

Wer ist schuld am Niedrigzins?

Von Norbert Häring, 26. Januar 2018

Seit neun Jahren verlangen die großen Notenbanken der Welt fast keine Zinsen mehr, wenn die Banken sich von ihnen Geld holen. Die Zinsen, die man für Anleihen oder Bankguthaben bekommt, sind entsprechend niedrig. Deswegen muss sich die Europäische Zentralbank (EZB) heftiger Kritik erwehren, vor allem aus Deutschland.

EZB-Chef Mario Draghi sieht zwar das Problem, dass die Niedrigzinsen "Druck auf das Geschäftsmodell von Finanzinstituten ausüben, da sich deren Zinseinkünfte verringern", und äußert auch Verständnis für Sorgen der Rentner, die von ihrem Ersparnissen leben. Aber er hält die Kritik für ein Missverständnis. Am klarsten begründete er das auf der Jahrestagung der Asiatischen Entwicklungsbank 2016 in Frankfurt. "Die langfristigen Realzinsen werden von strukturellen Faktoren bestimmt. Die Geldpolitik beeinflusst die Zinssätze auf kurze Sicht", erklärte er. Die Niedrigzinsen seien nicht die Ursache der Probleme, "sie sind vielmehr das Symptom einer weltweiten Investitionsnachfrage, die nicht ausreicht, um alle in der Volkswirtschaft vorhandenen Ersparnisse zu absorbieren."

Die ökonomische Erklärungshypothese dahinter läuft unter Namen wie Ersparnis-Schwemme oder säkulare Stagnation. Der frühere US-Finanzminister Larry Summers ist deren bekanntester Vertreter. Danach gibt es einen "natürlichen" Zins oder Gleichgewichtszins, bei dem das Produktionspotenzial ausgeschöpft würde. Die Marktzinsen streben dem natürlichen Zins zu. Der ist laut Summers und anderen deshalb gesunken, weil sich ein Ersparnisüberschuss gebildet hat. Dabei spielten abnehmende Wachstumsraten und nachlassende Produktivitätsfortschritte und die dadurch sinkende Investitionsneigung eine Rolle, aber auch Bevölkerungsfaktoren wie steigende Erwerbsquoten, die die Ersparnis erhöhen.

Vier Ökonomen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), der Bank von Finnland und der thailändischen Notenbank, darunter BIZ-Chefökonom Claudio Borio, haben nun mit der Studie "Why so low for so long?" Wasser in den Wein dieser Argumentation geschüttet. Sie unterzogen die These einem historisch-empirischen Test, und zwar nicht nur für die Zeit des Zinsrückgangs seit den Achtzigerjahren, sondern über mehr als 100 Jahre hinweg. Denn in einer Zeit, in der der Zins im Wesentlichen nur sinkt, kann man schwer konkurrierende Hypothesen testen. Anders ist das über die lange Spanne, mit Episoden steigender und sinkender Zinsen. Mit Zins ist dabei der langfristige Realzins gemeint.

Sie stellen fest, dass die Faktoren, die laut der Theorie des natürlichen Zinses den Langfristzins bestimmen sollten, dessen tatsächliche Entwicklung über die Zeit nicht erklären können - und zwar weder für einzelne Länder noch in globalem Maßstab.

Dafür fanden die vier Ökonomen eine durchschlagende Rolle der Geldpolitik. Nach der Theorie von Draghi und Summers sollte diese allenfalls kurzfristig eine Rolle spielen. In den Theorien, die auf dem natürlichen

Zins aufbauen, sind die Geldpolitik und das Geld nur eine Art folgenloser Schleier über den tieferliegenden wirtschaftlichen Faktoren, die den Realzins bestimmen. Wenn die Notenbank keinen guten Job macht, kann sie zwar schädliche Verzerrungen im Zinsgefüge auslösen, aber den realen Langfristzins nicht nachhaltig beeinflussen. Dem halten die vier Ökonomen nun entgegen: "Unsere Analyse zeigt, dass Wechsel im geldpolitischen Regime mit Niveauänderungen bei den Realzinsen verbunden sind."

Die Autoren identifizieren sechs verschiedene geldpolitische "Regime" abseits der Weltkriegszeiten. Es beginnt mit dem Goldstandard (ein fester Umtauschkurs von Banknoten in Gold wurde garantiert), bei dem die Notenbanken auf den Versuch verzichteten, Konjunkturschwankungen auszugleichen. Trotzdem war diese Zeit von relativ hohen, aber sehr stabilen Realzinsen um vier Prozent geprägt. Im Zwischenkriegs-Goldstandard fingen die Notenbanken an, sich um Stabilisierung der Wirtschaftsentwicklung zu bemühen. Der Realzins schwankte stärker, mit Tendenz nach unten. Es gab eine Finanzblase, die platzte und in die große Weltwirtschaftskrise führte. Die Notenbanken senkten den Nominalzins kräftig, konnten aber wegen der fortgesetzten Preisrückgänge den Realzins zunächst kaum drücken.

Im dollarbasierten Festkurssystem von Bretton Woods der Nachkriegszeit herrschte finanzielle Repression. Das ist ein Fachbegriff für Niedrigzinspolitik gepaart mit Kapitalverkehrskontrollen und weiteren administrativen Eingriffen. Das sorgte dafür, dass die niedrigen Nominalzinsen auch zu niedrigen Realzinsen wurden, trotz im Durchschnitt sehr hoher Wachstumsraten. Nach dem Ende von Bretton Woods führte hohe Inflation zu sehr niedrigen, zum Teil sogar negativen Realzinsen, die sich erst allmählich wieder auf rund vier Prozent erholten. Das letzte Regime, etwa die vergangenen 25 Jahre, ist das der Inflationssteuerung per Zinspolitik bei umfassender Liberalisierung der Finanzmärkte. Der Realzins ging immer weiter nach unten.

Der Goldstandard bietet besonders interessantes Untersuchungsmaterial. Die wenigen Länder, die sich mindestens zeitweise nicht dem Goldstandard anschlossen, hatten einen um fast zwei Prozentpunkte niedrigeren Realzins als die Goldstandard-Länder. Probleme für die Theorie vom Gleichgewichtszins macht auch die große Stabilität des Realzinses in den Goldstandard-Ländern. Denn die Faktoren, die als Kandidaten für die Bestimmung des gleichgewichtigen Realzinses gelten, schwankten in dieser Zeit durchaus beträchtlich, so dass eigentlich auch der Realzins hätte schwanken müssen.

Auch der unterschiedlich terminierte Übergang zur Inflationssteuerung bietet gutes Analysematerial. Den Forschern zufolge ist das Inflationssteuerungsregime mit einem um einen Prozentpunkt niedrigeren Realzins verbunden.

Auch in der übergreifenden Analyse zeigt sich, dass das jeweils vorherrschende geldpolitische Regime durchgängig das Zinsniveau in der jeweiligen Periode mit erklärt. Wenn Notenbanker sagen, sie seien für die niedrigen Zinsen nicht verantwortlich, ist das demnach falsch. Ob das für Detailentscheidungen der Notenbanken innerhalb ihrer geldpolitischen Strategie gilt, bleibt offen. Aber auf jeden Fall gilt es für die Entscheidung über diese Strategie. Ein weiteres Ergebnis der Analyse ist, dass es vor allem auf die Strategie der Anker-Zentralbank ankommt, also heutzutage die der US-Notenbank. Berücksichtigt man dies, so könnte Mario Draghi doch wieder recht haben, dass die Europäische Zentralbank nur begrenzt für die niedrigen Zinsen verantwortlich ist - wenn auch aus einem anderen Grund.

Der Autor ist Ökonom und Redakteur des Handelsblatts für Wirtschaftswissenschaft und Konjunktur.