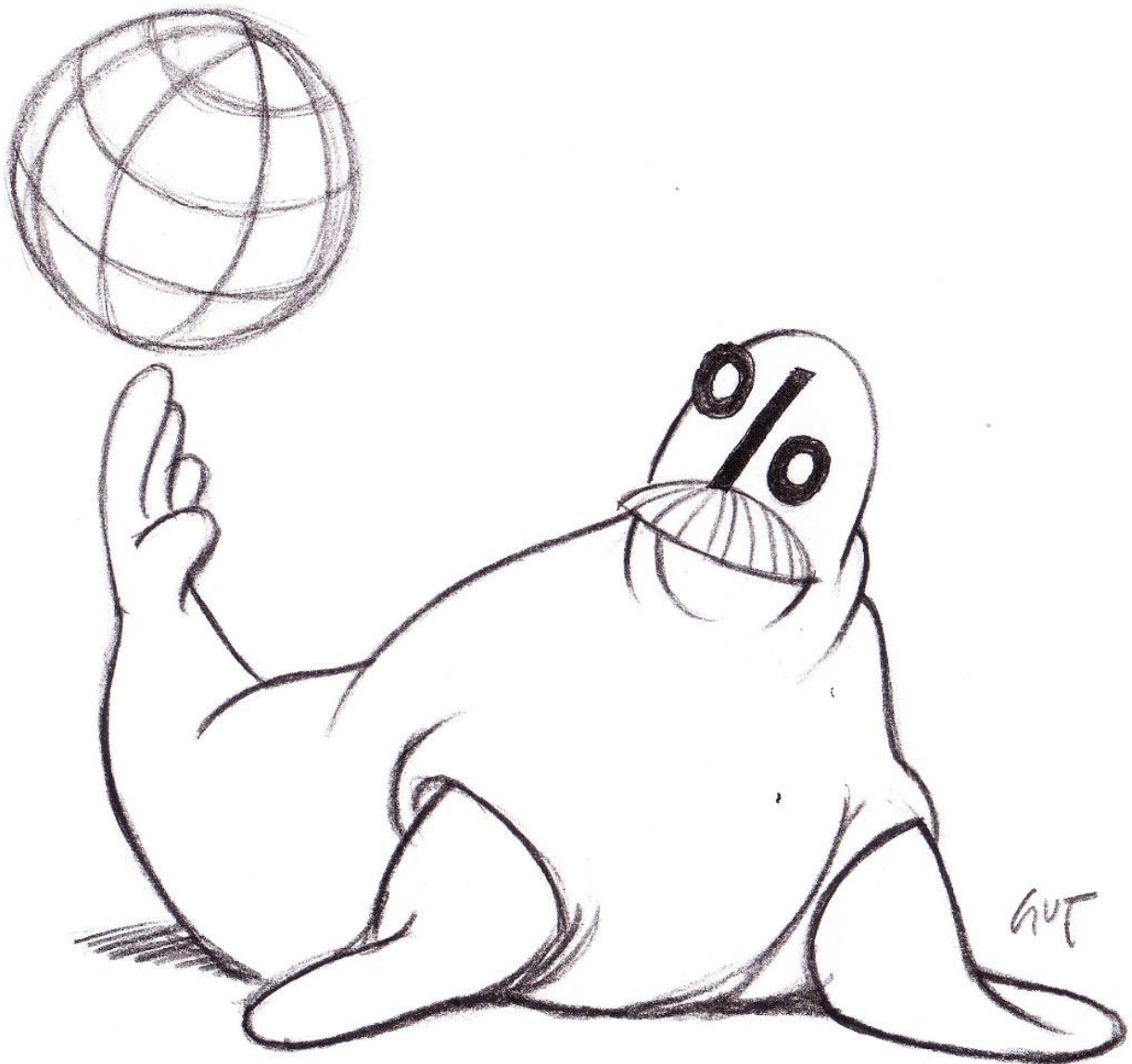


# Wirtschaft im Umbruch Geldpolitik mit Grundlagenirrtum

12.12.2016, 05:30 Uhr

Die Weltwirtschaft wird immer produktiver. Die entsprechenden Wertsteigerungen bleiben in unseren Messgrößen aber unberücksichtigt. Das führt zu geldpolitischen Fehlschlüssen.



(Illustration: Peter Gut)

Die Debatte über geldpolitische Belange, insbesondere über die ausserordentlich tiefen, in bestimmten Währungen negativen Zinsen, wird

von zwei Denkschulen beherrscht: Auf der einen Seite verlangen die Neo-Keynesianer «more of the same» (Paul Krugman), das heisst eine Fortsetzung der mit unkonventionellen Mitteln wie Quantitative Easing (QE) durch die Notenbanken instrumentalisierten Geldpolitik. Dies, um der «säkularen Stagnation» ein Ende zu setzen.

Die andere, eher neoklassisch bis monetaristisch argumentierende Seite warnt eindringlich vor drohenden Inflationsgefahren und anderen langfristigen volkswirtschaftlichen Schäden infolge zu hoher Versorgung des Systems mit Liquidität. Sie empfiehlt eine möglichst rasche Rückkehr zur geldpolitischen Normalität. Beide Standpunkte, der akkommodierende und der restriktive, leiden am selben Mangel: Die von ihnen stipulierten Wirkungen treten nicht ein.

## **Drei Strukturbrüche**

So erscheinen auf der einen Seite die Wachstumswahlen auch nach vielen Jahren tiefster Zinsen und aggressiver Kaufprogramme am Obligationenmarkt unverändert schwach. Und auf der anderen Seite will und will der angedrohte Anstieg der Inflation nicht eintreten. Was resultiert, ist ein Patt von Ansichten und Modellen und eine um sich greifende Ratlosigkeit.

Den zyklisch ausgerichteten Modellen der Weltwirtschaft kann ein alternativer, strukturell basierter Denkansatz gegenübergestellt werden. Es können drei entscheidende Strukturbrüche identifiziert werden, welche die wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Voraussetzungen so grundlegend verändern, dass zyklische Modelle problematische Resultate erzeugen. Da zu diesen Resultaten nicht zuletzt die von den Notenbanken gepflegte Tiefzinspolitik gehört, kommt der Kritik eine entsprechende Aktualität zu. Die Grundlage dazu kann anhand der folgenden Linie aufgezeigt werden:

**Pro Einheit Lebenszeit steht dem Konsumenten mehr Wohlbefinden zur Verfügung.**

Der erste der genannten Strukturbrüche betrifft die dramatische Reduktion, ja Elimination von [Informations- und Transaktionskosten](#) durch neue, auf modernster Datentechnologie beruhende Geschäftsmodelle. Die Implikationen dieses Jahrhundertsshocks für die volkswirtschaftlichen Zusammenhänge und Aggregate sind noch überhaupt nicht berücksichtigt und verarbeitet. Aber Begriffe wie «säkulare Stagnation» oder «Deflationsgefahr» wirken deplaciert, wenn dank deutlich tieferen Kosten mengenmässig deutlich mehr konsumiert wird.

Der in die Prozesse einbezogene Konsument kommt laufend zu kostenlos gewährten, markanten Wertsteigerungen seiner Endgeräte wie zum Beispiel des Smartphones oder des Tabletcomputers. Wohin das Auge schaut, verbessert sich seine Situation stetig. Sein Komfort, ökonomisch gesprochen sein Nutzen («Utility»), hat sich wesentlich verbessert und erhöht. Er ist irgendwie «reicher» geworden: Pro Einheit Lebenszeit steht ihm mehr Wohlbefinden zur Verfügung. Oder umgekehrt: Er hat mehr frei verfügbare Zeit, weil die zur Erzielung von Wohlbefinden führenden Verrichtungen effizienter geworden sind.

## **Persönlich produktiver geworden**

Das trifft auf viele Anwendungen zu. Unsere Bundesbahnen zum Beispiel liefern uns in einem überaus [intelligenten Fahrplan](#) wahrscheinliche Fahrziele – ausgewählt nach dem jeweiligen Standort, der Tageszeit und früher gewählten Zielen. Unser Output pro Stunde individuellen Daseins ist deutlich gestiegen, wir sind persönlich produktiver geworden, und diese persönliche Produktivität hat sich erst noch in die Arbeit hineingefressen, die früher von Dritten wahrgenommen wurde und von uns bezahlt werden musste. Die schöne neue Welt zeichnet sich dadurch aus, dass wir vieles gratis bekommen und dass wir für vieles gratis «arbeiten».

Der zweite analytisch hergeleitete Strukturbruch beschreibt die Verwischung der Produktionsfunktion zwischen Anbieter und Konsument. Letzterer ist zum mit produzierenden Teilnehmer in einer sich

völlig neu formierenden Volkswirtschaft geworden, und dank dem Einsatz von effizienzsteigernden Applikationen wird dieser Konsument noch enorm produktiv. Von «schleppendem Produktivitätswachstum» der Weltwirtschaft, wie es die traditionelle Makroökonomie nennt, kann deshalb keine Rede sein.

Als Drittes schliesslich ergibt sich eine deutliche Erweiterung des Kapitalstocks, weil durch moderne Technologien vorhandenes Real- und Humankapital deutlich effizienter genutzt werden kann. Ohne dass viel Kapital zusammengekratzt werden muss, entstehen praktisch aus dem Nichts gewichtige neue Unternehmungen. Airbnb ist längstens zur grössten «Hotelkette» der Welt geworden, ohne dass auch nur ein Gebäude hätte gebaut werden müssen. Durch Uber entstand eine der grössten Taxiflotten der Welt, ohne dass auch nur ein einziges Auto hätte dazugekauft werden müssen. Vielmehr wird vorhandenes Realkapital deutlich besser genutzt, indem Wohnungen zeitweise untervermietet oder Privatautos einfach effizienter genutzt werden, kombiniert mit dem offenbar auch unternutzten Humankapital der Autobesitzer.

## **Kaum ablesbare Wirklichkeit**

Die fraglos in allen Bereichen von Wirtschaft und Gesellschaft beobachtbaren Wertsteigerungen finden allerdings kaum Eingang in die Zahlen des Bruttoinlandprodukts (BIP), welches die Basis zur Messung des Wirtschaftswachstums bildet. Die beschriebenen «Produktivitätssteigerungen» auf individueller Basis werden bei der Messung der Produktivität nicht berücksichtigt.

Ausgeklammert bleibt auch die Tatsache, dass sich unser Warenkorb nicht lediglich von Jahr zu Jahr im Laspeyresschen Sinn ein wenig verändert, sondern dass uns alle paar Monate massiv unterschiedliche, deutlich verbesserte neue Produkte vorgelegt werden, die mit den noch vor kurzem erworbenen nur noch wenig gemeinsam haben.

**Ohne dass viel Kapital zusammengekratzt werden muss, entstehen praktisch aus dem Nichts gewichtige neue Unternehmungen.**

Die so fundamental andersartige und anhand traditioneller Aggregate (wie der BIP-Zahlen oder der Inflationsrate) schwer ablesbare Wirklichkeit führt zu Fehlschlüssen in der ökonomischen Lagebeurteilung, namentlich durch die Notenbanken. Aufgrund angeblich tiefer Inflationsraten, angeblich zu geringen Wachstums (gemessen am BIP), angeblich tiefer Investitionstätigkeit, anscheinend immer noch zu hoher Arbeitslosigkeit und offenbar geringer Kredittätigkeit der Banken, kurz einer angeblichen «säkularen Stagnation», wird weiterhin, das heisst sechs Jahre nach der Banken- und Staatsschuldenkrise, massives Geldmengenwachstum angestrebt und werden zu diesem Zwecke die Zinsen extrem tief gehalten.

Die Europäische Zentralbank geht bekanntlich noch einige Schritte weiter, indem sie neben den in den negativen Bereich gezwungenen Kurzfristzinsen über die Ausdehnung des Quantitative Easing auch die Langfristzinsen zu kontrollieren versucht. Mittels massiver Eingriffe in den Obligationenmarkt der eigenen Währung hat sie bis heute dieses Ziel erreicht und gleich auch noch die Risikoprämien für schlechtere Schuldner praktisch eliminiert.

## **Ausserordentliche Situation**

Eines scheint klar: dass aufgrund der diskontinuierlichen, das heisst weitestgehend ausserordentlichen Situation, welche ein Technologiesprung nun einmal nach sich zieht, sowohl der Messung von Einflussgrössen als auch den angewandten Modellen mit grösster Vorsicht zu begegnen ist. Die bis anhin festzustellende (und aufgrund des technologischen Fortschritts auch begründbare) Abwesenheit eines Teuerungsdrucks ist noch lange kein hinreichendes Argument, um eine ultragrosszügige Geldpolitik weit über die durch die Finanzkrise (möglicherweise) gegebene Notwendigkeit hinaus zu perpetuieren.

Fazit: Das Fed hätte die Zinsen längst anheben können und sollen, und in seinem Gefolge hätten die übrigen relevanten Notenbanken über genügend Spielraum verfügt, um die verzerrende und immer verheerendere Tiefzinspolitik zu beenden.

**Konrad Hummler** war Teilhaber der Privatbank Wegelin und Verwaltungsratspräsident der NZZ. Er wirkt als Partner seiner Beratungsfirma M1, die zu strategischen Zeitfragen die Publikation «Bergsicht» herausgibt.

## **Newsletter NZZ am Abend**

Erfahren Sie, was heute wichtig war, noch wichtig ist oder wird! Der kompakte Überblick am Abend, dazu Lese-Empfehlungen aus der Redaktion. [Hier können Sie sich mit einem Klick kostenlos anmelden.](#)

[Feedback](#)