupassen (beides ausgedrückt in elektronischen Dollars) wäre ein ziemlich großer Zinsschritt. Aber dies entspricht einer Abwertung des elektronischen Dollars um nur 1 % in einer Periode von rund 90 Tagen bzw. einer Abwertung des Papierdollars um etwa 1,1 Basispunkte pro Tag. Mit anderen Worten: 1.000,00 P-\$, die am ersten Tag 1.000,00 E-\$ wert sind, würden am zweiten Tag etwa 999,89 E-\$ wert sein. Diese Abwertung von 1.000 Papierdollar um 11 Cent pro Tag wäre langsam genug, um den Menschen Zeit zu geben, sich daran zu gewöhnen.

Der Ansatzpunkt der von mir empfohlenen Maßnahme ist es, die Wirtschaftsakteure zum Gebrauch des elektronischen Dollars – oder Euros, Yens, Pfunds, Pesos usw. – als Recheneinheit zu animieren, und auch als Einheit, in der Preise ausgedrückt werden. (Damit die Ideen sich einprägen, wird im Weiteren vom „elektronischen Dollar“ die Rede sein, was aber als „elektronischer Dollar oder Euro, Yen, Pfund, Peso usw.“ gelesen werden sollte.) Es ist nicht unbedingt notwendig, dass alle Preise in elektronischen Dollars ausgedrückt werden, es ist jedoch wichtig, dass die Preise eines bedeutenden Teils der Ausgaben in E-Dollar ausgedrückt werden. Und das elektronische Geldsystem wird am reibungs-

losesten laufen, wenn alle Preise bis auf wenige Ausnahmen auf elektronische Dollars lauten. Der Gedanke ist der, dass Käufe, die mit Kredit- oder Bankkarte, Scheck oder per elektronischer Überweisung bezahlt werden, genauso ablaufen würden wie bisher, während Händler die Möglichkeit hätten, für Barzahlungen in ihrem Geschäft einen Aufpreis zu verlangen, der an der Kasse erhoben würde, ähnlich wie die Mehrwertsteuer heute. Wenn dennoch einige Artikel an Automaten und in Tante-Emma-Läden weiterhin in Bargeldpreisen abgerechnet werden, ist das kein Problem.

Die USA und viele andere Länder haben ja schon eine elektronische Recheneinheit und eine elektronische Preiseinheit im Sinne dieses Gedankenexperiments. Nehmen wir an, der Wechselkurs zwischen Bargeld und elektronischem Geld würde nicht pari sein, die Zentralbank und die anderen staatlichen Institutionen würden jedoch absichtlich Neutralität in der Frage wahren, was die Recheneinheit sein sollte (und sie würden die beiden Recheneinheiten auch steuerlich irgendwie gleich behandeln). Ich wette darauf, dass die Unternehmen in elektronischem Geld rechnen und ihre Transaktionen mit anderen Unternehmen in elektronischem Geld statt in Bargeld abwickeln würden. Es wäre noch wahrscheinlicher, dass der elektronische Dollar die Recheneinheit würde, wenn die Zentralbank und die staatliche Verwaltung ankündigen würden, den elektronischen Dollar zu bevorzugen, insofern es die bestehenden Gesetze erlauben. Und wenn der elektronische Dollar so betrachtet die Recheneinheit wäre, wäre es sehr wahrscheinlich, dass er auch der Preismaßstab wäre, zumindest bei den Händlern, die Waren verkaufen, die zumeist mit Kredit- oder Bankkarten sowie per Scheck oder Überweisung bezahlt werden.

Aus meiner Sicht ist der Staat als Wirtschaftsteilnehmer schwergewichtig genug, um in Pattsituationen den Ausschlag zu geben (wie er es zum Beispiel auch bei der Zeitumstellung tut), so dass Regierungen prinzipiell in der Lage sind, in ihrem Hoheitsgebiet die Kontrolle über die Recheneinheit zu haben, außer bei einer extrem hohen Inflationsrate oder historischer Erfahrung mit extrem hoher Inflation in dieser Rechenein-

heit, die sich in den Köpfen der Menschen festgesetzt hat. Sogar Staaten, die die Kontrolle über die Recheneinheit verlieren, sind oft in der Lage, diese mithilfe einer neuen Recheneinheit teilweise wiederherzustellen, wenn dafür gesorgt wird, dass die Inflationsrate in dieser neuen Währungseinheit niedrig bleibt. Und in dem Umfang wie Preise in einem Wirtschaftsraum nach einer Hyperinflation immer noch in anderen Einheiten angegeben werden, geht dies normalerweise mit einer Inflation einher, die zwar niedriger, aber immer noch hoch genug ist, dass diese Wirtschaft weit von der Nullzinsgrenze entfernt ist. An dieser Stelle soll betont werden, dass die wahrgenommene zusätzliche Inflation durch die Abwertung des Bargelds zugleich eine Inflation eben dieses Bargelds ist, das die Regierung ja ohnehin als Recheneinheit unattraktiv machen will. In diesem System ist das elektronische Geld die harte und das Bargeld die weiche Währung. Somit sehe ich es als wahrscheinlich an, dass die meisten Regierungen mit Erfolg eine elektronische Recheneinheit bestimmen könnten, auch wenn noch viele Menschen sich an den früheren Zustand, in dem Bargeld die Recheneinheit war, erinnern. Je stärker das elektronische Geld von der Zentralbank und den staatlichen Behörden unterstützt wird, desto eher werden diese vermutlich auch allein in der Lage sein, eine elektronische Recheneinheit zu bestimmen, wenn die Gesetzgebung von parlamentarischen Koalitionen blockiert wird, oder wenn die Regierung den Parlamentariern nicht so große politische Bürden, wie sie mit einer Abstimmung verbunden wären, auferlegen will.

Ein bisschen schwieriger ist vorherzusehen, inwieweit sich die Kontrolle der Regierung über die Recheneinheit auch auf die Kontrolle der Preiseinheit überträgt. Die noch subtilere Schlüsselfrage ist dabei, ob sich die aktuelle Inflationsträgheit auf die E-Dollar- oder die P-Dollar-Preise überträgt. In Perioden, in denen die Nullzinsgrenze sonst bindend wäre, empfehle ich nunmehr, den Wert des Papierdollars relativ zum elektronischen Dollar ganz allmählich zu verringern, wie bei einer gleitenden Wechselkursanpassung. Wenn sich die Inflationsträgheit auf die elektronischen Güterpreise überträgt, dann

kann die Abwertung des Papierdollars in Relation zum elektronischen Dollar die Nullzinsgrenze so weit wie nötig aufweichen und sie so als effektive Begrenzung abschaffen.

Im anderen Extrem, wenn die Inflationsträgheit sich voll auf die Bargeld-Preise übertrüge, würde die Aufwertung des E-Dollars gegenüber dem P-Dollar, die die Abwertung des Papierdollars ja bewirkt, keine Lockerung der Nullzinsgrenze bewirken.

Wenn die Inflationsträgheit sich auf irgendeinen gewichteten Durchschnitt der E-Dollar- und der P-Dollar-Preise übertragen würde, dann käme es zumindest zu einer Aufweichung der Nullzinsgrenze. Wenn das Verhältnis in diesem gewichteten Durchschnittspreis ziemlich gleichbleibend wäre, dann wäre es immer noch möglich, den Zero Lower Bound soweit wie nötig zu lockern (ihn also als restriktive Begrenzung abzuschaffen). Als Nebeneffekt gäbe es dabei eine kurzfristige Verschiebung in der Preisrelation der in P-Dollar ausgepreisten Waren und Dienstleistungen von denen, die in E-Dollar ausgepreist sind.

Ich halte diesen gemischten Fall in den ersten Etappen der Einführung eines vom Parikurs abweichenden Wechselkurses zwischen E-Dollar und P-Dollar für am wahrscheinlichsten – aus einem interessanten Grund: Im jetzigen System werden sowohl Bargeldzahlungen als auch Bank- und Kreditkartenzahlungen verschiedenen Typs von den meisten Händlern, die mehr als eine Zahlungsart akzeptieren, zum Nominalwert akzeptiert. Daher ist es wahrscheinlich, dass, bis sich der Wechselkurs von E-Dollar und P-Dollar um einige Prozentpunkte vom Parikurs entfernt hat, sowohl elektronische als auch Bargeldpreise jeweils um den gleichen Wert in Relation zu den Nominalwerten angepasst würden. In diesem Fall ist es wahrscheinlich so, dass die Recheneinheit die Festsetzung dieses einheitlichen neuen Nominalpreises dominiert. Wenn das so ist, wird dadurch die Inflationsträgheit effektiv auf die E-Dollar-Preise übertragen, und die Bargeldpreise werden in Relation zu den E-Dollar-Preisen effektiv herabgesetzt, verglichen mit dem heutigen Kursverhältnis – wenn auch in dieser Anfangsphase nur in dem Maße, wie ei-

nige Kunden lieber in bar als in elektronischer Form bezahlen.

Im Hinblick auf die Effektivität der Zinspolitik ist es anfangs kein Problem, wenn sich der bereits existierende Grad der Inflationsträgheit sowohl auf die E-Dollar-Preise als auch auf die nominalen Bargeld-Preise überträgt. Die wichtigsten Transmissionsmechanismen wirken durch die Kosten beim Kauf von Gebrauchs- und Investitionsgütern und bei den internationalen Kapitalflüssen, die allesamt Güter betreffen, die zumeist mittels elektronischer Zahlungsmethoden bezahlt werden – mit Kreditkarte, Bankkarte, per Scheck oder Überweisung – und deren Preis daher höchstwahrscheinlich in E-Dollar festgesetzt wurde. (Nota bene lassen die meisten geldpolitischen Modelle diese ganze Liste von entscheidenden Transmissionsmechanismen der Geldpolitik außen vor, weil sie nur kurzlebige Konsumgüter in einer geschlossenen Ökonomie berücksichtigen.)

In diesem Abschnitt habe ich den gemischten Fall hervorgehoben. Ich behaupte, dass man kaum ein plausibles Szenario aufzeigen kann, in dem das Bargeld langsam gegenüber dem elektronischen Geld abgewertet und ein negativer Ertrag des Bargelds (ausgedrückt in E-Dollar) erreicht wird, welches keinen geldpolitischen Spielraum eröffnet, wenn man mit der Nullzinsgrenze konfrontiert ist. Es ist nicht plausibel, dass die Preise hauptsächlich in bar angegeben und die Inflationsträgheit sich auf diese vorherrschenden Bargeldpreise übertragen würde. Es ist schlichtweg am wahrscheinlichsten, dass Händler ihre Preise in E-Dollar auszeichnen, wenn sie hauptsächlich Produkte verkaufen, die fast immer per Karte, Scheck oder Überweisung bezahlt werden. Und Güter dieser Kategorie sind besonders entscheidend für den monetären Transmissionsmechanismus.

Ein großer Vorteil der Abwertung des Bargelds in Relation zum elektronischen Geld, verglichen mit einer Politik, bei der das Bargeld nicht abgewertet, stattdessen aber die Inflation erhöht wird, ist, dass das Bargeld nur ganz allmählich (etwa um 1,1 Basispunkte pro Tag) in den Perioden abgewertet werden muss, in denen der Leitzins der Zentralbank negativ ist, um so

Spielraum im Hinblick auf die Nullzinsgrenze zu gewinnen. Wenn der Leitzins der Zentralbank positiv ist, kann dieser Prozess rückgängig gemacht werden, indem das Bargeld ganz allmählich wieder bis zum Parikurs aufgewertet wird. Im Gegensatz dazu ist es, wenn man unbedingt beim Parikurs bleiben und stattdessen die Inflation erhöhen will, um Spielraum im Hinblick auf den Zero Lower Bound zu gewinnen, im Nachhinein nicht leicht, die Inflation wieder zu senken, wenn man keine höhere Inflation mehr braucht.

Was im Hinblick auf die Geldpolitik unverändert bleibt

Ich schlage vor, nur einen Punkt zu verändern: Statt den Wert eines Papierdollars immer gleichwertig zum Wert eines elektronischen Dollars zu behandeln, sollte die Zentralbank das Personal an den Kassen zu bestimmten Zeiten anweisen, den Wert eines Papierdollars geringer zu bewerten als den Wert eines elektronischen Dollars. Dieser Wechselkurs an den Kassen sollte sich in sehr kleinen Schritten verändern, um eine sichere, von null abweichende Ertragsrate für Bargeld zu erzeugen. Mit ‚sicherem‘ Ertrag meine ich einen Ertrag, der genauso sicher in einem kurzfristigen Sinne ist wie eine Overnight-Anlage am Interbankenmarkt oder Overnight-Repo-Geschäfte. Es ist nicht notwendig, dass diese ‚sichere‘ Overnight-Rate vollkommen vorausehbar in der fernerer Zukunft ist, ebenso wenig wie es für die Geldpolitik notwendig ist, dass die Fed Funds Rate oder die Overnight-Repo-Zinsen in der fernerer Zukunft zuverlässig vorhersehbar sind.

Alles andere kann geldpolitisch in einer sehr ähnlichen Weise gehandhabt werden wie bisher. Wie unter dem bisherigen System sollte der Zinssatz auf Reserven verringert werden, wenn der Leitzins gesenkt wird. Außerdem sollte wie im gegenwärtigen System (wenigstens für die USA) der Zinssatz, der im Steuersystem für die Übertragung von Guthaben zwischen den einzelnen Steuerjahren angewandt wird, entsprechend den anderen Zinssätzen gesenkt werden (siehe Kimball und Kimball 2015). Optional kann auch der

Ausleihungssatz der Notenbank (Diskontsatz in den USA) entsprechend der Absenkung dieser anderen Zinssätze herabgesetzt werden. Falls der Leitzins erhöht wird, können diese anderen Zinssätze auch entsprechend erhöht werden. Das wesentlich neue Merkmal eines „elektronischen“ Geldsystems besteht darin, dass, wenn der Leitzins unter null absinkt, der effektive Zins für Papiergeld – der „Bargeldzinssatz“ – durch den Abwertungsmechanismus ebenso unter null fällt. Und wenn der Leitzins wieder über null steigt, wird auch der Papiergeldzins wieder positiv, durch schrittweise Aufwertungen des Bargeldes in Relation zum elektronischen Geld, und zwar so lange, bis das Bargeld wieder den Gleichstand erreicht.

Diese eine Änderung, dieser sich schrittweise ändernde Wechselkurs zwischen Papierdollar und elektronischem Dollar, könnte den Transmissionsmechanismus für die Waren und Dienstleistungen beeinflussen, die mit Bargeld gekauft werden. Aber die Teile des Transmissionsmechanismus der Leitzinspolitik, die auf Güter und Dienstleistungen einwirken, welche mittels Kreditkarten, Debitkarten, Schecks oder elektronischer Überweisung gekauft werden, bleiben unverändert. Dies betrifft die meisten Käufe langlebiger Güter und die der meisten Investitionsgüter sowie einen großen Teil der Business-to-Business-Geschäfte. Außerdem werden, weil die internationalen Kapitalflüsse und andere Vermögensmarkttransaktionen meistens in elektronischer Form abgewickelt werden, die Teile des Transaktionsmechanismus der Leitzinspolitik, die die internationalen Austauschverhältnisse und die Wohlfahrtseffekte berühren, erhalten bleiben. Das reicht vollkommen aus, um jedes notwendige Niveau der aggregierten Nachfrage mittels einer hinreichend großen Änderung des Leitzinses zu erzielen, begleitet von Anpassungen der Zinssätze für das Papiergeld, für Zentralbankreserven, für Ausleihungen der Notenbank, für das Steuersystem und aller anderen Zinssätze, die politisch festgelegt werden und die von privaten Wirtschaftssubjekten mehr oder weniger unbeschränkt genutzt werden (so wie der Postsparezinssatz in Japan).

Mit Ausnahme des Bargeldzinssatzes bewegen sich bereits jetzt in vielen Staaten alle diese

Zinssätze mit dem Leitzins der Zentralbank. Dass auch die Zinsrate für das Bargeld sich – wenn gewünscht – mit dem Leitzins bewegen kann (und somit ungleich null wird) ist das Neue in einem elektronischen Geldsystem. Der von null abweichende Bargeldzinssatz, der für eine solche parallele Bewegung notwendig ist, wird durch eine schrittweise Ab- oder Aufwertung des Papierdollars im Verhältnis zum elektronischen Dollar erzeugt.

Soweit ich weiß, hatten nur sehr wenige Ökonomen Einwände gegen eine kontinuierliche Anhebung der Inflationsrate als Weg, mit der Zinsuntergrenze, dem Zero Lower Bound, fertig zu werden, davon ausgehend, dass diese Untergrenze de facto jede weitere monetäre Stimulierung verbieten würde.

Der Grund ist der Umstand, den ich anfangs erwähnt habe: Standardmodelle gehen davon aus, dass der reale Zinssatz entscheidend ist. Aber wenn es der Realzins ist, der von Bedeutung ist, so wird die Senkung des nominalen Zinssatzes ohne Anhebung der Inflation die Wirtschaftstätigkeit gänzlich durch Standardeffekte anregen. Es ist nicht erforderlich, dass volle Übereinstimmung herrscht, wie eine Verringerung des Realzinses die Wirtschaftstätigkeit genau stimuliert. Für alle diejenigen, die darin übereinstimmen, dass die Zinspolitik Auswirkungen hat, wird eine Senkung des nominalen Zinses so ziemlich den gleichen Effekt haben wie ein Anstieg der Inflationsrate, bei dem der Nominalzins unverändert bleibt. Genauso wie ein Anstieg der Inflation durch konventionelle Mittel wirkt, so wirkt auch eine Zinssenkung in den negativen Bereich bei dem ganzen Bündel der politisch gesetzten Zinssätze – Leitzins, Zins auf die Reserven, Zins für Ausleihungen, steuerlicher Zins zwischen den Steuerjahren, Postsparezins und Bargeldzins – ganz konventionell. Insofern ist eine Negativzinspolitik genauso eine konventionelle Geldpolitik, wie ein Inflationsziel von zwei oder vier Prozent statt eines von null als konventionelle Geldpolitik gilt. Es mag ein wenig exotisch erscheinen, einen Bargeldzins ungleich null zu haben; aber dies dient lediglich dazu, das Bargeld als Hindernis aus dem Weg zu schaffen. Wenn das Bargeld keine geldpolitische Res-

triktion mehr darstellt, besteht das Herzstück der Negativzinspolitik darin, den Leitzins abzusenkten, was durch Offenmarkt-Käufe kurzfristiger Schatzwechsel erfolgen kann, dem gebräuchlichsten aller Instrumente.

Diese kurzfristigen Schatzwechsel sind sehr nützlich, um das Problem negativer Zinssätze und der Nullzinsschranke zu erläutern. So wie dreimonatige Schatzwechsel nur eine Rückzahlung am Ende der drei Monate vorsehen, so ist ein negativer Zinssatz auf die Dreimonats-Schatzwechsel einfach ein Preis für diese, der über den Nominalwert, der in drei Monaten zurückgezahlt wird, hinausgeht. Wenn jemand einen höheren nominalen Preis zu zahlen hat, als er drei Monate später bekommt, so schrumpft der nominale Wert seiner Geldmittel über den Zeitraum dieser drei Monate. Die Nullzinsschranke kann dann mit der Tatsache erklärt werden, dass (ohne Berücksichtigung der Lagerkosten für Bargeld) kaum jemand beispielsweise 10.100 \$ für eine Schatzanweisung mit einem Nominalwert von 10.000 \$ zahlen würde, die in drei Monaten zurückgezahlt wird, wenn er alternativ in drei Monaten die 10.000 \$ für nur 10.000 \$ erwirtschaften könnte – einfach durch Lagerung von 10.000 \$ in bar für die Dauer dieser drei Monate.

Im Unterschied dazu bräuchte es in einem elektronischen Geldsystem in dieser Situation 10.100 \$ an Bargeld, um drei Monate später 10.000 \$ an Wert in elektronischem Geld zu haben. Obwohl Bargeld, das anfangs 10.100 \$ wert war, auch in drei Monaten noch einen Nennwert von 10.100 \$ hätte, würde doch der Wechselkurs an den Kassen der Zentralbank dieses Geld weniger als den Nennwert wert sein lassen – nicht allein deshalb, weil es nur für weniger angenommen würde, sondern auch, weil jeder, der Zugang zu den Kassen der Zentralbank hat, Bargeld mit einem Nennwert von 10.100 \$ dort abheben könnte, um in drei Monaten 10.000 \$ an elektronischem Geld dafür zurückzubekommen.

Die Senkung der Zinssätze in den negativen Bereich wird voraussichtlich Auswirkungen auf die Finanzstabilität haben, genauso wie Zinssenkungen innerhalb des positiven Wertebereichs. (Es gibt wohl zwei bedeutende Unterschiede: Nebeneffekte auf die erwartete Rückzahlungs-

rate, bis sich die traditionellen Schuldkontrakte angleichen, und den Effekt, den die Abschaffung der Nullzinsgrenze auf die Finanzmärkte haben wird, die eine "säkulare Stagnation" befürchten.) Wie auch immer, mein Politikvorschlag bliebe derselbe: eine drastische Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen für das Finanzgewerbe und der Eigenkapitalanforderungen für private Hypotheken durch eine Hypothekenreform, die zu anderen Investoren führt als zukünftigen Hauseigentümern, mit Eigenkapital. Finanzinstitute werden sich gegen den Verlust der Subventionen durch Bankenhilfsprogramme sträuben, aber aus gesamtgesellschaftlicher Sicht besteht der einzige bedeutende Nachteil höherer Eigenkapitalanforderungen in Effekten auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Wenn jedoch die Zentralbanken sich mit einer negativen Zinssatzpolitik anfreunden, so kann dies mehr als genug Gesamtnachfrage generieren. Da die Zinssätze so weit abgesenkt werden können wie erforderlich, wird die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht mehr zu gering sein. Folglich sind Negativzinspolitik und hohe Eigenkapitalanforderungen in hohem Maße komplementär: Die Negativzinsen fördern auf einfache Weise die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, die durch die höheren Eigenkapitalanforderungen geschmälert werden mag, während die drastisch höheren Eigenkapitalanforderungen größtmögliche Finanzstabilität bieten, die durch die Negativzinsen etwas beeinträchtigt werden könnte.

Aus Erfahrung weiß ich, dass es drei Aspekte dieses Systems gibt, die zunächst ein Kopfschütteln auslösen können. Erstens scheint es für einige Menschen sehr unnatürlich zu sein, den elektronischen Dollar statt den Papierdollar als Wertmaßstab zu nehmen. Ein Wertmaßstab ist aber nicht dasselbe wie eine Recheneinheit: Ein Wertmaßstab dient lediglich für einen speziellen Teil der wirtschaftlichen Analyse als Maßstab; eine Recheneinheit dient dagegen in der Praxis als Maßstab für die Buchhaltung und für wirtschaftliche Transaktionen. Ich habe oben ausführlich den Aspekt Recheneinheit erörtert. Wenn alle richtig denken, kann die Änderung des benutzten Wertmaßstabes nicht die realen Allokationen verändern. In jedem Fall wird die Ana-

lyse weit komplizierter, wenn weiterhin der Papierdollar als Wertmaßstab verwendet wird. Wenn wir die gleiche Betrachtung wie oben anstellen, jedoch im Sinne eines Bargeld-Maßstabs, so bedeutet die Übertragung der Inflationserwartungen auf die E-Dollar-Preise, dass die Inflationsrate der E-Dollar-Preise – ausgedrückt in P-Dollar – steigt, wenn der elektronische Dollar in Relation zum Papierdollar aufgrund der Behandlung des elektronischen Dollars am Kassenschalter der Zentralbank aufgewertet wird. Dann bedeutet die Verankerung von Inflationserwartungen für E-Dollar-Preise, dass die Inflationsrate der E-Dollar-Preise – ausgedrückt in P-Dollar – durch schrittweise Abwertung des E-Dollars zurück bis zum Pariwert mit dem Papierdollar gesenkt werden kann. Ist der elektronische Dollar wieder gleichwertig und wird gleichwertig belassen, so ist auch die Inflationsrate für P-Dollar und E-Dollar-Preise – umgerechnet in P-Dollar-Preise – wieder die gleiche.

Zweitens ist es für viele nicht verständlich, wie finanzielle, das System schwächende Arbitragemöglichkeiten vermieden werden können – vergleichbar mit der Möglichkeit, Bargeld zu horten, die im heutigen System die Zinsuntergrenze bewirkt. Wenn die Ertragsrate von Bargeld immer gleich dem Leitzins ist, kann jedoch allein durch diese Konstruktion keine Arbitrage im Verhältnis zum Leitzins erfolgen. Dann würde, von Lagerkosten abgesehen, mit dem Wert von Geldmitteln am Geldmarkt oder Repomarkt exakt dasselbe geschehen, als wenn man seine Geldmittel vollständig in Form von Bargeld hielte. Wie kann das sein, wenn doch das Bargeld permanent denselben Nominalwert behält, während elektronische Kontoauszüge einen immer geringeren Wert dokumentieren, entsprechend den negativen Verzinsungsraten? Die Antwort liegt darin, dass, während die Zinssätze negativ sind oder wenn Bargeld nach einer Periode negativer Zinssätze unter pari notiert, die Zahl der elektronischen Dollars, die ein Papierdollar jeweils wert ist, sich verändert, um den Wert einer bestimmten Menge an Bargeld exakt an den Wert anzugleichen, den man besäße, wenn man das Geld auf dem Geldmarkt oder in Repogeschäften angelegt hätte. Dies ist möglich, weil ein Ausgangswert für den

Wechselkurs zwischen Papierdollar und elektronischem Dollar, ergänzt um eine Regelung, durch die die Ertragsrate von Bargeld, ausgedrückt in einem E-Dollar-Wertmaßstab, dem Leitzins entspricht, zu einem Differenzausgleich führt. Dieser Mechanismus bewirkt einen Ausgleich zwischen Anlagen, die auf einem elektronischen Konto mit Zins und Zinseszins verzinst werden, und Anlagen in Bargeld, die einem zeitabhängigen Wechselkurs unterliegen, wenn ihr Wert in elektronische Dollars umgetauscht wird. Auch ist dieser gleichwertige Wert des Bargelds keine Fiktion; es ist dies genau der Betrag, den die Zentralbank für die Menge an Bargeld gutschreiben würde, und genau der Preis in elektronischen Dollars, den sie für die Auszahlung dieser Menge an Bargeld verlangen würde. Hält man die Bargeld-Ertragsrate auf gleicher Höhe mit dem Leitzins, aber abseits der Parität, so ergibt sich ein eindeutiger Weg weg von der und zurück zur Parität. Es gibt nur diesen einen Weg. Aber es gibt genau diesen wirksamen Weg des sich langsam ändernden Wechselkurses.

Drittens denken viele Menschen, dass ein elektronisches Geldsystem eine Änderung hinsichtlich des „gesetzlichen Zahlungsmittels“ bedeuten würde. Hier besteht ein Missverständnis, was „gesetzliches Zahlungsmittel“ bedeutet. Wenn die Papierwährung schon lange etabliert ist, sehen die meisten Staaten keine Notwendigkeit, die Einzelhändler dazu zu verpflichten, Bargeld anzunehmen. Der Begriff „gesetzliches Zahlungsmittel“ hat vielmehr die viel engere Bedeutung, dass Bargeld zum Nennwert als Schuldentilgungsmittel benutzt werden kann. Aber man hat keine „Schulden“ einem Einzelhändler gegenüber, bevor dieser dem Verkauf zugestimmt hat, und der Händler kann sich weigern, eine Ware zu verkaufen, wenn ihm die Art der Bezahlung als unbequem erscheint. Das gilt auch für die Bargeld-Zahlung, wenn diese für unbequem gehalten wird. Tatsächlich habe ich mehr als einen Flug erlebt, bei dem die Crew unmissverständlich bekanntgab, nur Kredit- oder Bankkartenzahlungen – aber kein Bargeld – für die Verpflegung zu akzeptieren, die sie auf dem Flug verkaufte. Im US-Recht bedeutet „gesetzliches Zahlungsmittel“ auch, dass man theoretisch Zahlungen an

den Staat in bar leisten kann. Es gibt jedoch viele Fälle, in denen dies in der Praxis gar nicht so leicht wäre. Versuchen Sie einmal der Steuerbehörde zu erzählen, dass Sie Ihre Einkommensteuer in bar bezahlen wollen. Es mag sein, dass Sie am Ende in der Lage sein werden, gerichtlich zu erzwingen, dass sie Bargeldzahlungen akzeptiert, aber dazu müssten Sie einen langen und mühsamen Kampf führen, ehe Sie Erfolg haben würden.

Der Grund dafür, dass die Schuldentilgung in Papierwährung dennoch eine reale Möglichkeit darstellt, liegt darin, dass es der Kreditgeber ist, der einen Schuldner vor Gericht bringen muss, um die Schuld einzutreiben. Somit hat in einem Schuldverhältnis der Kreditgeber die Kosten der Durchsetzung zu tragen. Im Gegensatz dazu hätte jeder Schuldner, der darauf bestehen würde, einen unwilligen Einzelhändler oder Staat in bar zu bezahlen, wenigstens – auch wenn das Recht auf seiner Seite wäre – die Kosten des Rechtsstreits zu zahlen.

Das Recht privater Akteure, eine Schuld in bar zu begleichen, mag den unerwünschten Nebeneffekt eines Unter-pari-Wertes der Bargeldwährung erzeugen, jedoch erzeugt es keine Zinsuntergrenze (Zero Lower Bound). Es erzeugt keine Zinsuntergrenze, weil das Recht der Schuldentrückzahlung in Bargeld mit Unterwert beschränkt ist auf den Wert von jemandes Schulden – und zwar allein auf den Wert der Raten, die er tilgen kann (einschließlich jeder vorzeitigen Zahlungsoption) während der Zeit, in der das Bargeld unter pari notiert. Dies stellt keine unbeschränkte Arbitrage dar. Genauer, wenn man von Transaktionskosten für Bargeld absieht und unterstellt, dass alle Schuldentilgungen während der Zeit, in der das Bargeld unter pari notiert, in bar getätigt würden, so würde jedermann, der Schulden hätte, am Ende in eine Situation kommen, nicht mehr Schulden in bar zahlen zu können, weil jede Möglichkeit, dies zu tun, bereits ausgeschöpft wäre. Die Möglichkeit, vorzeitig eine vollständige Hypothek in Bargeld zu tilgen, ist sicherlich vom Volumen her groß genug, um interessant zu sein. Die Bedeutung einer vorzeitigen Rückzahlungsoption für Hypotheken in Zeiten sinkender Zinsen ist allerdings bereits jetzt

so groß, dass wir wissen, dass das System nicht einfach wegen einer Flut von Hypothekenrefinanzierungen zusammenbricht. In der Gesamtschau der Dinge ist diese Vergünstigung der Refinanzierung um wenige Prozentpunkte infolge der Möglichkeit, die Hypothek mit unter pari notiertem Bargeld zurückzuzahlen, ein kleiner Effekt, verglichen mit den großen Vorteilen der Refinanzierung, die sich allein aufgrund der zu erwartenden Hypothekenzinssenkungen ergeben würden, hervorgerufen durch die zeitweilige Negativzinspolitik.

Vergleichbares ergibt sich, wenn die Steuerbehörde Bargeldzahlungen unter pari annehmen müsste. Dies würde eine effektive Verringerung des Steuersatzes darstellen sowie einen unerwünschten Nebeneffekt wegen der gesamtwirtschaftlich vergeudeten Transaktionskosten für Bargeld, aber es würde keine Zinsuntergrenze erzeugen. Wenn jemand all seine Steuern in bar gezahlt hat, wäre die Möglichkeit erschöpft.

Politische Aspekte negativer Zinssätze

Obwohl die Negativzinspolitik ökonomisch gesehen im Wesentlichen der Ökonomie der Zinsreduzierungen im positiven Zinsbereich mit einer höheren Inflationsrate entspricht, mit ein paar Spezialregelungen, die die notwendigen bargeldtechnischen Maßnahmen betreffen, könnten sich die politischen Aspekte der Negativzinspolitik deutlich von der Zinspolitik im positiven Bereich unterscheiden. Man sollte dies aber auch nicht überbetonen, da, wie wir inzwischen wissen, die leicht negativen Zinssätze in der Eurozone, der Schweiz, Dänemark und Schweden keinen Feuersturm politischen Protests ausgelöst haben. Vergleicht man unterschiedliche Ereignisse, um eine Vorstellung von der politischen Wirkkraft zu gewinnen, so sind die Menschen in der Eurozone, Schweiz, Dänemark und Schweden aktuell sehr viel mehr besorgt über die Flut von Flüchtlingen aus dem Mittleren Osten, als dass sie erzürnt darüber gewesen wären, dass die Notenbanken sich trauen, Nominalzinsen unter null festzusetzen. Und das Referendum, das es der Schweizer Nationalbank verboten hätte, einen zu großen Bestand an ausländischen Aktiva anzuhäufen,

war gerade kein Referendum zur Abwendung negativer Zinssätze.

Viele derjenigen, die am eifrigsten gegen negative Zinssätze argumentieren, sind wahrscheinlich dieselben, die ansonsten in nahezu jeder Situation für höhere Zinsen und überhaupt für eine straffere Geldpolitik eintreten. Solche monetären „Falken“ könnten es natürlich schaffen, dass sich die Normalbevölkerung über Zinssenkungen in den negativen Bereich größere Sorgen macht als über eine vergleichbare Senkung im positiven Bereich – selbst wenn verschiedene Inflationsraten in diesen beiden Situationen die ökonomisch gesehen gleich machten.

Es gibt jedoch einige grundlegende Argumente, die zur Verteidigung der Negativzinspolitik angeführt werden können. Das erste – und vielleicht das bedeutsamste – besteht darin, den Menschen wiederholt, idealerweise lange bevor negative Zinssätze tatsächlich benötigt werden, deutlich zu machen, dass die Negativzinspolitik ökonomisch gesehen vollkommen konventionell ist, abgesehen von einigen Details, die den Umgang mit Bargeld betreffen.

Zweitens lohnt es sich, immer und immer wieder zu betonen, dass auch für Sparer tiefe negative Zinssätze für eine kurze Zeitdauer während einer ernsthaften Rezession eine schnelle wirtschaftliche Erholung bringen und daher besser sind als jahrelang anhaltende nominale Nullzinssätze, die zwei Prozentpunkte unterhalb der Inflation liegen, begleitet von einer schleppenden Konjunktur in diesem längeren Zeitraum.

Drittens sollte der Fokus auf die Sparer – der im politischen Denken tief verwurzelt ist – relativiert werden, indem die Vorteile von negativen Zinsen für Schuldner herausgearbeitet werden.

Viertens sollte darauf hingewiesen werden, dass – außer es bliebe bei der bestehenden Politik – Menschen, die Bargeld benutzen, denselben effektiven Zins erzielen wie diejenigen, die ihr Geld auf elektronischen Konten halten, und also nicht unfair behandelt werden. Vielmehr bedeutet die Tatsache, dass Bargeld denselben Ertrag erwirtschaftet wie elektronisches Geld, dass es keinen Grund mehr dafür gibt, weniger Bargeld zu benutzen.

Fünftens mag es nützlich sein darzulegen, dass

die Zentralbank leicht die Gewährung eines Zinssatzes von null für kleine Giro- und Sparguthaben unterstützen könnte, indem sie diese Maßnahme mit der Menge an Zentralbankreserven verknüpft, die von den negativen Zinsen ausgenommen bleibt. (Neben der Reduzierung der politischen Kosten dadurch, dass Banken darin unterstützt werden, kleine Konten vor negativen Zinsen zu schützen, kann dies unerwünschte Effekte auf die Finanzstabilität oder die Kreditvergabe der Banken vermeiden helfen. Diese unerwünschten Effekte könnten dadurch entstehen, dass die Gewinnmargen der Banken und ihre Bilanzen unter Druck geraten, wenn sich Banken auch ohne irgendeine finanzielle Unterstützung wegen der Wahrung der Kundenbeziehungen entscheiden, kleine Konten von den negativen Zinsen auszunehmen.)

Sechstens wollen viele derjenigen, die für höhere Zinssätze argumentieren, auch geringere Inflation. Mit der Überwindung der Nullzinsschranke kann die Zielrate für die Inflation verringert werden, weil eine Inflation der elektronischen Einheiten auf dem Konto nicht notwendig ist, um von der Nullzinsschranke wegzusteuern.

Auch können Staaten, die in bedeutendem Umfang auf Seigniorageerträge angewiesen sind, für welche Zwecke auch immer, Seigniorage dadurch erzielen, dass der Bargeldzinssatz unter den Leitzins gesenkt wird, unabhängig von der Inflationsrate der elektronischen Recheneinheit auf dem Konto. Demnach ist eine Inflation der Recheneinheit nicht notwendig für die Seigniorage, womit ein attraktiver Grund für höhere Inflation beseitigt ist.

Im Zusammenhang mit der Diskussion der Seigniorage mag es sinnvoll sein, darauf zu bestehen, dass ein negativer Zinssatz auf Bargeld keine Steuer ist, wenn er genau dem Leitzins entspricht. Einzig ein Bargeldzinssatz, welcher unterhalb des Leitzinses liegt, stellt eine Steuer dar. Im Gegenteil: Auch wenn das für uns normal ist, ein Nullzins auf Bargeld ist eine Steuer bei positivem Leitzins; jedoch ist ein negativer Zinssatz auf Bargeld keine Steuer, wenn der Leitzins gleichfalls negativ ist.

Siebtens bedeutet die Möglichkeit tiefer negativer Zinssätze, dass die Gesamtnachfrage nicht

länger knapp ist. Daher gibt es – vielleicht mit Ausnahme der rund neun Monate langen Verzögerung, bevor die Geldpolitik wirkt – keine Notwendigkeit für andere Maßnahmen, um die Gesamtnachfrage anzuregen. Sind negative Zinssätze akzeptiert, so kann die Fiskalpolitik sich auf die lange Frist konzentrieren und eine gute Politik für die Steuerzahler machen, statt Konjunkturpakete aufzulegen. Dies wiederum beseitigt einen wichtigen Grund für den Anstieg der Staatsverschuldung. Die Möglichkeit tiefer Negativzinsen macht eine Geldmengenausweitung durch Quantitative Easing zur Steuerung der Gesamtnachfrage überflüssig. Und die Möglichkeit negativer Zinssätze bewirkt, dass viele andere Dinge, die manch einer befürwortet, weil sie die Gesamtnachfrage erhöhen, nun auch andere Vorteile bieten müssen, zusätzlich zu den Auswirkungen auf die Gesamtnachfrage.

Und nicht zuletzt sollten die Gewinne für die wirtschaftliche Stabilisierung hervorgehoben werden. Die Große Rezession war kein Zuckerschlecken. Tiefe negative Zinssätze während des Jahres 2009 – im Bereich zwischen -4% und -7% – hätten eine robuste Erholung Anfang bis Mitte 2010 bringen können. Die Output-Lücken, unter denen die Welt in den folgenden Jahren litt, waren alle Teil der Kosten der Nullzinsgrenze. Diese Output-Lücken brachten nicht nur hohe unmittelbare Kosten mit sich, sondern sie hielten auch die Politiker davon ab, sich um andere wichtige Dinge zu kümmern. Zum Beispiel führte die spätere Phase der Großen Rezession, die durch eine Negativzinspolitik hätte vermieden werden können, zu einer ziemlich unfruchtbaren Debatte in Europa über fiskalische Stimulation und Austerität, wobei angebotsseitigen Reformen relativ wenig Aufmerksamkeit geschenkt wurde. Außerdem führte die spätere Phase der Großen Rezession, die durch Negativzinsen hätte vermieden werden können, zum Zusammenbruch vieler Regierungen, für die die politischen Vorteile negativer Zinspolitik immens gewesen wären. Ebenso gilt für die Zentralbanken, dass sie ihr Ansehen nur dann wahren werden, wenn sie ihre Arbeit wirklich durchführen können.

Anmerkungen

- 1 Wie Ruchir Agrawal und ich in Agrawal und Kimball (2015) ausführten, „kommen aus Dänemark frühzeitige Hinweise für den steigenden Umlauf und die Nachfrage nach Bargeld (Dänische Nationalbank, 2015). Seit dem 6. Februar 2015 liegt der Zinssatz der Dänischen Nationalbank für Einlagezertifikate bei -0,75 %. Der Zinssatz für Einlagezertifikate wurde in den negativen Bereich hinein gelockert, um die dänische feste Wechselkurspolitik zu verteidigen, bei der die geldpolitischen Instrumente allein dazu eingesetzt werden, um eine feste Austauschrate der Krone gegenüber dem Euro aufrechtzuerhalten. Die Studie der Dänischen Nationalbank kommt zu dem Schluss, dass die Negativzinsen nicht die Transmission von den Zinssätzen der Nationalbank zu den Geldmarktzinssätzen aufgeweicht haben. Vielmehr bestätigt sie (...), dass die negativen Zinssätze nicht vollständig auf die Bankeinlagen und die Kreditzinsen privater Haushalte umgewälzt wurden. Auf große Guthaben von Firmen und institutionellen Anlegern werden allerdings weit verbreitet negative Zinsen erhoben. Schließlich findet sich beim derzeitigen Niveau der Zinssätze kein Hinweis auf Veränderungen in der Nutzung von Banknoten und Münzen.“
- 2 Zu Deutsch: „Bekanntnisse eines angebotsseitigen Liberalen“, <http://blog.supplysideliberal.com/>
- 3 „How and Why to Eliminate the Zero Lower Bound: A Reader's Guide“ (Kimball 2013b).
- 4 „Costs and Benefits to Phasing Out Paper Currency“ (Rogoff, 2014).
- 5 „18 Misconceptions about Eliminating the Zero Lower Bound“ (Kimball, 2015).
- 6 „How low can you go?“ (Haldane, 2015).
- 7 „Fed officials seem ready to deploy negative rates in next crisis“ (Robb, 2015).
- 8 Der Beiklang von Bitcoin und seinesgleichen in dem Ausdruck „elektronisches Geld“ ist leider zumeist bei der Analyse störend. Er hilft jedoch, den Vorschlag der Durchbrechung der Nullzinsgrenze populärer zu machen.

Literatur

- Agarwal, R. and Kimball, M.S. (2015): Breaking through the zero lower bound, IMF Working Paper no. 15/224, verfügbar unter <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=43358.0>.
- Bernanke, B. (2015): The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and its Aftermath, Norton.
- Buiter, W. H. (2004): Overcoming the zero bound: Gesell vs. Eisler; discussion of Mitsuhiro Fukao's "The effects of 'Gesell' (currency) taxes in promoting Japan's economic recovery", Präsentation bei der Conference on Macro/Financial Issues and International Economic Relations: Policy Options for Japan and the United States, 22.-23. Oktober 2004, Ann Arbor, MI, USA, in: International Economics and Economic Policy, 2, Nos 2-3, November 2005, S. 189-200. Springer-Verlag GmbH; ISSN: 1612-4804 (Druckausgabe) 16124812 (online).
- (2007): Is numérairelogy the future of monetary economics? Unbundling numéraire and medium of exchange through a virtual currency with a shadow exchange rate, in: Open Economies Review, Springer Netherlands; ISSN 0923-7992 (Druckausgabe); 1573-708X (online). Datum der elektronischen Veröffentlichung: Donnerstag, 3. Mai 2007. Siehe Website von Springer.
- (2009a): Negative interest rates: when are they coming to a central bank near you?, im Internet unter ft.com/maverecon, 7. Mai.

- (2009b): The wonderful world of negative nominal interest rates, again, im Internet unter ft.com/maverecon, 19. Mai.
- (2009c): Negative nominal interest rates: three ways to overcome the zero lower bound, NBER Working Paper No. 15118.
- Buiter, W. H. und Panigirtzoglou, N. (2001): Liquidity traps: how to avoid them and how to escape them, in: Vanthoor, W.F.V. und Mooij, J. (Hrsg.), Reflections on Economics and Econometrics, Essays in Honour of Martin Fase, De Nederlandsche Bank NV, Amsterdam, S. 13-58.
- (2003): Overcoming the zero bound on nominal interest rates with negative interest on currency: Gesell's solution, in: Economic Journal, 113 (490), Oktober, S. 723-746.
- Danmarks Nationalbank (2015): Monetary Review, 2. Quartal, Artikel 2.
- Haldane, A.S. (2015): How low can you go?, Rede bei der Portadown Chamber of Commerce, Nordirland, 18. September.
- Kimball, C.E. and Kimball, M.S. (2015): However low interest rates might go, the IRS will never act like a bank, Beitrag bei Quartz, 15. April, verfügbar unter <http://qz.com/383737/however-low-interest-rates-might-go-the-irs-will-never-act-like-a-bank/>.
- Kimball, M.S. (2013a): Electronic money: the powerpoint file, zuerst veröffentlicht am 17. Juni im Tumblr-Blog "Confessions of a Supply-Side Liberal", eine aktualisierte Version ist verfügbar unter <http://blog.supplysideliberal.com/post/53171609818/electronic-money-the-powerpoint-file>.
- (2013b): How and why to eliminate the zero lower bound: a reader's guide, zuerst veröffentlicht am 30. September im Tumblr-Blog "Confessions of a Supply-Side Liberal", eine aktualisierte Version ist verfügbar unter <http://blog.supplysideliberal.com/post/62693219358/how-and-why-to-eliminate-the-zero-lower-bound-a>.
- (2015): 18 misconceptions about eliminating the zero lower bound, erstmals präsentiert am 19. Mai beim Chief Economists' Workshop der Bank of England, eine aktualisierte Powerpoint-Präsentation ist verfügbar unter <http://blog.supplysideliberal.com/post/119337047479/18misconceptions-about-eliminating-the-zero-lower>.
- Randow, J. (2015): Less than zero: when interest rates go negative, in: Bloomberg View, aktualisierte Fassung vom 13. April, verfügbar unter <http://www.bloombergview.com/quicktake/negative-interest-rates>.
- Robb, G. (2015): Fed officials seem ready to deploy negative rates in next crisis, in: Market Watch, 12. Oktober, verfügbar unter <http://www.marketwatch.com/story/fed-officials-seem-ready-to-deploy-negative-rates-in-next-crisis-2015-10-10>.
- Rogoff, K. (2014): Costs and benefits to phasing out paper currency, NBER Working Paper #20126.

FED-Vizepräsident Stanley Fischer „Monetary Policy, Financial Stability and the Zero Lower Bound“

**Vortrag auf der Jahrestagung der „American Economic Association“
am 3. Januar 2016 in San Francisco/California**

„Ein anderer möglicher Schritt wäre es, wenn erforderlich, die kurzfristigen Zinsen unter null zu senken, um eine weitere Akkommodierung zu gewährleisten. Unsere Kollegen in Europa sind im Moment dabei, auf diesem Gebiet die ökonomischen Lehrbücher neu zu schreiben – und helfen uns, frühere Diskussionen über Negativzinsen von Keynes, Irving Fisher, Hicks und Gesell ins Gedächtnis zu bringen, dessen Arbeit sogar in der ‚General Theory‘ als richtig beurteilt wurde.“

Quelle: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20160103a.pdf> (S. 5)

Weitere Literatur

Roger Svensson & Andreas Westermark

Renovatio Monetae - Gesell Taxes in Practice

Research Institute of Industrial Economics - IFN Working Paper No. 1083, Stockholm 2015

<http://www.ifn.se/eng/publications/wp/2015/1083>

Jan Alsterlind, Hanna Armelius, David Forsman, Björn Jönsson and Anna-Lena Wretman

How far can the repo rate be cut?

in: Riksbank Sverige Ed.: Economic Commentaries No. 11/September 2015

http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Ekonomiska_kommentarer/2015/rap_ek_kom_nr11_150929_eng.pdf

Leonid Bershidsky

‘Neglected Prophet’ of Economics Got It Right – Negative rates in Europe bring utopian ideas to life,

in: Bloomberg View July 2, 2015

<http://www.bloombergview.com/articles/2015-07-03/-neglected-prophet-of-economics-got-it-right>