



MAKROANALYSE 2/2015

Wer ist für den Niedrigzins am Kreditmarkt verantwortlich?

Thomas Mayer

Auch wenn es eine Ersparnisschwemme geben und die Wirtschaft stagnieren würde, so würde der Kreditzins ohne Manipulation durch die Zentralbanken keineswegs auf oder unter null fallen. Die Konsequenz wäre stattdessen Preisdeflation. Weil diese unser Kreditgeldsystem jedoch zum Einsturz bringen könnte, wird sie von den Zentralbanken mit allen Mitteln bekämpft.

Stellt man Zentralbankern die Frage nach dem Grund für niedrige Zinsen, dann bekommt man die Antwort, dass sie dafür nicht verantwortlich sein könnten. Die Geldpolitik beeinflusse in der Regel ja nur den Geldmarktsatz unter Banken. Auch die bei Zentralbanken in Mode gekommenen Ankäufe für Anleihen seien nur eine Reaktion auf die blutarme Entwicklung der Wirtschaft.

Schon vor der Finanzkrise und weit verbreiteten „quantitativen Lockerung“ der Geldpolitik klagte der damalige Fed-Chef Ben Bernanke über eine „Ersparnisschwemme“, die weltweit die realen Zinsen drücke. In jüngerer Zeit hat der ehemalige US Finanzminister Larry Summers diese These aufgegriffen und erweitert. Seiner Einschätzung nach leidet die Welt seit einigen Jahren an einem hohen Angebot an Ersparnissen und einer Schwäche der Investitionen, der von Bernanke beklagten Ersparnisschwemme. Das führe zur „säkularen Stagnation“ der Wirtschaft, mangelnder Nachfrage nach Krediten, und realen Zinsen, die eigentlich negativ sein müssten. Laut Carl Christian von Weizsäcker liegt

der Grund für die angebliche Ersparnisschwemme in der Alterung der Bevölkerung. Seiner Lesart nach ist in unseren alternden Gesellschaften der Wunsch, für den Ruhestand vorzusorgen, größer als die Möglichkeit, die dafür bereitgestellten Ersparnisse rentierlich anzulegen. Die Folge davon seien reale Kreditzinsen im negativen Bereich.

Die These von der Ersparnisschwemme als Grund für die gegenwärtig extrem niedrigen Zinsen weist jedoch zwei wesentliche Mängel auf. Zum einen nimmt die These in der Formulierung von Weizsäckers an, dass Altersvorsorge das alleinige oder zumindest ausschlaggebende Motiv für Sparen ist. Zum anderen geht sie von einem unscharfen Begriff des Zinses aus, der zu irreführenden Folgerungen führt. Im Folgenden diskutieren wir diese Mängel eingehender und kommen zu dem Schluss, dass die Zentralbanken für das außergewöhnliche Zinsniveau maßgeblich verantwortlich sind. Weil Preisdeflation in unserer Geldordnung eine existentielle Bedrohung für die Banken und damit die Wirtschaft darstellt, sind die Zentralbanken bereit, durch nominale

Negativzinsen die Geldhortung zu besteuern und den Geldverleih zu subventionieren. Die Manipulation des Kreditzinses führt jedoch zur Destabilisierung der Kapitalmärkte und damit zu eben den schädlichen Folgen für die Wirtschaft, die durch diese Politik eigentlich verhindert werden sollen.

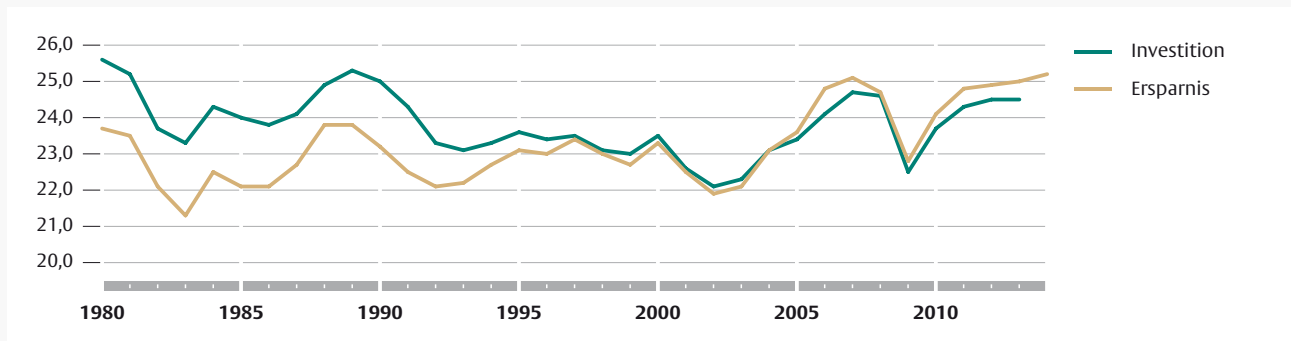
Gibt es eine „Ersparnisschwemme“?

Wenn es eine „Ersparnisschwemme“ gäbe, so sollte sich diese in einem Anstieg der globalen Ersparnis ausdrücken. Tatsächlich sind nach Zahlen des Internationalen Währungsfonds sowohl die globalen Ersparnisse als auch Investitionen in der ersten Hälfte der 2000er Jahre angestiegen (Grafik 1). Unklar ist allerdings, ob dieser Anstieg einen neuen Trend reflektiert oder nur die Korrektur eines früheren Rückgangs darstellt. Für die Investitionen scheint die zweite Aussage, für die Ersparnis

die erste zu gelten. Da auf globaler Ebene jedoch die Ersparnisse den Investitionen entsprechen sollten, muss man die beobachtete Differenz in den 1980er und frühen 1990er Jahren wohl auf Messfehler zurückführen. Die statistische Erhebung von Daten zur Ersparnis ist erheblich schwieriger als die für Investitionen, so dass die Messfehler eher bei den Ersparnissen als den Investitionen zu vermuten sind. Insgesamt gibt es demnach keine klaren empirischen Belege für eine Ersparnisschwemme in der jüngeren Vergangenheit.

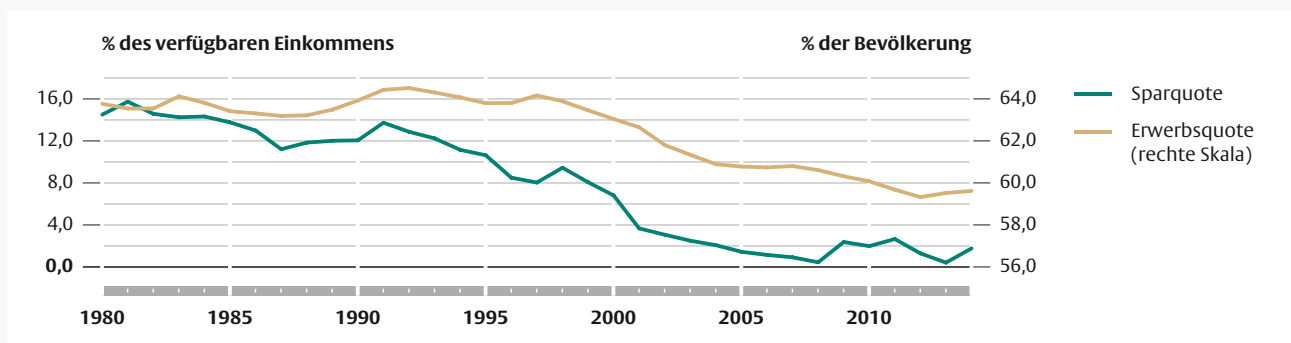
Noch weniger überzeugend ist die These, dass die Vorsorge für den Ruhestand zu einem Anstieg der Ersparnisse geführt hätte. In Japan ist die Alterung der Bevölkerung während der letzten drei Jahrzehnte besonders weit fortgeschritten. Seit Anfang der 1980er Jahre ist die Erwerbsquote von rund 64% auf unter 60% gesunken (Grafik 2). Hätten die privaten Haushalte für das Alter angespart, so hätte ihre Sparquote in den

Grafik 1 Globale Ersparnisse und Investitionen (in % des BIP)



Quelle: IMF, World Economic Outlook Database

Grafik 2 Japan: Sparquote der privaten Haushalte und Erwerbsquote



Quelle: OECD

zwei Jahrzehnten vorher ansteigen müssen. Tatsächlich ist die Sparquote jedoch von Beginn der 1980er Jahre von beinahe 16% kontinuierlich auf zuletzt 1,8% gefallen.

In anderen Industrieländern mit alternden Bevölkerungen ist der Verfall der Sparquote nicht so dramatisch wie in Japan. Aber auch dort ist nirgendwo der vermutete Anstieg der Ersparnis zur Altersvorsorge zu beobachten.

Kann der Zins auf natürliche Weise negativ werden?

In der ökonomischen Literatur herrscht eine erstaunlich große Vielfalt an Ansichten darüber, was der Zins darstellt. Für die einen, der Neoklassik nahestehende Ökonomen, entspricht der reale Zins der Grenzproduktivität des Kapitals. Bei Über- oder Fehlinvestition können die Grenzproduktivität des Kapitals und damit der so definierte Zins negativ sein. Unterstellt man den Wirtschaftsakteuren aber rationales Handeln, wie in der Neoklassik gebräuchlich, sind systematische Über- oder Fehlinvestitionen bei freier Entscheidung der Akteure nicht möglich. Ohne von außen kommenden Zwang würden rationale Wirtschaftsakteure Investitionen mit der Aussicht auf negativen Ertrag unterlassen.

Für andere, Keynes nahestehende Ökonomen reflektiert der reale Zins eine Prämie für Liquidität. Da es schwer vorstellbar ist, dass Investoren illiquide Anlagen liquiden vorziehen, sollte der so definierte Zins ohne Manipulation durch eine einflussreiche Instanz ebenfalls nicht negativ werden können. Dies gilt auch für die auf Eugen von Böhm-Bawerk zurückgehende und durch Ludwig von Mises und Irving Fisher erneuerte Theorie des Zinses als Maß für die Zeitpräferenz. Danach muss die Gegenwart immer höher bewertet werden als die Zukunft, denn ohne Gegenwart ist Zukunft schlicht unmöglich. Ein negativer Zins, und damit eine negative Zeitpräferenz, würden in letzter Konsequenz bedeuten, dass der Mensch gewillt und in der Lage ist, auf seine gegenwärtige Existenz zu Gunsten seiner zukünftigen Existenz zu verzichten. Dies ist im Rahmen menschlicher Lebensbedingungen schlicht unmöglich.

Wenn nun die Theorie nicht in der Lage ist, einen negativen Zins schlüssig zu begründen, wie ist es dann möglich, dass wir gegenwärtig dennoch negative reale und teils sogar

nominale Kreditzinsen beobachten? Wollen wir nicht sämtliche Zinstheorien verwerfen, dann müssen wir die Antwort darin suchen, dass andere als in diesen Theorien berücksichtigte Faktoren den Kreditzins beeinflussen. Wir sehen den Grund für das ungewöhnliche Zinsniveau darin, dass unsere Zentralbanken im Zweifel die Geldhortung besteuern und den Geldverleih subventionieren, um das Risiko einer Preisdeflation zu minimieren. Ein negativer Kreditzins ist nicht das Ergebnis von auf freien Kreditmärkten handelnden Akteuren, sondern der Entscheidungen von zentralen Planungsbehörden, den Zentralbanken.

Stellen wir uns eine Wirtschaft vor, in der eine größere Zahl älterer Menschen mehr sparen will, um ein Polster für den Ruhestand zu haben. Stagniert die Wirtschaft, gibt es keine rentablen Anlagemöglichkeiten. Folglich werden die künftigen Ruheständler einfach einen Teil ihres Geldeinkommens horten, indem sie Bargeld in der Matratze verstecken oder in ein Bankschließfach legen. Wird dieses Geld dem Konsum entzogen, fallen die Preise. Die Nutznießer dieses Effekts sind die Jüngeren, die sich bei gleichbleibendem Geldeinkommen mehr Waren kaufen können. Lösen die Älteren bei Eintritt in den Ruhestand dann ihre Ersparnis auf, erhöht sich die nominale Konsumnachfrage wieder. Da aber gleichzeitig die Produktion fällt, wenn nun weniger Leute arbeiten, steigen die Preise kräftig an und entwerten das für die Altersversorgung angesparte Geldvermögen.

Wächst die Wirtschaft, haben die künftigen Ruheständler ebenfalls die Möglichkeit, Geld einfach zu horten und damit die Preise zu drücken. Andererseits haben die Jüngeren nun den Anreiz, sich das gesparte Geld von den Älteren gegen eine Leihgebühr zu borgen, um es in die Produktion von Kapitalgütern zu investieren. Aus dem wirtschaftlichen Zuwachs, der mit diesen Kapitalgütern erzeugt wird, können sie die Leihgebühr begleichen. Mit der Leihgebühr, dem Zinseinkommen, können die Ruheständler ihre Konsumausgaben finanzieren, ohne dass die Jüngeren auf Konsum verzichten müssen.

Zum besseren Verständnis dieser Begründung eines positiven Zinses bedienen wir uns eines einfachen ökonomischen Modells. Gleichung (1) setzt die Geldnachfrage nach Transaktionskasse (MT) dem nominalen Einkommen (Preisniveau P multipliziert mit realem Einkommen Y)

gleich.⁽¹⁾ Gleichung (2) bestimmt die gesamte Geldnachfrage (M) aus der Summe der Geldnachfrage nach Transaktionskasse und Geldersparnis (MS). Gleichung (3) definiert die nominale Ersparnis als Summe der Geldersparnis und der Kapitalanlage (IS). Gleichung (4) besagt, dass die Kapitalanlage eine positive Funktion des am Kapitalmarkt gebotenen nominalen Zinses (i) ist, und Gleichung (5) zeigt die Verwendung des Einkommens für den Konsum der Älteren (C), der Jüngeren (K) und für die von den Älteren geleistete Ersparnis (S).

- (1) $MT = PY$
- (2) $M = MT + MS$
- (3) $S = MS + IS$
- (4) $IS = IS(i)$
- (5) $PY = C + K + S$

In Differenzialen ausgedrückt ergibt sich

- i. $dMT = YdP + PdY$
- ii. $dM = dMT + dMS$
- iii. $dS = dMS + dIS$
- iv. $dIS = (\delta IS/\delta i) di$
- v. $YdP + PdY = dC + dK + dS$

Nun nehmen wir an, dass die gesamte Geldnachfrage (M) und der Konsum der Jüngeren (K) konstant und das reale Einkommen (Y) durch die Produktion vorgegeben sind (also $dM = dK = dY = 0$). Aus den Gleichungen i. bis v. erhalten wir dann:

$$dP = (-dS + (\delta IS/\delta i) di) / Y$$

$$dC = -2 dS + (\delta IS/\delta i) di$$

In einer stagnierenden Wirtschaft fallen $(\delta IS/\delta i) di$ und dIS weg, da es keine rentablen Anlagemöglichkeiten für die Ersparnis gibt. Ein Anstieg der Ersparnis ($dS > 0$) führt folglich zu einem Rückgang der Preise ($dP < 0$) und einem überproportionalen Rückgang des nominalen Konsums der Älteren ($dC \ll 0$). Entsprechend führt ein Rückgang der Ersparnis zu einem Anstieg der Preise und einem überproportionalen Anstieg des nominalen Konsums der Älteren. Dagegen sind in einer wachsenden Wirtschaft $(\delta IS/\delta i) di$ und folglich dIS positiv, so dass ein Anstieg der Ersparnis nicht notwendigerweise zu einem Rückgang der Preise und des Konsums der Älteren führen muss.

Wir sehen also: In einer stagnierenden Wirtschaft führt ein Anstieg der Ersparnis zu höherer Geldhortung und fallenden Preisen (und vice versa). Da es keine rentablen Anlagemöglichkeiten gibt, gibt es auch keinen Kreditmarkt und keinen Kreditzins. Wächst die Wirtschaft jedoch, dann haben die Sparer die Wahl, Geld zu horten oder zu verleihen. Natürlich werden sie es nur verleihen, wenn sie dafür einen positiven realen Kreditzins bekommen.⁽²⁾ Gibt es die Möglichkeit, Geld zu horten, dann ist dieser Zins entweder positiv, weil es sich lohnt, Geld zu verleihen. Oder es gibt keinen Kreditzins, weil sich Geldverleihen nicht lohnt und es daher keinen Kreditmarkt gibt.

Warum die Zentralbanken den Kreditzins manipulieren?

Bisher sind wir davon ausgegangen, dass das Geldvolumen (M) fest vorgegeben ist. In Wirklichkeit ist das ja nicht so. In unserer Geldordnung produzieren die Banken Giralgeld, indem sie Kredite vergeben, und die Zentralbanken steuern diesen Prozess, indem sie über den Geldmarktzins den Kreditzins und damit die Geldnachfrage beeinflussen. Das Produktionsmittel für unser Geld sind Schulden: Der Kreditnehmer schuldet der Bank Geld, die dieses Geld wiederum den Einlegern schuldet.

In diesem System stellt Deflation eine existenzielle Bedrohung für die Schuldner und damit das Geld selbst dar. Denn bei sinkenden Preisen und nominalen Einkommen kann die ausstehende Schuld den Schuldnern über den Kopf wachsen. Sind sie zahlungsunfähig, dann kollabieren die Kredite und das mit ihnen geschaffene Geld. Zur Abwehr der daraus entstehenden „Schuldendeflation“ setzen unsere Zentralbanken alles daran, um die Kreditvergabe zu beleben und die Geldhortung zu verhindern. Deshalb sind sie gewillt, mit

⁽¹⁾ Da wir hier Stromgrößen betrachten wollen, definieren wir die Geldnachfrage als Veränderung der Geldbestände.

⁽²⁾ Wir abstrahieren hier ebenso von möglichen Kosten für die Hortung von Geld wie von möglichen Risikoprämien bei der Verleihung von Geld, da sich beide Faktoren tendenziell neutralisieren.

sehr niedrigen bis negativen nominalen Zinsen die Geldleihe zu subventionieren und die Geldhortung zu besteuern, wenn sie auch nur ein entferntes Risiko für Deflation sehen. Wie die Bemerkungen Bernankes belegen schließen viele Zentralbanker eine Ersparnisschwemme zumindest nicht aus.

Fazit

Wir können daraus schließen: Auch wenn es die Ersparnisschwemme geben und die Wirtschaft stagnieren würde, so würde der Kreditzins ohne Manipulation durch die

Zentralbanken keineswegs auf oder unter null fallen. Die Konsequenz wäre Preisdeflation. Weil diese unser Kreditgeldsystem jedoch zum Einsturz bringen könnte, wird sie von den Zentralbanken mit allen Mitteln bekämpft, auch wenn sie nur ein entferntes Risiko darstellt. Zentralbanken beeinflussen den Geldmarktzins direkt, indem sie den Banken Reservegeld zu diesem Zins bereitstellen. Sie nehmen heutzutage aber auch entscheidenden Einfluss auf die länger laufenden Kreditzinsen für Nichtbanken, indem sie den von ihnen gewünschten Pfad für die künftigen Geldmarktzinsen bekanntgeben („forward guidance“) oder direkt am Markt für länger laufende Kredit intervenieren.



RECHTLICHE HINWEISE Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet. **Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG.** © 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com;
Vorstand Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; Umsatzsteuer-ID DE 200 075 205; Handelsregister HRB 30 768 (Amtsgericht Köln);
Zuständige Aufsichtsbehörde Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de;
Autor Dr. Thomas Mayer; Redaktionsschluss 18. Februar 2015; Design Heller & C GmbH

www.fvs-ri.com



for independent thinking