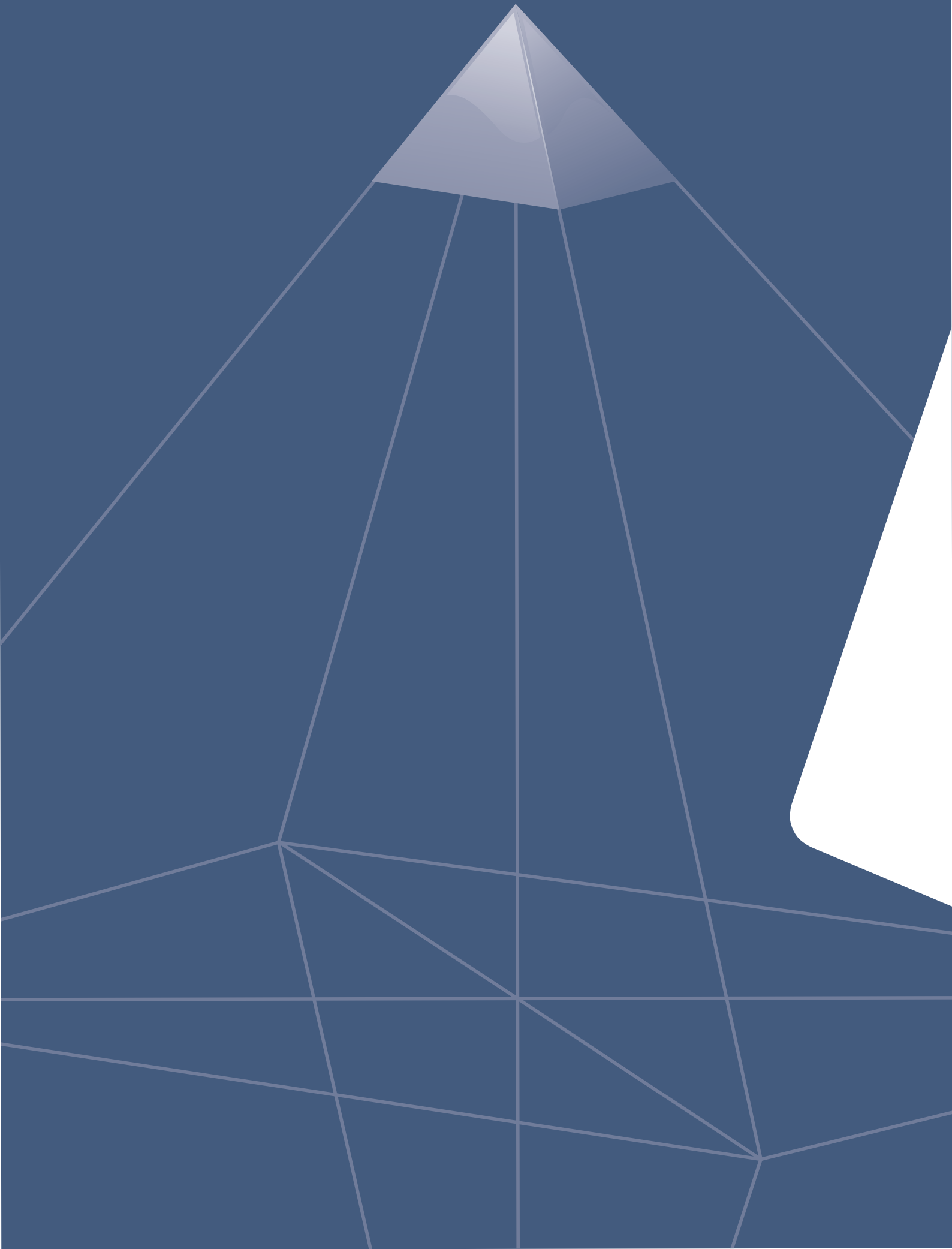


# *Overt Monetary Finance (OMF) and its Implications*

*Blessing or Curse?*

„Die Geldpolitik in Europa ist fehlgeleitet, stellt eine Studie des FERI Cognitive Finance Institutes fest, die in Zusammenarbeit mit Richard Werner, Professor für Internationales Bankwesen an der University of Southampton und Begründer des QE-Begriffs, erstellt wurde.“  
Bankmagazin vom 01.08.2017



# *Overt Monetary Finance (OMF) and its Implications*

*Blessing or Curse?*

*Prof. Dr. Richard A. Werner*

*André Dragosch*

*Dr. Heinz-Werner Rapp*



Bad Homburg/Southampton, April 2017

## Vorwort

Liebe Leserinnen und Leser,

Seit mittlerweile fast 10 Jahren erleben Finanzmarkt-Teilnehmer und breite Öffentlichkeit eine **neue Realität**: In der Zeit nach der „Großen Finanzkrise“ haben die wichtigsten Notenbanken weltweit durch „*Quantitative Easing*“ (Q.E.) in bisher kaum vorstellbarem Umfang neues Geld geschöpft. Allgemein wird angenommen, dass dadurch ein noch schärferer globaler Absturz, möglicherweise sogar eine weltweite Depression, verhindert werden konnte.

Obwohl die Wirkungen reiner Geldpolitik durchaus umstritten sind, wurden in letzter Zeit zahlreiche Vorschläge zu einer **noch aktiveren Nutzung unkonventioneller Geldpolitik** und monetärer Expansion vorgelegt. Ein zentraler Aspekt dieser Diskussion ist unter dem Stichwort „**OMF**“ („*Overt Monetary Financing*“) bekannt. OMF bezeichnet eine „**offene**“ **Finanzierung staatlicher Defizite und/oder eine „offene“ Übernahme staatlicher Schulden** durch die jeweilige Notenbank.

OMF hätte grundsätzlich eine **hohe Wirkungsmacht**, um grundlegende Probleme einer weltweit zu hohen Verschuldung zu adressieren. Allerdings könnte OMF, als **radikaler Eingriff** in monetäre und fiskalische Grundlagen, gleichzeitig eine **Vielzahl möglicher Risiken und langfristiger Nebenwirkungen** auslösen.

Zur Klärung dieser Fragen analysiert die vorliegende Studie das Thema aus theoretischer und praktischer Perspektive. Im Rahmen einer **quantitativen Simulation** wird versucht, mögliche Effekte von OMF auf Finanzsysteme abzuschätzen.

Von besonderem Interesse ist dabei die Frage, welche **möglichen Effekte und Konsequenzen** durch OMF für Finanzmärkte, Preissysteme, Währungen – und generell für alle Arten von Vermögenswerten – zu erwarten wären.



Prof. Dr. Richard A. Werner

University of Southampton  
Centre for Banking,  
Finance & Sust. Development



André Dragosch

Analyst Asset Allocation  
der FERI Trust GmbH  
Research Associate  
FERI Cognitive Finance Institute



Dr. Heinz-Werner Rapp

Vorstand und Chief Investment  
Officer der FERI AG  
Gründer & Leiter Steering Board  
FERI Cognitive Finance Institute

# Contents

<b>1</b>	<b><i>Kurze Zusammenfassung (Deutsch)</i></b> .....	<b>1</b>
<b>2</b>	<b><i>Executive Summary</i></b> .....	<b>11</b>
<b>3</b>	<b><i>Introduction</i></b> .....	<b>12</b>
<b>4</b>	<b><i>Current Issue</i></b> .....	<b>14</b>
<b>5</b>	<b><i>The Key Causal Factor</i></b> .....	<b>18</b>
5.1	Flawed concepts and misconceptions about economic reality .....	18
5.2	Misguided monetary policy .....	21
<b>6</b>	<b><i>Policy Response and Alternatives</i></b> .....	<b>23</b>
6.1	Post-2008 monetary and fiscal response .....	23
6.2	The ‘Japanese Experience’ of the 1990s and 2000s .....	26
6.3	Alternative Proposals .....	27
6.4	Overt Monetary Finance (OMF) .....	30
6.5	‘Enhanced Debt Management’ and ‘Quantitative Easing’ according to Werner (1995) .....	33
<b>7</b>	<b><i>Scenario Analysis of Overt Monetary Finance (OMF)</i></b> .....	<b>34</b>
7.1	Data and Econometric Methodology .....	34
7.2	Empirical Results .....	34
<b>8</b>	<b><i>Concluding Remarks and Implications for Investors</i></b> .....	<b>37</b>
<b>9</b>	<b><i>Bibliography</i></b> .....	<b>39</b>
<b>10</b>	<b><i>Appendix</i></b> .....	<b>41</b>
	Notes .....	43

# 1 Kurze Zusammenfassung (Deutsch)

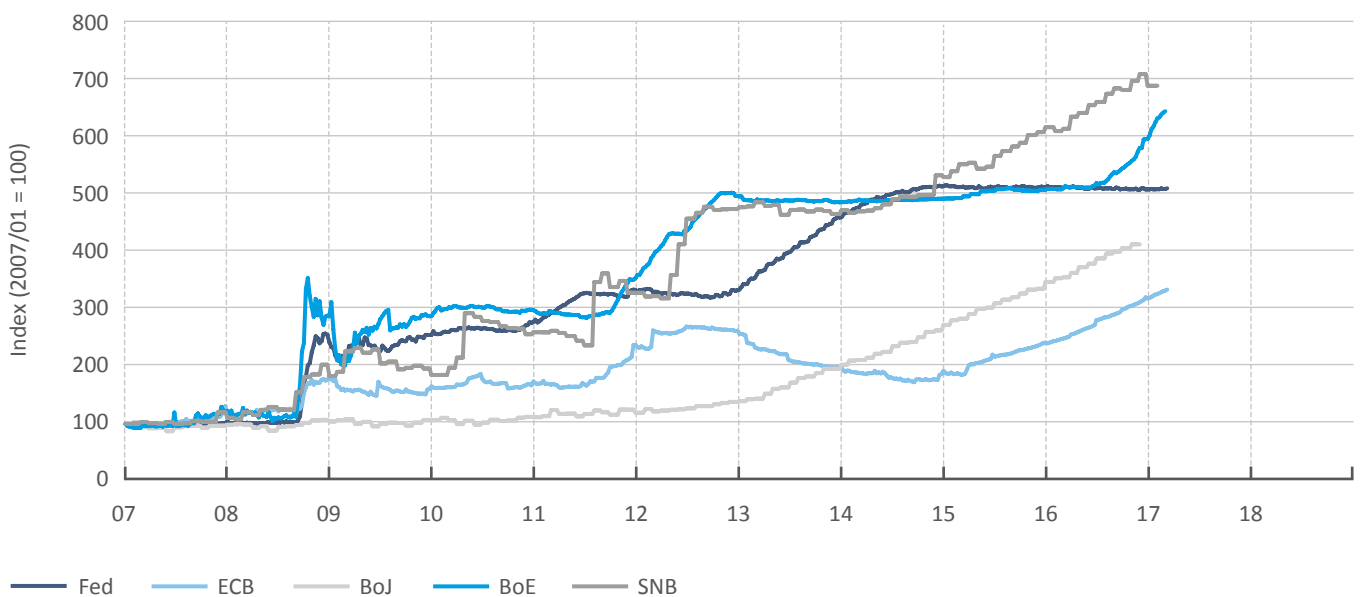
## Vorbemerkung:

Seit mittlerweile fast 10 Jahren erleben Finanzmarkt-Teilnehmer und breite Öffentlichkeit eine **neue Realität**: Es geht um das Phänomen des „*Quantitative Easing*“ („Q.E.“), das einen äußerst expansiven Umgang von Notenbanken mit der Druckerpresse definiert. In der Zeit nach der „Großen Finanzkrise“ haben die wichtigsten Notenbanken weltweit durch Q.E. in bisher kaum vorstellbarem Umfang neues Geld geschöpft und dabei ihre Bilanzsummen um bis zu 600% gegenüber dem Stand vor 2008 ausgeweitet.

An vorderster Front standen bisher die Notenbanken der USA, Großbritanniens und der Schweiz. Nachgelagert, und mit zeitlicher Verzögerung, haben sich auch die Notenbanken in Europa (EZB) sowie Japan (BoJ) diesem Konzept des „*Quantitative Easing*“ angeschlossen<sup>1</sup>. Schätzungen zufolge wurde seit 2008 durch diese Art der Notenbank-Geldschöpfung weltweit ein Betrag in Höhe von deutlich über 10 Bio. USD neu geschaffen, **ohne echte ökonomische Substanz** und damit „*out of thin air*“.

**Quantitative Easing:** Als Quantitative Easing („Q.E.“) wird eine spezielle Form der Geldpolitik bezeichnet, die verstärkt seit der großen Finanzkrise ab 2008 von verschiedenen Zentralbanken praktiziert wird. Beim Q.E. kauft eine Zentralbank in großem Umfang Wertpapiere am Finanzmarkt auf, um die Liquidität und die Geldversorgung am Markt zu erhöhen und gleichzeitig die Marktzinsen zu senken. Der Vorgang des Q.E. führt regelmäßig zu einer deutlichen Aufblähung der Notenbank-Bilanzen. Da die entsprechenden Käufe mit neu gedrucktem Zentralbankgeld finanziert werden, ist Q.E. ein wichtiger Teilaspekt der „Monetären Verwässerung“.

Abb.1: Expansion globaler Notenbank-Bilanzen seit 2008



Quelle: FERI, Bloomberg, 2017

<sup>1</sup> Die Bank of Japan hat allerdings dieses Prinzip, so oder in ähnlicher Form, auch schon in der Vergangenheit mehrfach angewendet.

Allgemein wird angenommen, dass durch die **massive Geldschöpfung** bedeutender Notenbanken seit 2008 ein noch schärferer globaler Absturz, möglicherweise sogar eine weltweite Depression, verhindert werden konnte. Obwohl die Wirkungen reiner Geldpolitik in akademischen Kreisen durchaus umstritten sind, und obwohl jede bewusste Veränderung eines „monetären Setup“ stets auch **gravierende Nebenwirkungen** für die ökonomische und psychologische Dimension eines Wirtschaftssystems impliziert, wurden in letzter Zeit zahlreiche Vorschläge zu einer noch aktiveren Nutzung unkonventioneller Geldpolitik und monetärer Expansion vorgelegt.

Ein zentraler Aspekt dieser Diskussion ist unter dem Stichwort „OMF“ bekannt. „OMF“ steht für „*Overt Monetary Financing*“ und bezeichnet eine „**offene Finanzierung staatlicher Defizite und/oder eine „offene“ Übernahme staatlicher Schulden** durch die jeweilige Notenbank. Im Gegensatz zum bisherigen Konzept des Q.E., das stets als „indirekt“ und „temporär“ klassifiziert wird, hätte ein echtes OMF-Programm einen ganz klar „direkten“ und „dauerhaften“ Kontext.

Es liegt auf der Hand, dass OMF als **radikaler Eingriff** in monetäre und fiskalische Grundlagen eine Vielzahl möglicher Risiken, langfristiger Nebenwirkungen und gefährlicher Anreizwirkungen auslösen könnte. Gleichzeitig jedoch hätte OMF, auch dies gilt als unbestritten, eine **hohe Potenz**, um grundlegende Probleme einer weltweit zu hohen systemischen Verschuldung wirksam zu adressieren.

Dieser Punkt wird von weitsichtigen Analytikern, darunter mit Lord Adair Turner sogar der frühere Vorsitzende der britischen Finanzmarktaufsicht FSA, in jüngster Zeit vehement geltend gemacht. Entsprechend dieser Argumentation leidet das globale Wirtschafts- und Finanzsystem an einer

**gefährlichen Sklerose**, die auf ein zu hohes Ausmaß nicht tragfähiger Verschuldung zurückzuführen ist.

Ein einfaches „Durchschleppen“ dieser Verschuldungsproblematik würde dann, so das Argument, in naher Zukunft zwangsläufig und unvermeidlich zu einer noch größeren Krise oder einem **globalen Finanzkollaps** führen. Ein bewusster Einsatz von OMF könne hingegen das System wirksam stabilisieren und so, trotz klar erkennbarer Risiken und potentiell gefährlicher Nebenwirkungen, letztlich die **beste verfügbare Alternative** darstellen.

Auch wenn die Risiken einer globalen Systemkrise zuletzt wieder deutlich zurückgedrängt scheinen, bleibt die Frage nach einem möglichen Einsatz von OMF – spätestens im Fall einer erneuten Krise – weiterhin hoch relevant. Von besonderem Interesse ist dabei die Frage, welche **möglichen Effekte und Konsequenzen durch OMF** für Finanzmärkte, Preissysteme, Währungen – und generell für alle Arten von Vermögenswerten – zu erwarten wären.<sup>2</sup>

Aus diesem Grund widmet sich die vorliegende Studie ausführlich diesem Thema und analysiert OMF sowohl aus theoretischer als auch praktischer Perspektive. Im Rahmen einer **quantitativen Simulation** wird ferner versucht, mögliche Effekte von OMF auf Finanzsysteme und Vermögenswerte abzuschätzen. Eine **abschließende Würdigung** des Themas OMF beendet die Studie.<sup>3</sup> Für die Durchführung der Studie wurde mit **Prof. Richard Werner** einer der kompetentesten und profiliertesten Experten für Geldtheorie und unkonventionelle Geldpolitik gewonnen.<sup>4</sup>

Nachfolgend werden die zentralen Grundlagen und Aussagen der Studie zusammengefasst.

<sup>2</sup> Diese Frage adressiert den zentralen und sehr konkreten Punkt, welche Relevanz OMF für Aspekte des individuellen Vermögensschutzes haben könnte.

<sup>3</sup> Dabei muss jedoch zugestanden werden, dass eine wirklich abschließende Würdigung aus heutiger Sicht kaum geleistet werden kann. Im Kontext von OMF hängen tatsächlich auftretende Risiken und Nebenwirkungen entscheidend von der kognitiven Dimension, also der „Perzeption und Wahrnehmung“ von OMF durch das Kollektiv der Marktteilnehmer ab. Wird eine anhaltende und massive Verwässerung des Finanzsystems durch OMF von den Marktteilnehmern nicht als Verschlechterung des Geldwertes wahrgenommen, so wird auch das Preissystem (also „Inflation“) darauf nicht oder nur sehr eingeschränkt reagieren.

<sup>4</sup> Vgl. dazu: [www.feri-institut.de](http://www.feri-institut.de) („Über uns“/„Netzwerk“).



## Zusammenfassung:

### Das globale Problem:

#### Zu hohe systemische Verschuldung

Die vorliegende Studie untersucht, ob und inwieweit unorthodoxe Instrumente der Geldpolitik dazu geeignet sein könnten, bestehende Grundprobleme einer weltweit zu hohen **systemischen Verschuldung** abzumildern oder zu neutralisieren. Dieses Problem wird zunehmend mit dem anämischen Verlauf der Weltwirtschaft in den letzten Jahren in Verbindung gebracht (Stichwort „secular stagnation“).

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

### Ein kontroverser Vorschlag: OMF

Im Zentrum der Analyse steht dabei das Konzept des sogenannten OMF („Overt Monetary Financing“), das in jüngster Zeit – insbesondere von unkonventionellen Vordenkern wie Adair Turner – als Lösungsmodell ins Spiel gebracht wurde. Grundgedanke des OMF ist es, dass die Notenbanken hoch verschuldeter Länder gezielt, großvolumig und mit ganz klar fiskalischem Auftrag laufende **Staatsdefizite finanzieren** oder sogar, in einer verschärften Variante, wesentliche Teile einer bereits bestehenden Staatsverschuldung am Kapitalmarkt aufkaufen und faktisch **auf eigene Rechnung übernehmen**.

Obwohl derartige Transaktionen heute in reduzierter Form bereits zu beobachten sind (prominentes Beispiel ist Japan), sind die möglichen **Implikationen und Effekte** einer solchen Politik noch weitgehend unklar. Trotz theoretisch überzeugender und praktisch erwiesener Leistungsfähigkeit expansiver monetärer Maßnahmen, zuletzt sichtbar geworden anhand der zahlreichen QE-Programme großer Notenbanken weltweit, wäre dabei eine Vielzahl komplexer und nicht immer sofort erkennbarer Langfristwirkungen zu erwarten. Dazu zählen an erster Stelle monetär getriebene **Inflationsrisiken**, aber auch langfristig gefährliche **Anreizwirkungen** für unsolide Haushaltspolitik sowie ein möglicherweise genereller **Vertrauensverlust** hinsichtlich der Glaubwürdigkeit und Sicherheit reiner Papierwährungen.

### Das Ausgangsproblem und seine analytische Überprüfung

Zur Untersuchung und Überprüfung dieser möglichen Vor- und Nachteile von OMF geht die Studie in folgenden Schritten vor: Eine kurze Einführung umreißt und beschreibt den aktuellen Hintergrund und die Herausforderungen heutiger Zentralbank-Aktivitäten, auch mit Blick auf neuere Ansätze **unorthodoxer Geldpolitik**. Im vierten Kapitel erfolgt eine generelle Diskussion des **ökonomischen Ausgangsproblems**. Dazu werden unter dem Stichwort „DIPPED“ sechs zentrale Faktoren erörtert, die hinter diversen grundlegenden Wachstums- und Strukturproblemen speziell westlicher Volkswirtschaften stehen. Diese sechs Faktoren sind: Verschuldung (debt), Ungleichheit (inequality), Produktivitätsrückgang (productivity), Protektionismus (protectionism), Ersparnisüberhang (excess savings & low investments) und Demographie (demographics). Sowohl einzeln, insbesondere aber im Zusammenspiel, haben diese in der Realität klar nachweisbaren Probleme eine **erkennbare Relevanz und hohes Erklärungspotential** für den sklerotischen Zustand heutiger Wirtschaftssysteme.

**OMF:** Als OMF oder „Overt Monetary Financing“ wird eine extreme Variante unkonventioneller Geldpolitik bezeichnet, bei der die Notenbanken direkt und „offen“ staatliche Defizite und/oder Schulden übernehmen und so dauerhaft finanzieren. OMF wurde in jüngster Zeit mehrfach von akademischen oder politischen Kreisen propagiert, um so eine erneute Krise der hochverschuldeten Weltwirtschaft zu verhindern.

### *Falsches Verständnis von „Geld“*

Im fünften Kapitel der Studie gehen die Autoren ausführlich auf den ihrer Ansicht nach zentralen Aspekt des Problems ein. Dieser wird primär in einer **fehlspezifizierten Darstellung** und einem **mangelhaften Verständnis** realer ökonomischer Prozesse verortet. Konkret geht es dabei um eine **fehlerhafte Wahrnehmung** von Geld und zentraler Funktionen des Bankwesens für die **Entstehung von „Geld“ und „Kredit“**. Anhand eingehender theoretischer und konzeptioneller Überlegungen wird gezeigt, dass die Entstehung und Ausbreitung von Geld in modernen Volkswirtschaften **untrennbar und kausal** von der **Ausgestaltung und Funktionsweise des Bankensektors** abhängen.

### *Die unbekannte Wahrheit über „Geldschöpfung“*

Diese Interpretation widerspricht zwar zahlreichen populären Darstellungen, wonach diese Aufgaben exakt die Rolle einer Zentralbank beschreiben. Dennoch lässt sich zeigen, dass **Geldschöpfung** in der Realität unmittelbar durch tägliche Entscheidungen und Prozesse innerhalb eines **Systems von Geschäftsbanken** erfolgt. Folglich müssten das **Bankensystem** und seine zentrale Funktionsweise im Vordergrund jeglicher ökonomischer Analyse und Modellbildung stehen. Wie zuletzt jedoch die große Finanzkrise überdeutlich gezeigt hat, liegt genau hier ein **zentrales Defizit** zahlreicher ökonomischer Modelle.

### *Falsche Modelle und eklatantes Theorieversagen*

Auch der zentrale und ebenso **unrealistische Ansatz** vieler ökonomischer Modelle und Paradigmen, wonach Märkte und Volkswirtschaften stets nach einem Gleichgewichtszustand streben, wird als **fehlspezifiziert und irreführend** verworfen. In Bezug auf diese **fehlerhafte Logik zahlreicher makroökonomischer Modelle** spricht die Studie von einem „verlorenen Jahrhundert der Wirtschaftswissenschaften“. Auch die Tatsache, dass die große Finanzkrise sich in der bekannt zerstörerischen Form unerkannt entwickeln und global ausbreiten konnte, wird von den Autoren mit eklatantem **Theorie- und Modellversagen** der modernen Wirtschaftswissenschaften erklärt. Die hier vorgetragene Analyse sowie das dabei abgeleitete Ergebnis sind kompatibel zu der Vorgehensweise und Argumentation, die auch Adair Turner seinen Ausführungen zu OMF zugrundelegt.

### *Fehlgeleitete Geldpolitik mitverantwortlich für Finanzkrisen*

Im so definierten Grundproblem einer **fehlgeliteten Geldpolitik** („*misguided monetary policy*“) sehen die Autoren einen zentralen Faktor hinter heute existierenden **Fehlentwicklungen**, Problemen und darauf aufsetzenden – ebenfalls fehlspezifizierten – politischen Lösungsansätzen. Spezifisch verweisen die Autoren in diesem Kontext auf die extrem **einseitige Sicht** moderner Geldpolitik, die auf ein willkürlich definiertes Inflationsziel ausgerichtet ist, gleichzeitig aber in ihrer Zielfunktion **systemische Verzerrungen** und **entstehende Vermögensblasen** komplett ausblendet oder aus Ignoranz nicht wahrnimmt.

### *Unterschiedlich erfolgreiche Maßnahmen zur Krisenbekämpfung*

Im sechsten Kapitel untersucht die Studie die typischen **Merkmale der Geld- und Fiskalpolitik** verschiedener Länder als Reaktion auf die massiven Verwerfungen im Zuge der globalen Finanzkrise. Mit Blick auf die USA betonen die Autoren, dass dort in der staatlichen Reaktionsfunktion ein spezifisch **anders gelagertes Element** enthalten war, das wesentlich zum schnellen Erholungsprozess der USA beigetragen hat. Dieses Element war der schnelle und direkte Ankauf großer Volumina an problematischen Wertpapieren und Kreditverbriefungen aus dem Bankensektor unmittelbar durch die amerikanische Notenbank. Diese schnelle und **gezielte Entlastung schwacher Bankbilanzen** ermöglichte dem Bankensektor eine rasche Rückkehr zum Tagesgeschäft, also zur koordinierten Kreditvergabe. Der **Kreditkanal des Bankensektors** wurde nicht längerfristig belastet, und eine noch tiefere Rezession konnte dadurch vermieden werden. Dieses wichtige Merkmal der amerikanischen Krisenbekämpfung wird **vielfach übersehen**, da das Hauptaugenmerk der öffentlichen Berichterstattung sich schnell auf die umfangreichen – und vielfach spektakulär anmutenden – Wertpapierkäufe der Notenbank am Kapitalmarkt (Q.E.) konzentrierte.

### *Bankensystem stets im Vordergrund*

Die Autoren machen deutlich, dass diese Art der Rettungspolitik unter den gegebenen Umständen zielführend und effizient war. Gleichzeitig wird der oft zu hörende Kritikpunkt, wonach ein solcher „*bailout*“ eines Bankensystems inflationär wirkt, argumentativ entkräftet. Wie die Autoren zeigen, kann im

vorliegenden Fall (Ankauf von Wertpapieren direkt aus dem Bankensektor) kein inflationärer Impuls entstehen, da relevante Transaktionen zunächst nur **innerhalb des Bankensystems** (Geschäftsbanken & Zentralbank) stattfinden und somit – zumindest anfänglich – **kein neu geschaffenes Geld in die Realwirtschaft** abfließt. Dieser Punkt ist in einer systemischen Gesamtbetrachtung sehr wichtig, erschließt sich jedoch nur auf Grundlage des „**richtigen**“ **konzeptionellen Verständnisses** von Geld, Geldschöpfung und monetärem Impuls.

### *Das Experiment der „Niedrigzinspolitik“ in Europa und Japan*

Im Gegensatz dazu folgte das Krisenmanagement in Europa und Japan einem deutlich zurückhaltenderen Ansatz. Da es als politisch wenig opportun angesehen wurde, dem angeschlagenen Bankensystem durch Ankauf problembeladener Wertpapiere noch weitergehendere Zugeständnisse zu machen, mussten andere Wege beschritten werden. Diese liefen sowohl in Japan als auch in Europa auf eine **extreme Niedrigzinspolitik** der Zentralbanken hinaus.

Im Verlauf des dortigen Krisenmanagements wurden in beiden Fällen sogar **negative Zinsen** im gesamten Bank- und Finanzsystem implementiert. Der Nachteil dieser Politik ist offensichtlich und wurde bereits nach kurzer Zeit auch in den jeweiligen Ländern spürbar. Zinssätze von Null, oder sogar negative Zinssätze, **pervertieren normale ökonomische Prozesse** und führen zu paradoxen und unwillkommenen Nebenwirkungen im gesamten Finanzsystem. Noch schwerwiegender ist allerdings die Tatsache, dass negative Zinssätze die **Profitabilität** des gesamten Bankensektors entscheidend **reduzieren**.

### *Negativzinsen als gefährlicher Irrweg*

Dieser Effekt führt unmittelbar zu einer Einschränkung der normalen Geschäftstätigkeit der Banken, insbesondere zu einer **Verminderung der normalen Kreditvergabefunktion**. Die Wirksamkeit der Niedrigzinspolitik war somit in beiden Fällen deutlich reduziert und unterlag gravierenden und **adversen Nebenbedingungen**. Folglich erstreckte sich der Effekt dieser Maßnahmen lediglich auf den **Wechselkurs**, wobei in beiden Fällen eine **spürbare Abwertung** der jeweiligen Währungen (Yen, Euro) zu verzeichnen war. Obwohl jede Notenbank offiziell bestreitet, dass eine Beeinflussung der Wechselkurse Teil ihrer Zielfunktion ist, wurde speziell dieser Aspekt von allen Beteiligten stillschweigend als hilfreich bewertet und wohlwollend zur Kenntnis genommen.

### *Neue Vermögenspreisblasen und manipulierte Wechselkurse*

Parallel dazu resultierte aus der Niedrigzinspolitik auch noch ein indirekter **Vermögenspreiseffekt**, da sich bei extrem niedrigen Zinssätzen die Wertansätze für renditebringende Anlageformen (Aktien, Immobilien, Beteiligungen, Rentenpapiere etc.) rein rechnerisch deutlich nach oben bewegen können. Im Zweifelsfall induziert dies jedoch neue „**Vermögensblasen**“, die wiederum aus Sicht einer stabilitätsorientierten Finanzpolitik nachteilig und zu einem späteren Zeitpunkt mit **neuen Kosten** behaftet sein können.

Die Studie kommt an dieser Stelle zum Ergebnis, dass aufgrund der eingeschränkten Reaktionsfunktionen in Europa und Japan, namentlich durch Verzicht auf eine direkte „*bank bailout policy*“, die ökonomische Erholung in beiden Fällen nur sehr schleppend in Gang gebracht werden konnte. Wesentlicher Impulsgeber dürfte dabei jeweils der negative **Wechselkurseffekt** (Abwertung) gewesen sein.

**Bank bailout policy:** Als „bank bailout policy“ wird die gezielte Entlastung eines angeschlagenen Bankensystems bezeichnet. Dabei kaufen der Staat und/oder die Notenbank den Banken auf direktem Weg große Teile ihrer nicht mehr werthaltigen Kredite ab und ermöglichen dadurch eine schnelle Sanierung.

**Negativzins:** Negative Zinsen galten lange Zeit als unvorstellbar und rechnerisch unmöglich. Im Zuge der Krisenbekämpfung der letzten Jahre haben jedoch Zentralbanken in Europa (EZB; SNB; Riksbank, Nationalbanken) und Japan (BoJ) ihre Einlagenzinssätze in den negativen Bereich abgesenkt. Gleichzeitig wurden durch starke Wertpapierkäufe dieser Zentralbanken auch die Renditen langlaufender Staatsanleihen in den Bereich negativer Verzinsung manipuliert. Nach Aussagen von Historikern haben die Zinsen heute das tiefste Niveau der letzten 5000 Jahre.

### Die Lehren aus Japan der 90er Jahre

In einem kurzen Exkurs (Kapitel 6.2) betrachtet die Studie die Erfahrungen von Japan in den 1990er und 2000er Jahren. Die Autoren führen aus, dass Japan nach dem Platzen seiner Börsenblase ab 1990 **massive monetäre und fiskalische Stimulus-Maßnahmen** umsetzte, darunter auch eine kontinuierliche Senkung der Leitzinsen von 6% bis auf 0,25% per Ende 1998. Gleichzeitig wurden mehrfach Fiskalprogramme verabschiedet, die jeweils nennenswerten Umfang hatten und innerhalb weniger Jahre zu einer massiven Ausweitung der japanischen **Staatsverschuldung** beitrugen (von 64,6% des BIP in 1991 bis auf 136,1% des BIP in 2000 = mehr als eine Verdopplung in weniger als 10 Jahren).

Trotz des Umfangs dieser Maßnahmen erwiesen sich diese als unwirksam für eine Belebung der japanischen Wirtschaft. Deshalb schritt die japanische Notenbank erneut ein und begann ab 2000, im großen Umfang japanische Staatsanleihen am Markt aufzukaufen. Diese Politik wurde anschließend auch als „*Quantitative Easing*“ bezeichnet, obwohl – wie Werner ausführt – dieser Begriff für die hier durchgeführte Transaktion unzutreffend war.

Die Studie kommt auf Basis dieser Episode zu der Einschätzung, dass die verfolgten Ansätze zur Krisenbekämpfung ab 2008, sowohl in Europa als auch in Japan, **konzeptionell fehlerhaft** und **strukturell unzureichend** waren. Wie sowohl theoretische Überlegungen als auch einschlägige Erfahrungen aus der Praxis zeigen, ist für eine schnelle Sanierung kollabierter Finanzsysteme jeweils eine schnelle Befreiung des Bankensektors von bestehenden Altlasten entscheidend, was bisher jedoch nur im Fall der USA so durchgeführt wurde.

### Die Suche nach besseren Alternativen

Folglich wird in der Analyse die generelle Frage aufgeworfen, welche **alternativen Schritte und Maßnahmen** aus Sicht von Geld- und Fiskalpolitik sinnvoll sein könnten, um grundlegende und systemische Krisenszenarien schnell zu überwinden. Dieser Frage geht die Studie nach, indem zunächst **grundsätzliche Alternativen und vorhandene Vorschläge** dargestellt und hinsichtlich ihrer Wirksamkeit analysiert werden. Das Spektrum dieser Vorschläge reicht von einer Abschaffung des privaten Kreditschöpfungsprivilegs (gleichbedeutend mit einer gesetzlichen Fixierung des Reserve-Multiplikators bei Banken auf 1 und Steuerung und Allokation des gesamtwirtschaftlichen Kreditvolumens direkt durch die Notenbanken oder andere staatliche Stellen), einer Besteuerung exzessiver und

unproduktiver Kreditvergabe sowie aktiven Anreizen für die stärkere Nutzung von Eigenkapitalkontrakten anstelle von Schuldpapieren. Darüber hinaus können auch Maßnahmen zur generellen **Beschränkung der Kreditvergabe** an potentiell gefährliche und schwankungsanfällige Sektoren (wie Immobilien) oder vergleichbare Schritte einer generellen Kreditlimitierung in Betracht gezogen werden.

Für den Fall einer bereits bestehenden Krise, die sich durch einen erkennbaren **Schuldenüberhang** auszeichnet, kommen dagegen nur wenige konkrete Maßnahmen in Betracht. Diese werden kurz klassifiziert und hinsichtlich ihrer Wirksamkeit und potentieller Nebenwirkungen analysiert.

Hierbei handelt es sich um folgende mögliche Schritte:

- A) Konkurse/Schuldenerlasse („haircuts“)/Abschreibungen („write offs“)
- B) Austerität (gezielte Einsparungen auf der Ausgabenseite)
- C) Anstieg der Inflation
- D) Anstieg des realen Einkommensstroms (BIP)
- E) Finanzielle Repression (durch extreme Absenkung der Zinsniveaus und andere grundsätzlich restriktive oder sogar konfiskatorische Maßnahmen).

**Finanzielle Repression:** Als „Finanzielle Repression“ werden staatliche oder staatlich administrierte Maßnahmen bezeichnet, durch die sowohl die Freiheit finanzieller Dispositionen, der Ertrag finanzieller oder realwirtschaftlicher Investments sowie generell die Finanz- und Vermögenssphäre der Wirtschaftssubjekte gezielt eingeschränkt oder nachteilig beeinflusst werden. Ziele sind dabei meist eine Stabilisierung fragiler Finanzsysteme, eine „Sanierung“ zerrütteter Staatsfinanzen oder vergleichbare „hoheitliche“ Maßnahmen. Aktuell zählen dazu die Politik der Negativzinsen, der gezielten Abwertung von Währungen sowie der gezielten Lenkung von Finanzinvestitionen.

### Unterschiedliche Alternativen im Vergleich

Eine detaillierte Betrachtung dieser Möglichkeiten zeigt, dass keiner dieser Schritte ohne schädliche Nebenwirkungen durchführbar ist. Zudem können die „**Kollateralschäden**“ einzelner Maßnahmen das eigentliche Ziel sogar deutlich konterkarieren. Dies gilt insbesondere im Fall einseitiger Austeritäts-Maßnahmen, wodurch das sogenannte „**paradox of thrift**“ sogar ein **negativer Teufelskreis** aus fallenden Wachstumsraten und steigender prozentualer Verschuldungsquote resultieren kann.

Auch eine „*Politik der finanziellen Repression*“ zeigt zahlreiche Nebenwirkungen, unter denen insbesondere der Bankensektor – und damit auch die Kreditvergabekapazität – erheblich leiden kann. Die Studie verweist an dieser Stelle auf **neuere Vorschläge von Turner (2015)**, der eine Kombination aus höherer Inflation und gesteigerter Wachstumsdynamik als quasi-optimale Lösung ins Spiel bringt.

### „OMF“ als „Devil's Alternative“

Die Vorschläge von Turner (2015) sind inzwischen unter dem Akronym „OMF“ bekannt, das für den spezifischen Terminus „**Overt Monetary Financing**“ steht. Dieses Konzept bezieht sich auf die Idee potentiell **unlimitierter Geldschöpfung**, durch die dann gezielt **fiskalische Ausgaben** gedeckt oder refinanziert werden. In anderem Zusammenhang ist diese Politik auch als „*Bernanke's Helikopter*“ bekannt.

Prinzipiell geht es dabei immer darum, **neu geschöpftes Notenbankgeld für fiskalische Zwecke umzuwidmen** und so Staatsausgaben, Defizite oder bestehende Staatsverschuldung langfristig zu „**monetisieren**“. Trotz zahlreicher ordnungspolitischer und **anreiztheoretischer Bedenken** („*Moral Hazard*“), die unter anderem auch von Turner eingehend diskutiert werden, verspricht dieser Ansatz **eine grundsätzlich starke Wirksamkeit**.

Dennoch sind sowohl die politische Durchsetzbarkeit von OMF als auch dessen **potentiell gefährliche Nebenwirkungen** – **massive Anreize für politischen Missbrauch** – zumindest sehr bedenklich und deshalb **in höchstem Maße diskussionsbedürftig**.<sup>5</sup>

### Wege in die Unendlichkeit

Ein weiteres Element der OMF-Systematik wäre eine **gezielte Abschreibung/Entwertung** von Teilen (oder eines größeren Bestandes) der von der Notenbank angekauften Staatsschulden. Der entsprechende Betrag an Staatsschulden würde dann einfach „verschwinden“, allerdings unter erheblicher Belastung der jeweiligen Notenbankbilanz. Faktisch vergleichbar dazu wäre auch eine Umwandlung angekaufter Staatsanleihen in **Zerobonds mit unendlicher Laufzeit**. In beiden Fällen wäre das Resultat eine **massive Entlastung** des jeweiligen Staates hinsichtlich der bisher aufgelaufenen Verschuldung.

### Neustart für den Schuldenstaat

Folglich würde durch OMF ein Staat – zumindest in einer theoretisch-idealen Welt – sowohl **erhöhte Kreditwürdigkeit** als auch **neue Handlungsfähigkeit** für möglicherweise erforderliche aktive Wirtschaftspolitik gewinnen. In Fortsetzung dieser Überlegungen, als möglicher dritter Schritt eines OMF-Programms, würde ein direkter „*bailout*“ eines angeschlagenen Bankensystems durch die Notenbank stehen. Wie bereits ausgeführt, geht es hier um einen schnellen und direkten Eingriff in von der Krise betroffene Bankbilanzen, wobei faule Kredite und andere problematische Vermögensgegenstände von der Notenbank – direkt und unmittelbar mit neu gedrucktem Geld – „herausgekauft“ würden.

**Helicopter Money:** Als Helicopter Money („Helikoptergeld“) wird eine direkte Kombination aus Elementen der Geldpolitik sowie der Fiskalpolitik bezeichnet, die mit dem Ziel eines massiven ökonomischen Stimulus betrieben wird. Der Begriff geht auf den US-Geldtheoretiker Milton Friedman zurück und wurde ab 2012 populär durch den ehemaligen Chef der US-Notenbank, Ben Bernanke. Das Begriffsbild symbolisiert den Abwurf von frisch gedrucktem Notenbankgeld aus Helikoptern zur freien Verwendung durch die Bevölkerung. Elemente dieser Politik werden seit der großen Finanzkrise zunehmend diskutiert und finden in Japan bereits teilweise Anwendung.

<sup>5</sup> Die vorliegende Studie resultiert genau aus dieser Motivation und stellt sich exakt diesem Problem.

## Negative Anreize und Moral Hazard

Erneut gilt, dass in einer idealen Welt ein OMF-Ansatz sicherlich zu einer schnellen Überwindung vorheriger Finanzkrisen beitragen würde. Dennoch ist die **politische und moralische Dimension** äußerst problematisch, da Banken im möglichen Wiederholungsfall **gefährliche Anreize** für eine dauerhaft exzessive Risikobereitschaft hätten (**Moral Hazard-Problem**). Im Rahmen einer Mehrperioden-Betrachtung würden Banken und Politiker das OMF-Prinzip als **sichere Nebenbedingung** in ihre eigenen Strategien integrieren. Im Ergebnis würden eine **erhöhte Verschuldungs- und Risikobereitschaft**, und somit auch eine **zunehmende systemische Fragilität** resultieren. Entsprechend dieser Überlegungen hätte OMF **allenfalls kurzfristig positive Effekte**, während es zugleich langfristig zu einer **ansteigenden Risiko-Kumulation** beitragen würde.

### Suche nach besseren Alternativen

In Ergänzung dieser Überlegungen diskutiert die Studie einen früheren Vorschlag von Werner (1995), der auf die ursprüngliche Definition von „Quantitative Easing“ zurückgreift. Wie Werner darlegt, handelt es sich dabei um ein ganzes Bündel abgestimmter Maßnahmen und Politikempfehlungen, die zu einem deutlich **verbesserten Schuldenmanagement** im Gesamtsystem und damit zu einer schnelleren Koordination und Lösung krisenbedingter Probleme führen würden („*enhanced debt management*“). Kern dieser Lösungsansätze wäre eine partielle Abkehr von öffentlich gehandelten Staatsschulden und deren Substitution durch direkte Kreditvereinbarungen mit Geschäftsbanken.

### Überprüfung von OMF-Ansatz durch Szenarioanalyse

Im siebten Kapitel untersucht die Studie im Rahmen einer **quantitativen Szenarioanalyse** (auf Grundlage des japanischen Finanzsystems) die möglichen Effekte einer gezielten OMF-Politik. Die Studie unterstellt dabei grundsätzlich plausible Reaktionsfunktionen innerhalb des Finanzsystems und kommt so zu folgenden Erkenntnissen:

- Der Einsatz einer gezielten OMF-Politik, durch die das japanische Wirtschaftswachstum um 1% gesteigert werden könnte, würde innerhalb der nächsten 2 Jahre kumulativ zu einem Anstieg der **langfristigen Zinsen** um rund 92 Basispunkte (Bp.) führen.

**Moral Hazard:** Als „Moral Hazard“ („moralisches Risiko“) wird in der neueren Risiko- und Kontrakt-Theorie das Problem bezeichnet, dass ein Marktteilnehmer oder Wirtschaftssubjekt durch falsch gesetzte Anreize zu einem übermäßig risikoreichen oder die Interessen anderer schädigenden Verhalten tendieren könnte. Das Problem ist auch im Rahmen spieltheoretischer Analysen von „Mehrperioden-Modellen“ relevant.

- Dies würde ferner zu einem Anstieg der **Aktienkurse** um rund 6% im gleichen Zeitraum beitragen.
- Als wichtigster Effekt würde der **japanische Wechselkurs** zum US-Dollar um rund 13% abwerten.

Die Ergebnisse dieser quantitativen Simulation sind prinzipiell kompatibel zu dem Verlauf, den die japanischen Behörden im Verlauf ihres breit angelegten Krisenmanagements (Stichwort: „Abenomics“) in den letzten Jahren bereits durchgeführt haben. Allgemein wird anerkannt, dass speziell die japanische Politik sich implizit und explizit bereits sehr stark an das von Turner vorgeschlagene OMF-Modell angenähert hat. Folglich ist nicht auszuschließen, dass im nächsten Abschwung oder in der nächsten größeren Finanzkrise die von Turner vorgeschlagenen OMF-Prinzipien tatsächlich zum Einsatz kommen könnten (weltweit oder primär nur in Japan).

### Kritische Würdigung von OMF

Da die Schockwellen der letzten großen Finanzkrise weltweit zunehmend abgeklungen sind, hat das Thema OMF aus momentaner Sicht nur eine (scheinbar) **reduzierte Relevanz**. Dennoch sollte die Zeit bis zur nächsten größeren Krise von allen Entscheidungsträgern (und auch von strategisch denkenden Investoren) genutzt werden, um sich mit den möglichen Vor- und Nachteilen, insbesondere den **langfristig gefährlichen Nebenwirkungen** einer dezidierten OMF-Politik, vertraut zu machen.<sup>6</sup> Neben der theoretisch überzeugenden Wirksamkeit, die auch anhand der quantitativen Simulation

<sup>6</sup> Die vorliegende Studie verfolgt genau dieses Ziel.

tendenziell bestätigt werden konnte, geht es hier vor allem um grundsätzliche Fragen einer **finanziellen und systemischen Integrität**.

Deutlicher ausgedrückt: Erscheint es sinnvoll (und moralisch vertretbar), jede neue Krise im Finanzsystem schlicht durch das Drucken neuen Zentralbank-Geldes zu beantworten? Und ist es wirklich zielführend, mit Hilfe einer möglichen „schmerzfreien“ **Entschuldung** genau die vorher exzessiv agierenden Marktteilnehmer zu belohnen? Diese Frage gilt umso mehr, wenn Marktteilnehmer eine solche politische Reaktionsfunktion implizit in ihr zukünftiges Verhaltensmuster integrieren und so, durch ausgeprägte **Moral Hazard-Anreize zu risikoreichem Verhalten**, die nächste Krise nahezu zwangsläufig heraufbeschwören.

### *Schlussbemerkungen und Konsequenzen für Investoren*

Abschließend stellt sich die Studie noch der zentralen Frage hinsichtlich möglicher **Konsequenzen und Risiken von OMF** aus Sicht individueller Investoren. Die Autoren konzedieren, dass generelle Aussagen dazu nur sehr schwer möglich sind. Grundsätzlich kann OMF **signifikante und gravierende Auswirkungen** auf Preise, Preisbildungsmechanismen und relative Preissysteme an Kapitalmärkten haben.

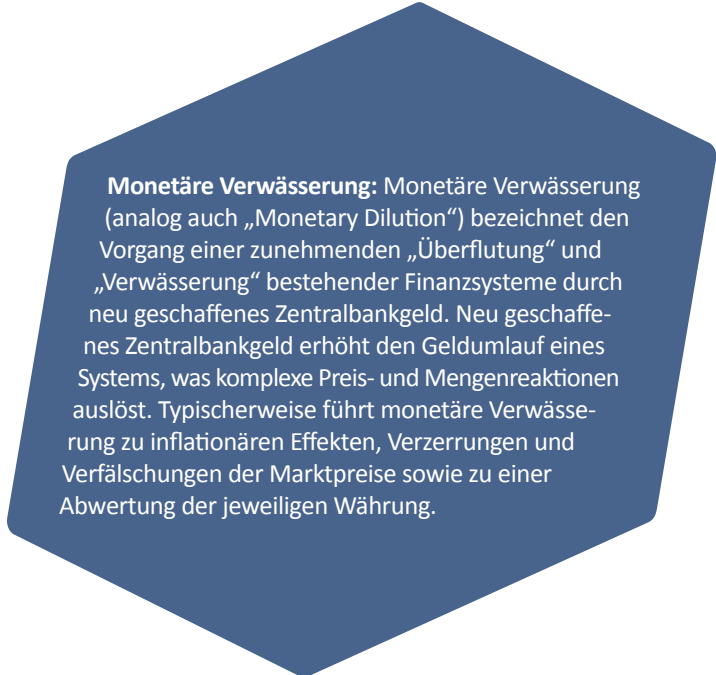
Die tatsächlichen Effekte hängen aber in Ausmaß und Richtung sowohl vom jeweiligen **Ausgangszustand des Finanzsystems** als auch **von Art und Umfang der OMF-Schritte** sowie – ganz entscheidend – von der **Perzeption all dieser Systemfaktoren** durch die Marktteilnehmer selbst ab. Auch die **intertemporalen Antizipations- und Reaktionsfunktionen** der Marktteilnehmer, die vielfach durch **typische Moral Hazard-Konstellationen** motiviert und definiert sind, spielen dabei eine zentrale Rolle.

Folglich können aus einem Einsatz von OMF **komplexe Ergebnispfade** resultieren, die nicht leicht zu prognostizieren sind. **Inflationäre Effekte** – auf verschiedene Vermögenspreise, grundsätzlich aber auch in der Realwirtschaft – sind aber

**extrem wahrscheinlich**, da dies der eigentlichen Natur von OMF als „*pure Geldschöpfung*“ („*Fiat Money Creation*“) entspricht.

Unter dieser Prämisse sollten Investoren eine strukturell **sachwertorientierte Anlagephilosophie** verfolgen, die **renditebringende Sachwerte** wie Aktien, Beteiligungen oder Immobilien in den Vordergrund stellt. Gleichzeitig sollte bei den zugrundeliegenden Währungen der Effekt „**monetärer Verwässerung**“, im Sinne einer **Erosion und strukturellen Abwertung**, antizipiert und aktiv berücksichtigt werden. Elementare Sachwerte wie Gold, die zugleich als alternative Währungen fungieren können, sind vor diesem Hintergrund ebenfalls attraktiv.

Schließlich ist noch als möglicher „**paradoxe**“ **Effekt** zu berücksichtigen, dass eine Übernahme von Staatsschulden durch gezielte OMF-Politik die Bonität ausstehender Staatsanleihen sogar verbessern könnte.<sup>7</sup> Eine „**Verteufelung**“ von Staatsanleihen hoch verschuldeter Staaten wäre dann, zumindest ceteris paribus, möglicherweise deplatziert.<sup>8</sup>



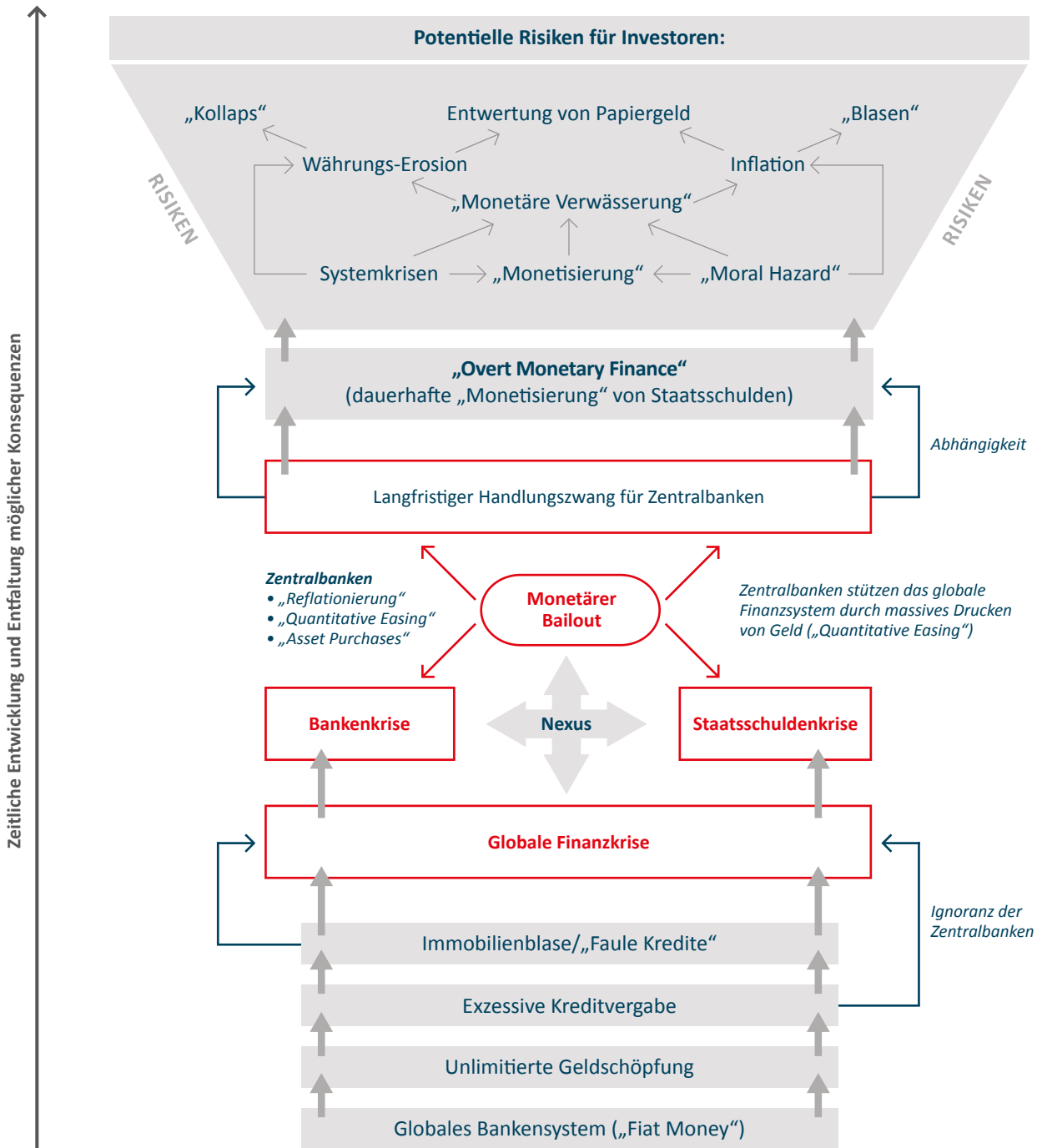
**Monetäre Verwässerung:** Monetäre Verwässerung (analog auch „Monetary Dilution“) bezeichnet den Vorgang einer zunehmenden „Überflutung“ und „Verwässerung“ bestehender Finanzsysteme durch neu geschaffenes Zentralbankgeld. Neu geschaffenes Zentralbankgeld erhöht den Geldumlauf eines Systems, was komplexe Preis- und Mengenreaktionen auslöst. Typischerweise führt monetäre Verwässerung zu inflationären Effekten, Verzerrungen und Verfälschungen der Marktpreise sowie zu einer Abwertung der jeweiligen Währung.

<sup>7</sup> Die Tragfähigkeit der bestehenden Schulden würde sich rein rechnerisch verbessern, da ein Teil der zu leistenden Zinszahlungen über die Zentralbank zurück an den Staat fließt. Bei noch weitergehenden Schritten, etwa einer „Streichung“ oder „ewigen Prolongation“ von Staatsschulden im Bestand der Zentralbank, würde der Restbestand der Staatsschulden (zumindest theoretisch) ebenfalls eine Bonitätserhöhung erfahren.

<sup>8</sup> Allerdings könnte diese Anlageklasse dann durch parallel stark steigende Inflationsrisiken verstärkt unter Druck kommen. Auch die möglicherweise adversen Auswirkungen einer OMF-Politik auf die zugrundeliegende Währung (Abwertung) würden einen Investor tendenziell benachteiligen.

**COGNITIVE CONCLUSION**

„Overt Monetary Finance“: Hintergründe, Auswirkungen und mögliche Risiken für Investoren



Quelle: FERI Cognitive Finance Institute, 2017



## 2 Executive Summary

Our current reality is characterized by unnaturally low interest rates and ever rising government debt. Therefore, many economists and financial market observers raise an important question: What instruments are left to central banks for safeguarding the stability of the financial system in the event of a new recession?

Key interest rates of major central banks are still very low – or even negative – and the adverse effects of unconventional policies on the banking system and real economy are already being felt. At the same time, an exit from ultra-easy monetary policy increases systemic risks, especially for the sustainability of public finances in some major economies.

*So the real question is: Are central banks truly 'out of ammunition'? And what could be the 'new nuclear option' for central banks and policy makers in the event of a new recession or even crisis?*

In this context, this analysis tries to shed light on alternative instruments and measures of monetary and fiscal policy, with particular emphasis on so-called 'Overt Monetary Finance' (OMF). It then contrasts it with established modern economic theory and empirical evidence.

It turns out that modern money-based economic systems are not condemned to chronically-deficient growth and ever rising government debt. In fact, the stimulation of aggregate demand should be the least of all evils in a money-based economy. In this vein, Lord Adair Turner most-prominently advocates a debt-free monetary funding of government expenditures via central banks (OMF) as a potent cure against chronic low growth and deflation.

This analysis aims at defining and discussing the 'blessings' and 'curses' of massive monetary measures like OMF. It also tries to deduce and gauge specific risks associated with such an unorthodox policy. All in all, some serious questions about the true nature of OMF remain. Especially in cases where OMF would be associated with a potential write-off of government bonds on central bank balance sheets, non-trivial problems of moral hazard and monetary dilution would arise. Moreover, a plausible case can be made that OMF could lead to hyperinflation if used excessively. On the other hand, ideas to convert government bonds in perpetual non-interest bearing bonds to solve parts of the government debt problem, may deserve some merit. As an alternative concept, the study introduces the so-called 'Enhanced Debt Management', which would avoid some serious pitfalls of OMF.

To gain better quantitative insights on OMF, this study applies a market-based simulation model. For the sake of simplicity, the scenario simulation is based on the current situation in Japan. The simulation results seem to imply an increase in sovereign bond yields, a depreciation of the exchange rate and a moderate increase in stock prices over a two-year time horizon after OMF has been administered.

The concluding remarks focus on the general problems of OMF-like policy options. In that respect, serious moral hazard-risks and massive incentives for potentially bad policy choices are on top. Any credible OMF-approach could induce myopic behavior and excessive risk-taking among policy makers, financial institutions and financial market participants. If such a scenario materialized, investors would be well advised to exercise extreme caution and to shift to a 'real asset' investment policy, with a special focus on individual 'asset protection'.



Erkenntnisse der Cognitive Finance  
ISSN 2567-4927

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

