

# Sozialismus

www.Sozialismus.de

Horst Kahrs: Die Mitte polarisiert sich



J. Bischoff: Die Finanzwelt gerät aus den Fugen



**Supplement:**  
**Das (sozial)politische Mandat der Gewerkschaften**  
Horst Schmitthener zum 75.

**Forum Gewerkschaften**

W. Abel, M. Keßler: Der Spanische Bürgerkrieg



Dies ist ein Artikel aus der Monatszeitschrift Sozialismus.  
Informationen über den weiteren Inhalt finden Sie unter  
[www.sozialismus.de](http://www.sozialismus.de).  
Dort können Sie ebenfalls ein Probeheft  
bzw. ein Abonnement bestellen.

## Nur im Netz:

Die Redaktion veröffentlicht regelmäßige Beiträge zwischen den monatlichen Printausgaben auf [www.sozialismus.de](http://www.sozialismus.de)

### Wahl des kleineren Übels



Mit knapper Mehrheit wählten die Peruaner Pedro Pablo Kuczynski zu ihrem neuen Präsidenten und erteilten Keiko Fujimori, Tochter des früheren Despoten Alberto Fujimori, zum zweiten Mal eine Abfuhr. Mit 50,12% gewann der wirtschaftsliberale Kandidat denkbar knapp die Stichwahl. ...

### Ein heilloses Durcheinander



In Frankreich gehen die Auseinandersetzungen um das von der Regierung Holland eingebrachte Gesetzesprojekt zum Arbeitsmarkt trotz Fußball-Europameisterschaft weiter. Wir dokumentieren eine Kritik des französischen Wirtschaftswissenschaftlers Thomas Piketty.

### Rassistischer Doppelpass



AfD-Vize Alexander Gauland und die AfD-Vorsitzende Frauke Petry spielen mit Blick auf die Fußball-EM Doppelpass: Er äußert sich abfällig über den dunkelhäutigen, geborenen Berliner Jérôme Boateng vom FC Bayern München, sie stänkert gegen die Mekka-Pilgerreise des in Gelsenkirchen geborenen türkischstämmigen Mesut Özil, der bei Arsenal London sein Geld verdient. ...

### (Rechts)Populismus und Machteliten

Erhard Korn: In den Fallstricken des Nationalismus	
Die AfD zwischen Konservatismus und prä-faschistischer Partei	2
Horst Kahrs: Jenseits der Statistiken sozialer Ungleichheit. Facetten modernisierter Beziehungen zwischen Arbeitswelt, Lebenswelt und Politik	5
Richard Gebhardt: »... but I know it when I see it!«	
Zu Jan-Werner Müllers Populismusdefinition	11
Dieter Boris: Was ist Populismus?	14
Sascha Pommrenke/Björn Wendt: Etablierte und Außenseiter	
Eine Kritik der Bilderberg-Konferenz	18

### Der Brexit und schlechte Nachrichten für Europas Linke

Joachim Bischoff/Hinrich Kuhls/Björn Radke:	
BREXIT – Britannien verlässt die EU	22
Matteo Gaddi/Tiziano Rinaldini:	
CGIL – Initiative für ein neues Arbeitnehmer-Statut	32
Heinz Bierbaum: Grillos Triumph und Renzis Niedergang	
Zum Ausgang der Kommunalwahlen in Italien	36
Thomas Jaitner: Schlechte Nachricht für Spaniens Linke	
Zu den Parlamentswahlen vom 26. Juni	39
Heiko Bolldorf: Kroatien – MOST und die Formierung eines hegemonialen Projektes	42
Bernhard Sander: »Auch der kleine Mann kann Krach machen!«	
Streiks in Belgien	47

### Finanzmärkte und Niedrigstzinsen

Joachim Bischoff: Die Finanzwelt gerät aus den Fugen	
Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik – aber wie?	52

### Vor 80 Jahren: Madrid, Moskau, Berlin

Werner Abel: »Eine eigene revolutionäre Gesetzlichkeit«	
Ein Brief aus Spanien an Heinrich Brandler	61
Mario Keßler: Unsere Heimat ist heute vor Madrid (zu Abel/Hilbert)	66
Wladislaw Hedeler: »Wir werden Sie zwingen, den Terror zu gestehen ...«	
Vor 80 Jahren begann der erste der drei Moskauer Schauprozesse	68
Mario Keßler: Berlin 1936: Spiele der Nazis – oder mehr?	71

### Nachruf | Impressum | Veranstaltungen | Film

Redaktion Sozialismus: Christina Ujma (31.10.1959-28.5.2016)	75
Impressum	67
Veranstaltungen & Tipps	76
Klaus Schneider: Miss Hokusai (Filmkritik)	77

## Forum Gewerkschaften

**Supplement:** Hans-Jürgen Urban/Christoph Ehlscheid (Hrsg.)

### Das (sozial)politische Mandat der Gewerkschaften

Horst Schmitthenner zum 75. Mit Beiträgen von Hans-Jürgen Urban, Christoph Ehlscheid, Stefanie Janczyk, Dirk Neumann, Klaus Pickshaus und Klaus Dörre

# Die Finanzwelt gerät aus den Fugen

Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik – aber wie?

von | Joachim Bischoff

Nach der knappen Zustimmung zum Austritt Großbritanniens aus der EU waren die Finanzmärkte geschockt. Der morgendliche Crash hatte zu einem weltweiten Verlust an Marktkapitalisierung von 5 Bio. US-Dollar geführt, umgerechnet 4,5 Bio. Euro. Wenige Stunden später zeichnete sich eine deutliche Erholung an den Wertpapierbörsen und bei den Währungskursen ab. Wieder einmal sind es die Notenbanken, die die Finanzmärkte stützen. »Die EZB steht bereit, falls nötig, zusätzliche Liquidität in Euro oder ausländischen Währungen zur Verfügung zu stellen«, erklärte die Europäische Zentralbank. Auch der japanische Finanzminister Taro Aso hat Markteingriffe in Aussicht gestellt. Und der britische Notenbank-Chef Mark Carney erklärte in einer Fernsehansprache, mehr als 250 Mrd. Pfund bereitzustellen, um die Funktionsfähigkeit der Märkte aufrechtzuerhalten. Die Dauerhaftigkeit dieser Stützungsoperationen

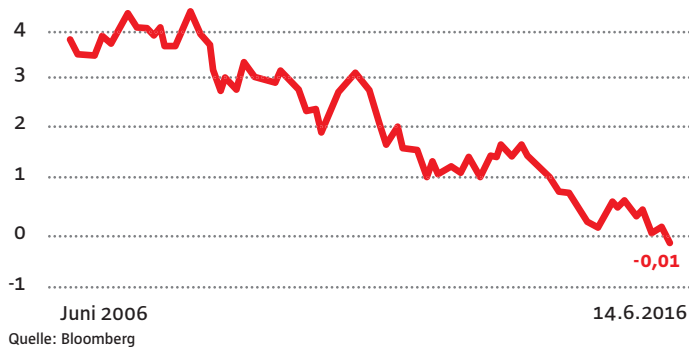
bleibt abzuwarten. Gleichwohl steht fest: Die mächtige Sphäre der globalen Finanzwelt ist nicht wegen des Brexits aus den Fugen geraten. Sowohl die Leitzinsen als auch die Kapitalmarktzinsen – also die Anleiherenditen – sind in allen kapitalistischen Ländern auf ein tiefes Niveau gefallen.<sup>1</sup> Neuester Meilenstein in dieser Tendenz: Die Rendite der deutschen Bundesanleihe mit zehn Jahren Laufzeit ist – wie schon andere Staatsanleihen zuvor – erstmals in ihrer Geschichte unter Null Prozent gefallen (siehe Abbildung 1).

Alle Bundesanleihen bis zu einer Laufzeit von zehn Jahren werden am Markt mit einer negativen Rendite gehandelt. Sicher sind die Notenbanken mitverantwortlich. Sie haben die Leitzinsen gedrückt und die Kreditversorgung durch die Banken befördert. Allerdings sagen die Verantwortlichen der Notenbanken auch, sie könnten nicht die gravierenden ökonomischen Pro-



Schockwelle bis nach Indien: Bombay Stock Exchange, 24.6.2016 (Foto: dpa)

**Abb. 1: Bundesanleihen mit 10jähriger Laufzeit**  
(Rendite in %)



bleme lösen, die Politik müsse endlich ihre Hausaufgaben machen. Da diese aber vor tiefgreifenden Reformen zurückschreckt, weiten die Notenbanken die expansive Geldpolitik aus. Das Ergebnis ist, dass die kapitalistische Welt in einem japanischen Szenario steckt: jahrelang tiefe oder sogar negative Zinsen, wenig Wachstum, tiefe Inflationsraten und eine allmähliche Übertragung der Staatsschulden auf die Zentralbankbilanz.

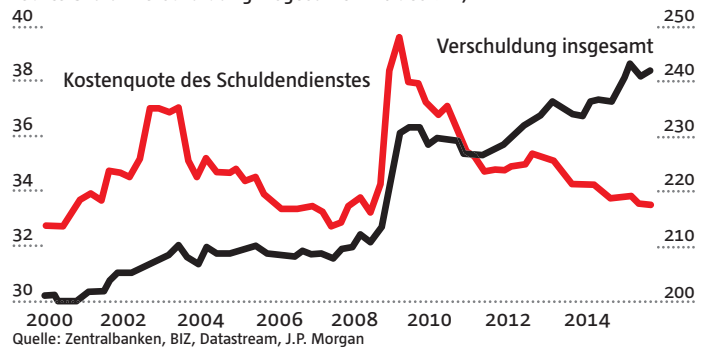
### Mehrjährige Krisenkaskade

Seit der großen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 sind die zentralen Notenbanken die wichtigsten Akteure in der Steuerung der Globalökonomie und der Finanzsektoren. Den Notenbanken, angeführt von der Federal Reserve Bank (Fed), ist es gelungen, durch Zinssenkungen und durch eine massive Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge (Quantitative Easing) eine Depression wie in den 1930er Jahren zu vermeiden. Nachdem die Senkung der Zinsen weder Wachstum noch Inflation belebte, begann die EZB Staatsanleihen der Euroländer in enormem Umfang aufzukaufen. Doch die Verkäufer dieser Anleihen gaben ihre Erlöse weder aus, noch reinvestierten sie das Geld – es floss wieder als Einlagen der Geschäftsbanken zur Zentralbank zurück. Die längere Phase der Niedrigzinsen ist aber weder zum Nulltarif, also ohne entsprechende einseitige Belastungen der Einkommens- und Vermögensverhältnisse, zu haben, noch sind die Wirkungen dieser Notenbankpolitiken auf das Wirtschaftswachstum unumstritten.

Im vergangenen Jahrhundert haben sich die Zentralbanken zu verlässlichen Steuerungszentren der Ökonomie entwickelt. Gleichwohl steht die Finanzwelt Kopf. Bisher musste eine Bank Zins entrichten, wenn sie sich von einer anderen Bank Geld borgte. Doch dieser Zusammenhang löst sich auf: Auch in Europa mussten Geschäftsbanken ihren Konkurrenten erstmals Geld dafür zahlen, wenn sie bei ihnen Geld für drei Monate deponieren wollten. Sogar Spanien, ein Land, das vor drei Jahren nahe vor der Staatspleite stand, kassiert eine Prämie von Investoren, die dem Land für drei Monate Kredit gewähren. »Nicht einmal mehr die Peripherieländer Europas werfen eine risikogerechte Rendite ab.«

Was bedeutet dies? Der Zinssatz hat seine Steuerungsfunktion für die Kapitalflüsse weitgehend eingebüßt. Die Erklärung der etablierten Ökonomie: Ein positiver Zinssatz signalisiert,

**Abb. 2: Verschuldung und ihre Kosten**  
(linke Skala: Kostenquote des Schuldendienstes in %, rechte Skala: Verschuldung insgesamt in % des BIP)



dass der Konsum heute mehr wert ist als morgen; er ist ein Entgelt für heutigen Konsumverzicht. In der Kritik der Politischen Ökonomie wird der Zins im Kern als Abspaltung vom Profit gesehen, über dessen Größe die Konkurrenzverhältnisse entscheiden. Durch die Finanzialisierung erhält die Zinsbewegung eine allgemeine Steuerungsfunktion und organisiert eine Beteiligung am gesellschaftlichen Überschuss.

Die EZB hat, wie die anderen großen Notenbanken auch, mit ihren jüngsten Aktionen die Zinsen zwar weit in den negativen Bereich gedrückt, aber sie ist selbst unter Druck des überreichlichen Kapitalangebots. Und sie erzwingt damit auch nicht »Strukturreformen«, mit denen die Investitionen ausgeweitet, eine höhere Akkumulationsrate befördert und eine Dynamisierung des Kapitals bewirkt werden. Negative Zinsen machen aber Schulden erträglicher oder schwerelos – was gerade hochverschuldeten Staaten hoch willkommen ist. Der Anreiz, Schulden abzubauen, lässt nach. Denn die Bedienung der Schulden ist nun äußerst günstig – die weltweiten Schuldenstände steigen an, bei sinkendem Schuldendienst (siehe Abbildung 2).

Wenn der Zins seine Steuerungsfunktion einbüßt, steigt die Gefahr, dass Kapital nicht dorthin gelenkt wird, wo der größte Profit winkt und entsprechend zur Ausgleichung der gesellschaftlichen Profitrate beiträgt – sondern in Bereiche, die nur attraktiv wirken, weil das Risiko deformiert ist. Das Konzept des Risikos, das sich in der Höhe des Zinssatzes ausdrückt, ist weitgehend ausgehebelt worden. Die Jagd nach Rendite macht die Anleger blind für Risiken.

Gelockerte Kreditbedingungen und niedrigere Zinsen sollen durch eine Belebung der Investitionstätigkeit und der Konsumnachfrage das Wachstum ankurbeln. Im Jahr 1986 warnte Hyman Minsky vor den langfristigen Gefahren für die Finanzstabilität,<sup>2</sup> wenn Kreditnehmer innerhalb eines Ponzi-Schnee-

*Joachim Bischoff* ist Mitherausgeber von Sozialismus.

<sup>1</sup> Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) warnt in ihrem neuesten Jahresbericht (Juni 2016) eindringlich vor einer explosiven Konstellation. Die Ökonomen sprechen von einer »riskanten Dreierkonstellation«: ein ungewöhnlich niedriges Produktivitätswachstum, das die Hoffnung auf künftige Verbesserungen des Lebensstandards trübt, globale Schuldenstände von historisch nie dagewesenem Ausmaß, »die ein Risiko für die Finanzstabilität darstellen, und ein äußerst enger wirtschaftspolitischer Handlungsspielraum, der die Weltwirtschaft höchst anfällig macht.« Die außerordentlich und anhaltend niedrigen Zinssätze sind ein augenfälliges und vieldiskutiertes Zeichen dieses Unbehagens.

<sup>2</sup> Hyman P. Minsky: Instabilität und Kapitalismus, Zürich 2011.

ballsystems – Schulden werden nur durch die Aufnahme neuer Schulden bedient – zu den wichtigsten Stützen einer Ökonomie werden.<sup>3</sup>

Ein Nullzinsumfeld ist für derartige Kreditnehmer ideal, weil es nur unzuverlässige Indikatoren für die Zahlungsfähigkeit gibt. Kritiker der Niedrigzinspolitik verweisen auf die Erfahrungen mit einem Ponzi-Schuldensystem wie zuletzt in der Subprime-Krise 2007 in den USA. Obwohl die Notenbank Federal Reserve die Zinsen über einen längeren Zeitraum niedrig hielt, kam es nicht zu einer Steigerung der Investitionen im Unternehmenssektor. Die Erholung stützte sich auf »Subprime-Hypotheken«, also Darlehen für den Kauf eines Eigenheimes an Kreditnehmer mit schlechterer Bonität. Das Ergebnis war, wie wir alle wissen, eine Mega-Blase, deren Platzen die Finanzkrise des Jahres 2008 auslöste.

Die Fehlsteuerung von Anlage suchendem Kapital ist heute breiter: Pensionskassen und Versicherungen sind dem Negativzins-Umfeld besonders ausgesetzt. Lebensversicherer müssen aufgrund regulatorischer Vorgaben 60 bis 80% der Kundengelder in Anleihen anlegen. Viele weichen daher auf sich etwas besser rentierende Obligationen mit schlechterem Rating aus. Es herrscht Anlage-Notstand. Die Negativzinsen ändern das Verhalten von Vorsorgeeinrichtungen, die über Milliarden von Anlagen verfügen. Die Negativzins-Politik verführt die Kassen geradezu, das Geld falsch anzulegen. Kapital fließt nicht nur vermehrt an die Börse, sondern auch in die Bautätigkeit. Die Kernfrage ist nun, wie lange das Tiefstzins-Umfeld anhält. Solange die Liquidität fließt und die Anleihekäufe der EZB weitergehen, wird der Risiko-Aspekt in den Hintergrund gedrängt.

Alle Finanzmarktteilnehmer fürchten den Moment der Wahrheit – wenn die Zinsen wieder zu steigen beginnen. Der Übergang zur Normalität ist heikel. Man kann die Gravitation auf den Finanzmärkten nur vorübergehend außer Kraft setzen. Yves Mersch, Mitglied des EZB-Direktoriums, hat vor einiger Zeit angedeutet, die Wirkung der Geldschwemme könnte dazu führen, dass man früher als geplant bremsen müsse: »Wenn wir sehen würden, dass uns dieser Weg schneller an unser Ziel bringt, sind wir ... durch unsere Entscheidungen nicht derart festgelegt, dass wir ihn nicht anpassen könnten.« (Süddeutsche Zeitung, 14.4.2015) Bereits die Ankündigung, die Anleihekäufe zu reduzieren oder vorzeitig auslaufen zu lassen, könnte zu großen Verwerfungen führen.

Wenn der Kapitalmarkt über längere Zeit starke Verzerrungen aufgewiesen hat, laufen die Korrekturen erfahrungsgemäß nie sanft ab. Vielmehr sind solche Anpassungen stets von heftigen Turbulenzen begleitet. Die kapitalistischen Länder befinden sich in einer fragilen Periode nach der großen Finanzkrise und vor der nächsten Krise, die wahrscheinlich sogar noch schwerer sein wird als die letzte.

Ohne Bereinigung der Überakkumulation, eine intensive Umschuldung und Entschuldung (deleveraging) sowie eine Basis für neue Kapitalanlagen wird diese fragile Konstellation weiter bestehen.

Zusammengefasst: Der Niedrigzins

- bedroht die Tragfähigkeit der Pensionskassen, gefährdet überhaupt die Alterssicherungssysteme;

- lässt die Ersparnisse besonders der ärmeren und mittleren Schichten erodieren;
- erschwert eine durchgreifende Sanierung des Bankensystems;
- führt tendenziell zu Übertreibungen bei Aktienkursen und den Preisen von Immobilien;
- kann im Produktionsbereich erhebliche Fehlinvestitionen auslösen.

Und schließlich sammeln die Notenbanken einen beträchtlichen Anteil der staatlichen Schuldtitel.

## Ponzi-Schuldenturm in staatlicher Regie?

Der Leitzins im Euroraum liegt bei 0%. Die EZB hat zudem ihr milliardenschweres Kaufprogramm für Staatsanleihen und andere Wertpapiere ausgeweitet. Statt 60 Mrd. Euro pumpt die Notenbank seit April 80 Mrd. Euro monatlich in die Finanzmärkte. Außerdem ist der Strafzins für Bankeinlagen verschärft worden. Statt 0,3% müssen Banken künftig 0,4% Zinsen zahlen, wenn sie Geld bei der Notenbank parken.

Laut EZB-Präsident Draghi war es notwendig, die expansive Geldpolitik zu verstärken und vor allem das Aktiva-Kaufprogramm, unter dem die Notenbank auch Staatsanleihen der Euro-Mitgliedsländer kauft, auszuweiten (siehe Tabelle 1). Die wirtschaftliche Lage habe sich seit der Ratssitzung im Dezember 2015 verschlechtert. Die Erdölnotierungen sind seit dem Abschluss der EZB-Konjunkturprognosen Ende 2015 weiter zurückgegangen – der Erdölpreis ist ganz maßgeblich für die unzureichende Inflationsentwicklung in der Euro-Zone verantwortlich. Der Preisverfall beim Erdöl führt laut Draghi dazu, dass die Teuerung sehr niedrig oder sogar rückläufig ist.

Das Anleihekaufprogramm wird auf Unternehmensanleihen ausgeweitet. Zur Begründung der weiteren Lockerung der Geldpolitik verweist Draghi auf die aktuellen Konjunktur- und Inflationsprognosen der EZB. Für 2016 senkt die Notenbank die Inflationsprognose drastisch von bisher 1,0% auf 0,1%. Für 2017 rechnen die Währungshüter mit einem Preisanstieg von 1,3%, 2018 soll die Inflationsrate dann 1,6% betragen. »Wegen der Ölpreisentwicklung sind sehr niedrige oder sogar negative Inflationsraten in den kommenden Monaten unvermeidlich«, so Draghi. Die EZB strebt nach wie vor mittelfristig eine Inflationsrate von knapp unter 2% an. Dauerhaft niedrige Preise seien ein Risiko für die Konjunktur: Unternehmen und Konsumenten könnten Investitionen und Käufe aufschieben, in der Hoffnung, dass alles bald noch billiger wird.

Auch die Konjunkturaussichten fallen pessimistischer aus als Anfang des Jahres. Für das laufende Jahr sagt die EZB ein Wachstum im Euroraum von 1,4% voraus (bisher 1,7%). Auch für 2017 und 2018 wurden die Prognosen nach unten korrigiert. Für 2017 wird neu ein Wachstum des BIP von 1,7% (bisher 1,9%) erwartet; 2018 soll die Wirtschaft um 1,8% zulegen (siehe Abbildung 3).

Auch der Internationale Währungsfonds (IWF) verdeutlicht zur Unterstützung des EZB-Kurses seine skeptische Bewertung der Globalkonjunktur. Der IWF befürchtet eine Abschwächung der Weltwirtschaft. Die einzelnen Staaten seien gefordert, mehr zu tun, um das Wachstum zu stärken. »Untätigkeit wird für das

## Tabelle 1: Die EZB hat bisher gekauft

### Staatsanleihen aus (Stand Januar 2016)

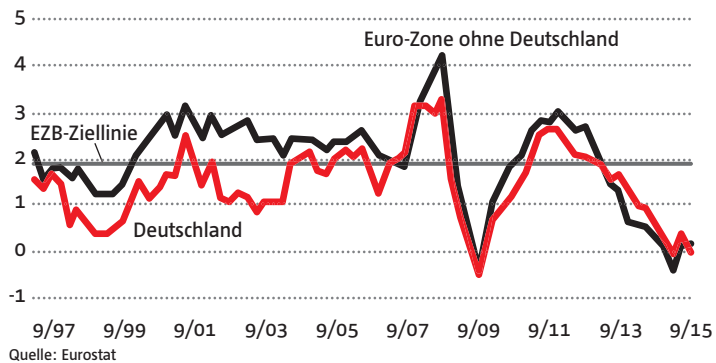
Deutschland	128 Mrd. Euro
Frankreich	102 Mrd. Euro
Italien	88 Mrd. Euro
Spanien	63 Mrd. Euro
Niederlande	28 Mrd. Euro
Übriger Euroraum	135 Mrd. Euro

Wertpapiere 771 Mrd. Euro  
(davon 77% Staatsanleihen, 20% Pfandbriefe, 2% Verbriefungen;  
Stand Februar 2016)

Quellen: EZB, Bloomberg, Eurostat, DZ-Bank

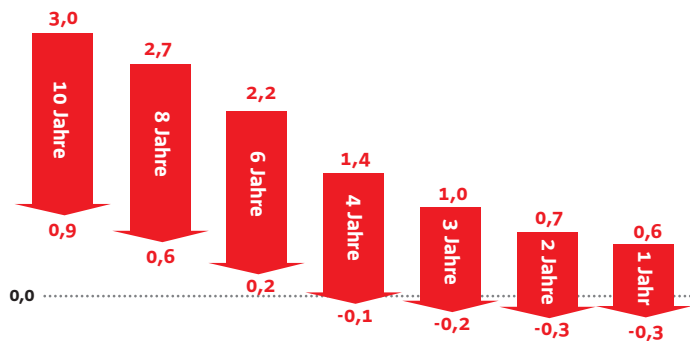
### Abb. 3: Inflationsraten

(Harmonisierter Verbraucherpreisindex – HICP)



### Abb. 4: Renditen der Staatsanleihen im Euroraum

(nach Laufzeiten, von Anfang 2014 bis zur aktuellen Rendite, in%)



globale Wachstum teuer werden.« Erst im Januar hatte der IWF seine Prognosen für die beiden nächsten Jahre um je 0,2 Punkte gesenkt. Er rechnet 2016 mit einem globalen Wachstum von 3,4% und 2017 von 3,6%.

Vor dieser Entwicklung könne der EZB-Rat die Augen nicht verschließen, so die Argumentation von Draghi. Zudem bereiten Draghi auch die Inflationserwartungen Sorgen, die jüngst zurückgegangen sind. Die jüngsten Finanzmarkturbulenzen hält Draghi hingegen erst dann für bedenklich, wenn sie länger anhalten. Dann könnten sie die Finanzstabilität gefährden. Seine Schlussfolgerung: Die Risiken für die Konjunktur und die Preisentwicklung in der Währungsunion haben erheblich zugenommen.

Explizit erwähnte Draghi die Wachstumsaussichten der Schwellenländer, die Volatilität an den Finanz- und Rohwärmärkten sowie geopolitische Risiken als mögliche Gefahrenquelle. Die Inflationsdynamik sei schwächer als noch bis vor

Kurzem gedacht, meinte er, weshalb eine weitere Lockerung der Geldpolitik unumgänglich sei.

Das Kaufprogramm der EZB wirkt – so die EZB – zwar auf die gewünschte Weise, doch die Rahmenbedingungen würden sich laufend verschlechtern. Doch nur weil die Umstände ständig widriger würden, sei dies kein Grund, die expansive Geldpolitik aufzugeben. Dem EZB-Rat seien bei seinen Handlungen zur Wahrung der Preisstabilität keine Grenzen gesetzt. Auch bei der Begründung der aktuellen Maßnahmen hob er den Willen und die Entschlossenheit des Notenbankgremiums hervor, zu agieren, sollten es die Umstände erfordern (siehe Abbildung 4).

Die Frage ist, ob es EZB-Chef Mario Draghi überhaupt noch gelingen kann, die Wirtschaft anzukurbeln, oder ob die Maßnahmen der EZB verpuffen, weil ihr Instrumentarium nicht mehr ausreicht. Mario Draghi hatte selbst in der Vergangenheit immer wieder darauf hingewiesen, dass die Geldpolitik der Notenbank nicht ausreiche, um das Wachstum anzukurbeln. Notwendig seien »Strukturreformen« in den einzelnen Ländern. Andere Politikbereiche müssten mitziehen, damit die lockere Geldpolitik ihre maximale Wirkung entfalte. Hier wies er etwa auf zu wenige Maßnahmen hin, welche die Produktivität erhöhen und Beschäftigung steigern könnten.

Kritiker wenden ein, die lockere Geldpolitik vermindere den Druck auf die Regierungen, solche »Strukturreformen« anzupacken. Daher wird die weitere Lockerung der Geldpolitik in Deutschland vonseiten der Unternehmen, Banken und dem Großteil der Ökonomen überwiegend kritisch gesehen. Draghi habe die Dosis deutlich erhöht, aber die Medizin werde nicht wirken. Es steige dafür das Risiko, dass es in Deutschland am Immobilienmarkt zu Überhitzungen kommt.

Die seit Monaten sinkenden Inflationserwartungen am Markt machen deutlich, dass die EZB-Strategie bisher nicht sehr erfolgreich war. Am meisten Wirkung hatte die EZB bis vor kurzem über die Schwächung des Euro – vor allem gegenüber dem US-Dollar. Die Exportüberschüsse der Eurozone insgesamt sind ihr zentraler Wachstumstreiber. In den USA kommt dieses Abschöpfen von Nachfrage allerdings schlecht an. Auch deshalb sind dort die Erwartungen von weiteren Zinserhöhungen durch die US-Notenbank deutlich geringer.

Schlussfolgerung: Die fundamentalen Schwächen der Eurozone können mit der Geldpolitik nur gemildert, aber nicht gelöst werden. Sie kann – mit immer geringerem Erfolg bei im-

<sup>3</sup> Für Minsky sind die Investoren zu Beginn eines Zyklus noch vorsichtig bei der Finanzierung; die Einnahmen aus den Investitionen reichen aus, um die Kredite zurückzuzahlen. Die scheinbare Stabilität verleitet zu mehr Risiko, eine spekulative Finanzierung erscheint rentabel. Danach werden die Kredite mehr und mehr durch neu aufgenommene Kredite ersetzt. Die Hebelwirkung (Leverage) wird weiter erhöht, nun werden sogar zur Finanzierung der Zinslast Kredite aufgenommen, ein Ponzi-System (benannt nach dem Hochstapler Charles Ponzi) entsteht. Die zentrale Rolle in diesem Prozess spielt der Finanzsektor, der die Risikoscheu ebenfalls ablegt und immer großzügiger Kredite vergibt. Durch die Kreditschöpfung entsteht Geld praktisch »aus dem Nichts«. Durch einen Stimmungswechsel kommt es schlagartig zu Refinanzierungsproblemen. Das Finanzsystem gerät in Not, ein deflationärer Entschuldungsprozess beginnt. Nach dem Mini-Crash hat der Abbau der Schuldenberge noch nicht begonnen, und dass die riskanten Kredite nun bei den Staaten bzw. Zentralbanken liegen, löst nicht das Kernproblem. Gemäß Minsky stehen wir deshalb erst am Anfang eines deflationären Entschuldungsprozesses. Die Zinsen könnten deshalb noch wesentlich länger als erwartet tief bleiben.

mer stärkeren Dosen – bestenfalls die wirtschaftliche Lage etwas stabilisieren. Gelingt auch das nicht, wird sich der Niedergang der Währungsunion beschleunigen. Die Überlebensfähigkeit des Euro hängt auch davon ab, dass sich die wirtschaftliche Lage verbessert. Fällt die Eurozone in eine Rezession, ist der Weiterbestand der Währungsunion nicht gesichert. Das Risiko einer weiteren Verschlechterung der Wirtschaftslage bleibt trotz EZB-Politik hoch.

Im Jahr 2015 betrug der Zinsverlust der Sparer in Deutschland durch den Niedrigzins laut Schätzung der DZ-Bank 71 Mrd. Euro, demgegenüber stehen eingesparte Zinsen der Kreditnehmer in Höhe von 26 Mrd. Euro. Die weitere Absenkung der Negativzinsen belastet vor allem die Ertragslage der Banken. Ausgerechnet jene Branche wird also finanziell geschwächt, die die EZB bisher mit all ihren geldpolitischen Maßnahmen hegt und pflegt, weil sie das Bindeglied zur Realwirtschaft darstellt. Die EZB kann dieses Problem nicht beseitigen, indem sie künftig die Anwendung der Minuszinsen staffelt.

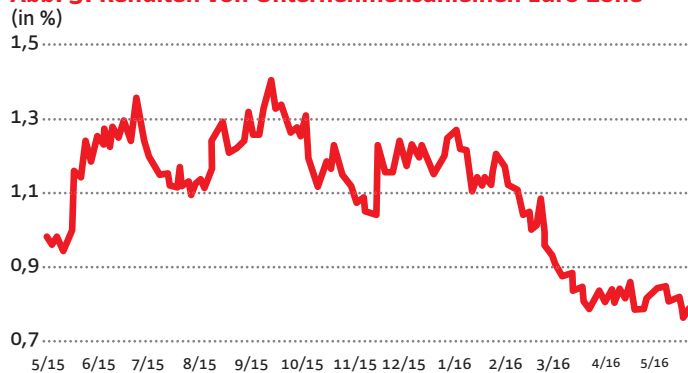
Südeuropa, aber auch große Mitglieder wie Frankreich, stecken in einer Wachstumskrise. Strukturelle Probleme verhindern, dass genügend investiert wird. Die Gesamtkonstellation in Euroland erinnert an japanische Verhältnisse, wo niedrige Inflation und Stagnation der Wirtschaft immer größere Fehlentwicklungen auslösen.

Kein Wunder also, dass die Kritik an der EZB-Politik wächst. Zugespielt: Die unkonventionelle Geldpolitik habe das auf Kredit basierende Wirtschaftssystem in etwas Destruktives verwandelt. Wenn sonst keine Veränderungen zum Positiven gefunden werden, müssen die Zentralbanken die Kurse und die Preise treiben. Das Wirtschaftssystem schein sich von einem Produktionsmodell in ein Recycling von Finanzen zum Wohl von Financiers zu wandeln – »making money on money«. Die Niedrigzinspolitik fördert letztlich – in Kombination mit der »Schuldenbremse« – eine Fehlentwicklung von anlagensuchendem Kapital. Die durch diese Entwicklung getriebenen Vermögenspreise geben den Banken die Möglichkeit, ihre Bilanzen optisch gut und stabil aussehen zu lassen, obwohl sie es angesichts der zunehmenden Zinsänderungsrisiken in den Kernstaaten und den enormen Kreditausfallproblemen in den Peripheriestaaten nicht sind.

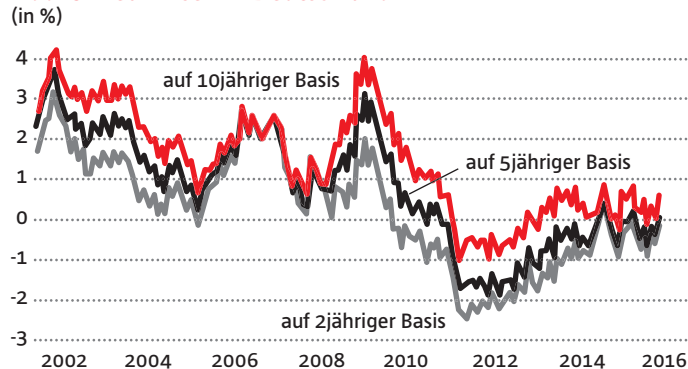
Die EZB-Maßnahmen haben Zeit geschaffen, um eine Verbesserung des Wirtschaftspotenzials zu ermöglichen. Aber durch die Vorherrschaft der Schuldenregelung – sei es mit der Schuldenbremse, sei es über den europäischen Fiskalpakt – sind die Investitionen unzureichend geblieben. Wenn nun ausgerechnet Bundesfinanzminister Schäuble von einer weiteren Verstärkung der EZB-Politik abrät, dann wird die politische Ausweglosigkeit überdeutlich. Schäuble mahnt: Der Weg des zu leichten Geldes führe am Ende ins Unglück. Er würde sich für Deutschland eine andere Geldpolitik vorstellen können. Es geht aber nicht um eine andere Geldpolitik, sondern um die Frage, ob der wirtschaftliche Riese Deutschland eine andere Investitions- und Verteilungspolitik auf den Weg bringt.

Im Juni kaufte die Europäische Zentralbank (EZB) neben Staatsanleihen auf den Sekundärmärkten erstmals Anleihen, die von Unternehmen außerhalb des Finanzsektors begeben wurden. Dabei ist es der EZB auch schon ohne den Kauf eines

**Abb. 5: Renditen von Unternehmensanleihen Euro-Zone**

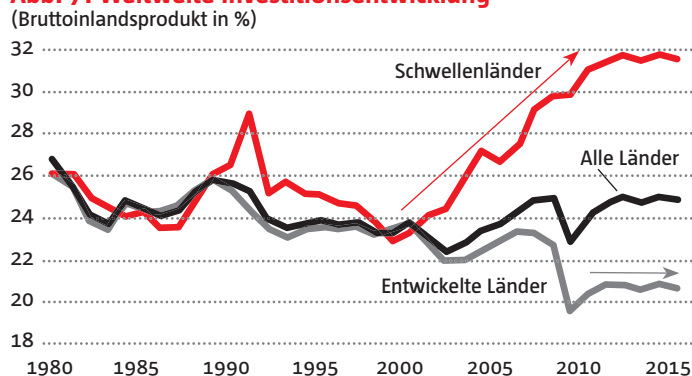


**Abb. 6: Realzinsen in Deutschland**



Quelle: Bloomberg

**Abb. 7: Weltweite Investitionsentwicklung**



einigen Wertpapiers gelungen, die Renditen der Unternehmensanleihen fast auf Rekordtiefs zu drücken. Allein die Möglichkeit massiver Käufe auf dem Corporate-Markt hat dazu geführt, dass nun auch diese Anlageklasse neuerdings negative Renditen verzeichnet. Bei Unternehmensanleihen aus der Eurozone hat der Anteil der Titel mit Negativzinsen inzwischen einen Rekordwert von 2% des Index erreicht. Dieser Prozentsatz wird wahrscheinlich noch steigen, sobald sich das Ankaufprogramm der EZB in den kommenden Monaten beschleunigt (siehe Abbildung 5).

## Schattenseiten der Notenbankpolitik

Weltweit sind in den vergangenen 30 Jahren Staatspapiere mit einem Nominalwert von etwa 16.000 Mrd. Euro ausgegeben worden, die den Anlegern heute unter dem Strich nichts mehr einbringen. Der Nominalwert von Staatsanleihen mit negativer Rendite übersteigt global mittlerweile 10 Bio. Euro, hat die Rating-Agentur Fitch berechnet. Prominent vertreten sind dabei deutsche Anleihen; Laufzeiten unter fünfeinhalb Jahren kann die Bundesbank nicht mehr kaufen, da die Rendite unter dem Einlagensatz (-0,4%) der Europäischen Zentralbank (EZB) liegt.

Negative Zinsen sind umstritten – selbst unter den Zentralbanken. Während europäische Notenbanken, vor allem die EZB und die Schweizerische Nationalbank, negative Zinsen als logische Fortführung ihrer Niedrigzinspolitik ansehen, hat die US-Notenbank das Unterschreiten der Null-Prozent-Grenze nie als potenzielles geldpolitisches Instrument angesehen. Für europäische Notenbanken besteht ein Kontinuum von positiven zu negativen Zinsen, für die US-Notenbank existiert dagegen eine klare Untergrenze, ab der die traditionelle Zinspolitik nicht mehr eingesetzt werden kann und quantitative Maßnahmen ergriffen werden müssen. Die Politik der negativen Zinsen hat Grenzen, da der Punkt kommt, an dem die Negativzinsen höher sind als die Kosten zur Sicherung von Bargeld und Anleger dieses in größeren Mengen zu halten beginnen. Die seit einiger Zeit geführte Diskussion über Vorschläge, Bargeld vollständig durch elektronische Zahlungsmittel zu ersetzen, hat denn auch neuen Schwung erhalten (siehe Abbildung 6).

Nach mehreren Jahren immer aggressiverer geldpolitischer Maßnahmen wird zunehmend deutlich, dass die EZB die langfristige Stabilität der Eurozone riskiert, wenn sie weiter auf eine breite quantitative Lockerung und negative Zinsen setzt. Die EZB reagiert mit immer extremeren geldpolitischen Maßnahmen. Dies führt zu Fehlallokationen in der Realwirtschaft, die sich nur zu immer höheren Kosten wieder beheben lassen wer-

den. Die Verlierer sind die Sparer, während sich Aktien- und Immobilienbesitzer die Hände reiben.

## In der Liquiditätsfalle

Nach 2007, als die Politik im Zeichen der Finanzkrise agierte, stand der Schuldenabbau im Zentrum. Die Ablösung des »Pump-Kapitalismus« beginne mit einer Politik finanzieller Repression oder des umfassenden »deleveraging« (Abbau von Verbindlichkeiten). Die Kritik an dieser Politik lautete: Wenn Regierungen und Private sich auf Deleveraging konzentrieren, bremsst das die Konjunktur.

Die Ergebnisse sind widersprüchlich: Die privaten Haushalte in vier Kernländern der Finanzkrise (USA, Großbritannien, Spanien und Irland) haben die Schulden verringert, doch in vielen anderen Staaten ist das Schulden-Einkommen-Verhältnis gestiegen, teils sogar auf ein höheres Niveau als seinerzeit in den Krisenstaaten. Die Regierungen haben sich nach der Finanzkrise weiter verschuldet oder sahen sich teils dazu gezwungen. Ein Deleveraging der meistverschuldeten Staaten setzt Wachstumsraten und/oder Budgeteinschnitte voraus, die illusorisch hoch sind.

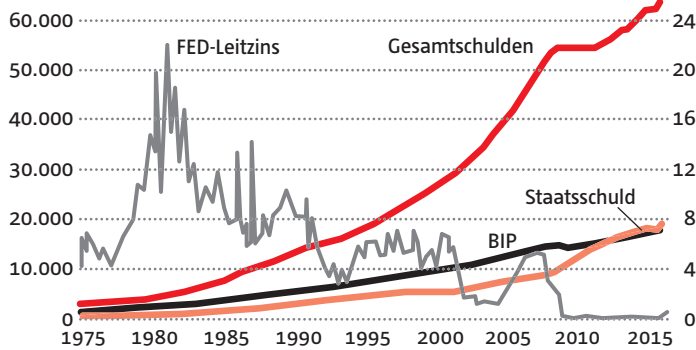
Eine Studie des IWF (2015) belegt: Im Zeitraum von 2008 bis 2014 sind die privaten Investitionen in den wohlhabenden westlichen Ländern um ein Viertel hinter früheren Trends zurückgeblieben. Billiges Geld treibt die Börsenkurse in immer lichtere Höhen, während gleichzeitig weniger Mittel in neue Maschinen, Anlagen und Know how fließen.

Weltweit gibt es in den kapitalistischen Hauptländern ein reichliches Angebot an anlagesuchendem Kapital, was sich – bei der deutlich ausgeprägten Abneigung zu privatkapitalistischen oder öffentlichen Investitionen – in einer starken Tendenz zu niedrigen Zinsen niederschlägt. Die wichtigen Notenbanken beugen sich diesem Trend und verstärken diese Entwicklung ihrerseits durch eine Niedrigzinspolitik (siehe Abbildung 7).





**Abb. 8: Gesamtschulden in den USA relativ zum BIP**  
(linke Skala: Mrd. \$; rechte Skala: FED-Leitzins in%)



Über den Grund dieser Entwicklung gibt es eine heftige internationale Debatte – Titel »säkulare Stagnation« –, die noch zu keiner Kohärenz der Positionen geführt hat.<sup>4</sup> Weniger strittig ist die Konsequenz der Diagnose: Die kapitalistischen Ökonomien stecken in einer Liquiditätsfalle. Das heißt, die Tendenz zur »säkularen Stagnation« bedeutet stark abgeflachte Zuwachsraten der Wirtschaft, geringe Preissteigerungsraten (Letzteres wird als Deflation bezeichnet) und gleichzeitig agieren die Notenbanken an der untersten Grenze ihrer Leitzinsen, die nicht viel tiefer als Null liegen können.

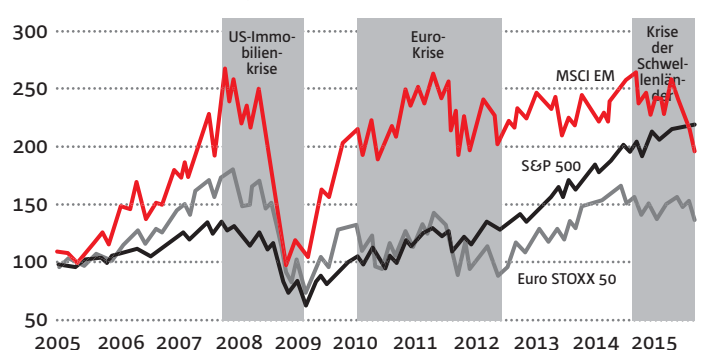
Zugleich herrscht auf den internationalen Finanzmärkten eine ausgeprägte Unsicherheit über die Instabilität vor. Die aktuelle Situation wird als außerordentlich labil eingeschätzt. Seit Beginn der Finanzkrise habe keine globale Entschuldung stattgefunden. Derivative Produkte hätten nicht an Komplexität verloren, ihr enormes Volumen sei weiter gewachsen. Politiker und Notenbanker hätten sich mit ihrer Politik der hohen Verschuldung und riskanter, ungeprüfter Maßnahmen, die nicht auf gestärktes Wachstum und erhöhte Finanzstabilität, sondern auf mehr Inflation ausgerichtet seien, ihrer Verantwortung gegenüber ihren BürgerInnen entledigt.

Hält man sich an den Bericht »World Economic Situation and Prospects 2016« der Vereinten Nationen, so ist die ökonomische Lage weitaus kritischer zu beurteilen. Sieben Jahre nach Ausbruch der globalen Finanzkrise von 2007/2008 und der nachfolgenden Wirtschaftskrise stolpert die Weltwirtschaft noch immer vor sich hin. Die durchschnittliche Wachstumsrate in den Entwicklungsländern ist seit der Krise um über 50% zurückgegangen.

In den Industrieländern sind schätzungsweise 44 Mio. Menschen ohne Arbeit – das sind rund zwölf Mio. mehr als 2007 –, während die Inflation ihren niedrigsten Stand seit der Krise erreicht hat. Besorgniserregend ist, dass auch die Wachstumsraten in den hochentwickelten Ländern fragil und abgeschwächt sind. Die expansive Geldpolitik seitens der wichtigen Zentralbanken hat weder den Konsum noch die Investitionstätigkeit angeregt.

Die Investitionen sind seit Langem rückläufig. Der gesamtgesellschaftliche Kapitalstock wird nicht im notwendigen Umfang erneuert. Darüber hinaus haben die amerikanischen Geschäftsbanken die Kreditvergabekriterien für Firmen nunmehr seit mehreren Quartalen verschärft. Die Kreditvergabekriterien

**Abb. 9: Dritte Phase der Finanzkrise?**  
(Indizierte Kursentwicklung, 2005 = 100)



Quelle: Datastream, Goldman Sachs

sind ein Frühindikator für die Investitionsausgaben und die Kreditausfälle – die Verschärfung lässt auf einen Anstieg der Kreditausfälle in den kommenden Monaten und auf eine anhaltend schleppende Investitionstätigkeit der Unternehmen schließen (siehe Abbildung 8).

### Fragiler Wirtschaftszyklus und Finanzmarktkapitalismus

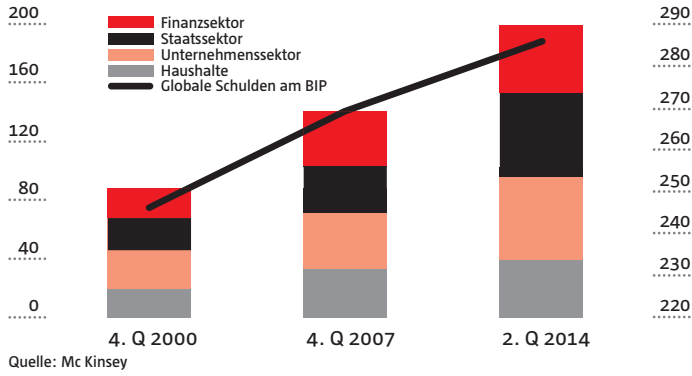
Die Erwartungen für die Weltwirtschaft in der näheren Zukunft sind sehr bescheiden. Europa verharrt in einer hartnäckigen Stagnation. Das Wachstum in China hat sich deutlich verlangsamt. Dasselbe gilt für andere Schwellenländer. In Asien fallen die Exporte in praktisch allen Ländern, Brasilien und Russland befinden sich in der Rezession. Seit dem Jahrtausendwechsel trugen die Schwellenländer einen bedeutenden Teil zum Wachstum der amerikanischen Unternehmensgewinne bei. Damit ist jetzt Schluss. Deshalb dürfte sich auch die US-Konjunktur abkühlen.

Goldman Sachs warnt in einer Studie vor einer dritten Welle der Finanzkrise. Das finanzielle Desaster, das vor neun Jahren mit dem Zusammenbruch des US-Immobilienmarktes und des Investment Banking begonnen habe, sei jetzt in eine dritte Phase eingetreten. Wegen der Niedrigzinsen ist seit der Finanzkrise vor allem aus den USA viel Kapital in Schwellenländer wie China oder Brasilien geflossen. Das trug dazu bei, dass sich dort an den Märkten Blasen bildeten und die Währungen unter Aufwertungsdruck gerieten. Das billige Geld bei relativ hohem Wachstum trieb die Verschuldung voran.

Mit dem Aufschub von weiteren Zinserhöhungen hat die FED zugegeben, dass auf die rezessive Tendenz in den meisten Schwellenländern Rücksicht zu nehmen ist. Angesichts des starken US-Dollars, der Verknappung der Liquidität und des sich abkühlenden Wachstums wird die FED die Zinsen nur leicht verändern; die Globalökonomie steht vor einer folgenreichen Weggabelung (siehe Abbildung 9).

Seit der großen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 hat es ein massives Gegensteuern der Notenbanken und der Regierungsapparate gegeben. Weltweit sind 550 Zinssenkungen zu verzeichnen, das Zinsniveau ist mittlerweile extrem niedrig, also Kredite ziemlich günstig und zugleich sind die Notenbanken einer expansiven Geld- und Kreditpolitik verpflichtet.

**Abb. 10: Anstieg der globalen Schulden und ihre Struktur**  
(linke Skala: US \$/tn; rechte Skala: BIP in %)



Rund um den Globus wird die Nachfrage stimuliert. Aber das viele Geld der Notenbanken will einfach nicht helfen, die Weltwirtschaft stottert. Die privatkapitalistischen Sektoren expandieren trotz günstigem Kreditangebot nicht. Mehr noch: Selbst der IWF warnt vor der gewachsenen Crash-Gefahr auf den Weltfinanzmärkten. Einen möglichen Funken stellt gemäß IWF die Normalisierung der US-Geldpolitik dar.

Ein Auslöser der globalen Finanzkrise von 2007 war der zum Zerreißen angespannte Kredit: Hausbesitzer in den USA, Großbritannien und Irland, die ihre Schulden nicht mehr bedienen konnten, Baukonzerne in Spanien, die sich übernommen hatten, Großbanken, die mit viel zu viel Fremd- und zu wenig Eigenkapital gearbeitet hatten. Die nachfolgende Bereinigung zielte auf die Konsolidierung der Kreditketten im Finanzzyklus. Das Deleveraging fand nur unzureichend statt. Der Wert der global ausstehenden Schulden ist in den vergangenen Jahren nochmals

deutlich gestiegen. Die fragile Qualität der Schulden hängt an den niedrigen Zinsen (siehe Abbildung 10).

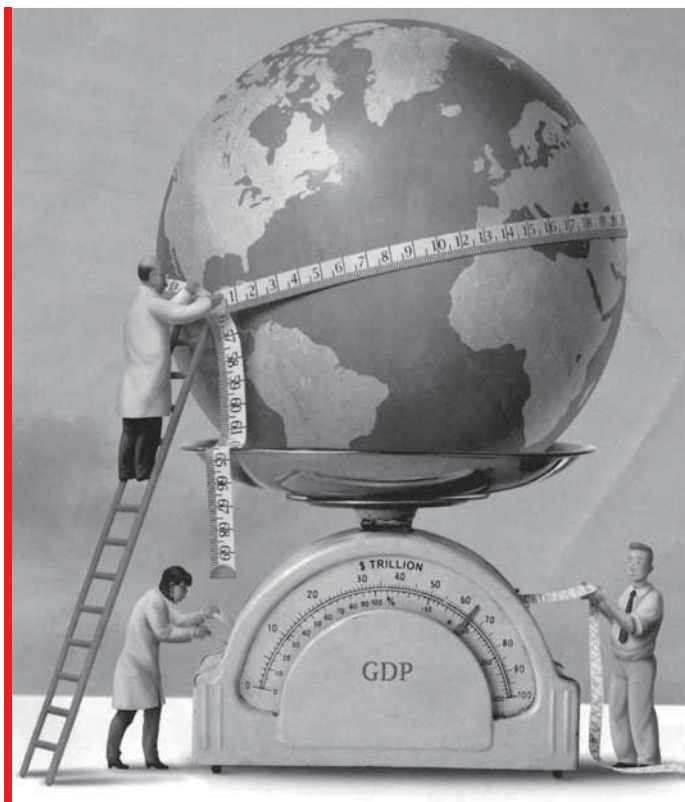
Neun Jahre sind seit der Großen Krise 2007/08 vergangen. In den Zeiten eines ausgebildeten Wirtschafts- oder Konjunkturzyklus wäre ein zügiger Aufschwung längst in eine erneute rezessive Entwicklungsphase umgeschlagen, denn in der Regel lässt die wirtschaftliche Erholung nach so langer Zeit bereits wieder nach. Im aktuellen Fall hat sie noch gar nicht richtig eingesetzt. Nur in den USA hat sich die Konjunktur zu festigen begonnen. In Europa lässt der Aufschwung auf sich warten, in Asien ebenso. Desgleichen in Lateinamerika, wo strukturelle Probleme die Region immer wieder einholen.

Aufgrund von Unsicherheit über die weitere Entwicklung halten Menschen ihre Ausgaben und Unternehmen ihre Investitionen zurück. Dies führt zur Schwächung der Wirtschaft, wodurch die Ängste bestätigt werden und noch weniger ausgegeben und investiert wird. Es gibt auf der globalen Ebene keinen Abschwung, aber höchst disparate Entwicklungen und in der Summe eine depressive Stagnation. Obwohl die Finanzkrise von 2008 vorbei ist, sind wir immer noch in diesem Kreislauf gefangen.

Es ist nicht auszuschließen, dass erneut die schwächsten Glieder in der globalen Finanzkette bersten. Sicher ist: Die Zeit, als es mit China nur aufwärts ging, die Rohstoffpreise stetig stiegen und Rohstoffexporteure von Brasilien bis Australien müheles an Chinas Wachstum partizipieren konnten, ist vorbei. Und die beständigen Korrekturen der Wachstumsprognosen des IWF für China belegen, wie schwierig die Prognose der weiteren Entwicklung ist.

Die Kritik an den Notenbanken, speziell an der EZB und ihrer Politik der Negativzinsen und Wertpapierkäufe, ist in letzter Zeit heftiger geworden,<sup>5</sup> nicht zuletzt, weil das Ziel einer Inflation von gegen 2% sich nicht einstellen will. Auch lässt das Wirtschaftswachstum der Euro-Zone weiterhin zu wünschen übrig. So hat die Wirtschaftsleistung erst jetzt wieder den Stand von vor Ausbruch der Finanzkrise vor neun Jahren erreicht. Zudem mehren sich die Warnungen vor negativen Verteilungswirkungen der Notenbankpolitik.

Die Negativzinspolitik führt nicht zu einer kreditfinanzierten Erhöhung von Konsum und Investitionen, ist kein Auslöser für höhere Inflation und resultiert, wie Franken, Euro und Yen zeigen, nicht zwangsläufig in einer Schwächung der Währung. Die EZB verschärft das Problem der schwachen Banken und der notleidenden Kredite (über 1,2 Bio. Euro). Sie und die anderen No-

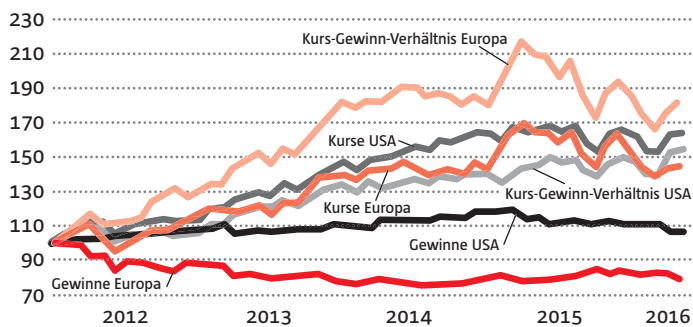


Karikatur: Economist

<sup>4</sup> Die wichtigsten Aspekte der Erklärung für das Überangebot an Geldkapital: a) Veränderung in den demokratischen Strukturen mit Auswirkungen auf das Sparverhalten – beeinflusst durch staatliche Regelungen der Alters-einkommen; b) eine geringe Kapitaltiefe der modernen Produktion. Die heute führenden Industrien (besonders im Software-Bereich) benötigen weit weniger Kapital als die einstigen Schwerindustrien und daher auch deutlich weniger Investitionen; c) der geringere Preis von Investitionsgütern; d) die größere Ungleichheit. Die Reichen konsumieren anteilmäßig weniger, was einer größeren Vermögensbildung bzw. Ersparnis entspricht; e) Ex-FED-Chef Bernanke erklärt das gefallene und anhaltend tiefe Zinsniveau mit einem internationalen Überfluss (englisch »glut«) an Ersparnissen, der vor allem durch Länder mit Nettoexportüberschüssen, insbesondere China und Deutschland, geschaffen werden.

<sup>5</sup> Vgl. dazu David Folkerts-Landau, Chefvolkswirt Deutsche Bank: Die EZB muss Kurs ändern, 8. Juni 2016, db Standpunkt.

**Abb. 11: Aktienkurse steigen nicht wegen der Gewinne**  
(Indizierte Kursentwicklung)



Quelle: UBS, SG Quant

tenbanken sind gut beraten, angesichts der zweifelhaften Resultate ihre Strategien zu überprüfen (siehe Abbildung 11).

Die EZB kann die Probleme der Währungsunion nicht im Alleingang lösen. Bei einem bunten Haufen von Volkswirtschaften, wie die Euro-Zone einer ist und wohl noch länger bleiben wird, ist die einheitliche Geldpolitik schon in »normalen« Zeiten alles andere als einfach.

In und nach Krisenzeiten, wenn die Heterogenität im Währungsraum besonders akzentuiert ist, manifestieren sich ihre Grenzen schonungslos. Unterschiedliche Wirtschaftsstrukturen, Branchengewichtungen, aussenwirtschaftliche Offenheiten oder staatliche Regulierungen erfordern in Krisen unterschiedliche Reaktionsmuster seitens der Politik. Die Geldpolitik ist aber für alle dieselbe. Sie kann weder die Strukturschwächen des einen Mitgliedslandes ausbügeln, noch die Arbeitsmärkte des anderen flexibler machen. Sie kann lediglich schlecht und recht die Geldpolitik für alle 300 Mio. BürgerInnen der Euro-Zone gestalten. Mehr noch: Seit 2007/08 hat sich der Trend der Verschuldung dank tiefer Zinsen und aktiver Geldpolitik weiter beschleunigt. Die Schulden von Staaten (9,3% p.a.), privaten Haushalten (2,8%) und Nicht-Finanzunternehmen (5,9%) steigen seit 2007 weltweit weiterhin drastisch und immer noch schneller als die Wirtschaft.

Produktive Schulden sind Kredite, die künftiges Einkommen ermöglichen, zum Beispiel Investitionen. Unproduktive Schul-

den dienen lediglich dem Konsum, den man sich aus dem normalen Einkommen nicht leisten kann. Ein immer größerer Teil der Schulden in den letzten 40 Jahren war unproduktiv. Dieser vorgezogene Konsum fällt nun weg, was das Wirtschaftswachstum schwächt. Zusätzlich führen die Bemühungen der Schuldner, ihre Schuldenlast zu senken, zu einem weiteren Rückgang der Nachfrage.

Ein immer größerer Teil der neuen Schulden dient nicht mehr dazu, weitere Nachfrage zu erzeugen, sondern die Illusion einer Bedienung der bestehenden Schulden aufrechtzuerhalten. Hat ein US-Dollar neue Schulden in den 1960er Jahren noch zu rund 70 Cent zusätzlichem Bruttoinlandsprodukt geführt, so liegt die Quote heute nur noch wenig über Null. Trotz tiefer Zinsen sind immer weniger potenzielle Schuldner in der Lage, Schulden zu machen, um zu konsumieren oder zu investieren. Das Gleiche gilt für die Schwellenländer, allen voran China, die in den letzten Jahren die Verschuldung drastisch erhöht haben.

Die weiteren Aussichten: Die Wirtschaft stagniert, deflationäre Tendenzen nehmen zu. Ein immer größerer Teil der Schulden ist nicht mehr bedienbar und es drohen Zahlungsausfälle. Der Austritt Großbritanniens aus der EU und die Sorge vor einer schwächeren Konjunktur belasten die Konstellation einer deflationären Abwärtsspirale weiter. Das Ausmaß der Negativzinsen ist historisch einmalig. Die Konstellation treibt Investoren in risikoreichere Investments und destabilisiert das Finanzsystem.

Die Politik der Notenbanken, mit negativen Zinsen und Anleihekaufprogrammen das Wachstum und die Inflation anzukurbeln, zeigt bis jetzt nicht die gewünschte Wirkung. Stattdessen nimmt das Maß der Verzerrungen an den Kapitalmärkten stetig zu: Zinsen dienen heute nur noch bedingt als Risikoprämie, und die Steuerungsfunktion des Zinses ist weitgehend abgeschafft. Weil Geld so billig ist wie nie zuvor, steigt auch die Gefahr von Fehlallokationen – im privaten wie im öffentlichen Sektor. Schließlich: Eine Trendwende hin zu steigenden Zinsen ist nicht absehbar. Der Markt für Staatsanleihen gerät immer stärker aus den Fugen.



iz3w



## Separatismus – more Borders, more Nations

*Außerdem:* Linke in Lateinamerika |  
Kohleproteste in Bangladesch |  
Sozialpsychologie des Djihadismus

52 Seiten, € 5,30

[www.iz3w.org](http://www.iz3w.org)

iz3w ▶ Zeitschrift zwischen Nord und Süd

# Probelesen

Wenn diese Probe-Lektüre Sie davon überzeugen konnte, dass Sozialismus das Richtige für Sie mit fundierten Beiträgen zu den Themen

- Berliner Republik/Die neue LINKE
- Wirtschaft & Soziales/Forum Gewerkschaften
- Internationales/Krieg & Frieden
- Buchbesprechungen/Filmkritiken
- sowie zweimonatlich einem Supplement zu theoretischen oder historischen Grundsatzfragen

ist, sollten Sie gleich ein Abo bestellen (und eines der Bücher aus dem VSA: Verlag als Prämie auswählen). Wenn Sie weitere Argumente benötigen, nehmen Sie ein Probeabo. Beides geht mit dem beigegeführten Bestellschein (bitte auf eine Postkarte kleben oder faxen an 040/28 09 52 77-50)

- Ich abonniere Sozialismus ab Heft \_\_\_\_\_ zum Preis von € 70,- (incl. Porto; Ausland: + € 20 Porto).  
Ich möchte die Buchprämie  Wer rettet  Mandel  Urban
- Ich abonniere Sozialismus ab Heft \_\_\_\_\_ zum verbilligten Preis von € 50,- (für Arbeitslose/Studenten).  
Ich möchte die Buchprämie  Wer rettet  Mandel  Urban
- Ich bestelle ein Sozialismus-Probeabo ab Heft \_\_\_\_\_ (3 Hefte zum Preis von € 14,-/Ausland € 19,-).
- Bitte schicken Sie mir ein kostenloses Probeexemplar.

\_\_\_\_\_  
Name, Vorname

\_\_\_\_\_  
Straße

\_\_\_\_\_  
Plz, Ort

\_\_\_\_\_  
Datum, Unterschrift

Mir ist bekannt, dass ich diese Bestellung innerhalb einer Woche bei der Redaktion Sozialismus, St. Georgs Kirchhof 6, 20099 Hamburg, widerrufen kann. Zur Fristwahrung genügt die rechtzeitige Absendung des Widerrufs.

\_\_\_\_\_  
Datum, 2. Unterschrift

Bitte als  
Postkarte  
freimachen

Antwort

Redaktion Sozialismus  
Postfach 10 61 27  
20042 Hamburg

## Abo-Prämie

Eines dieser Bücher aus dem VSA: Verlag erhalten Sie, wenn Sie Sozialismus abonnieren oder uns eine/n neuen AbonnentIn nennen (nicht für Probeabo). Bitte auf der Bestellkarte ankreuzen!

Mehr zum Verlagsprogramm:  
[www.vsa-verlag.de](http://www.vsa-verlag.de)

