

Niedrigzinsen (1)
CFS-Konferenz, 27.02.2020

Geldpolitischer Sündenfall oder säkulare Stagnation?

Der professorale Sachverstand ist uneins

Deutsche Nabelschau

(DGr/HM) Nicht nur der deutsche Stammtisch beklagt die Zinspolitik der Europäischen Zentralbank (1), auch Versicherer, Sparkassen, Volksbanken klagen (2). Selbst ein guter Teil des professoralen Sachverstands ist ohne Wenn und Aber der Überzeugung, dass die *stark expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) [...] die Sparer durch niedrige und gar negative Zinsen schädigt* (3).

Nun ist es weltweit mit den Zinsen seit Jahren nicht mehr so weit her und schon gar nicht mit dem geldpolitischen Einfluss der EZB.

Vernünftig also die Frage, wer oder was die weltweiten Niedrigzinsen verursacht. Wie lange sie anhalten und was sie anrichten werden – weltweit und am Ende auch für Deutschland.

Das *Center for Financial Studies* der Goethe-Universität hatte dazu vorletzte Woche zwei emeritierte wirtschaftswissenschaftliche Schwer-

gewichte eingeladen: Professor Dr. Carl Christian von Weizsäcker (*Weizsäcker*) als Referenten und Professor Dr. Hans-Werner Sinn (*Sinn*), um sich mit Weizsäcker in die Wolle zu kriegen.

Und zu allem Überfluss noch vier aktive Professoren für ein Panel nach Weizsäcker und Sinn (4).

Weltweites Panorama

Weizsäcker kümmert nicht das sechswöchige geldpolitische Klein-Klein des EZB-Rats, die Kritik an der EZB hält er *für grundlegend verfehlt*: deren Beschlüsse seien kein Sündenfall, nicht Ursache der Niedrigzinsen, sondern notwendig und angemessen wegen der Konsequenzen einer erfreulichen Entwicklung: *Weltweit gibt es Fortschritt!* (5).

Weizsäcker kommt für die OECD-Staaten und China zum Befund einer großen, einer groß-zuschreibenden Divergenz: der *Großen Divergenz zwischen Sparen und Investieren*, die sich spätestens seit dem Ende des Zweiten Welt-

kriegs abzeichne, noch immer ausweite und während des 21. Jahrhunderts eine Herausforderung bleibe (6).

Gut 150 Jahre hat Weizsäcker im Blick – und welche Erklärung für die säkulare Divergenz?

Weltweiter Fortschritt

Erstens werde der Lebensstandard weltweit weiter steigen – und mit ihm auch Lebenserwartung wie Dauer des dritten Lebensabschnitts, weil nirgendwo das Eintrittsalter entsprechend angepasst wird.

Zweitens steige mit der Dauer des dritten Lebensabschnitts die Notwendigkeit, mehr zu sparen, aber mit steigendem Lebensstandard auch Fähigkeit wie Bereitschaft – die Sparquote legt schneller zu als der Konsum, mithin das Vermögen (7)(8).

Immer mehr Kapital sucht nach investiven Chancen.

Da Weizsäcker mit Böhm-Bawerk (9) Kapital als

verdinglichte Zeit auffasst, bringt er Kapitalangebot wie Kapitalnachfrage, Sparen wie Investieren, mit der beanspruchten Zeit auf den Begriff, indem er Bestandsgrößen ins Verhältnis zu einer Stromgröße setzt - konkret zum jährlichen privaten und öffentlichen Konsum in 2015 (10).

T, L und Z

Für die relative Kapitalnachfrage nach Gebäuden, Maschinen und Vorräten definiert Weizsäcker den Kapitalkoeffizienten T:

$T = \text{Realkapital} / \text{Konsum}$

Für das Kapitalangebot den Vermögenskoeffizienten Z:

$Z = \text{Vermögenswunsch} / \text{Konsum}$

Wobei die aus dem Arbeits- und Konsumplan der Akteure abgeleiteten Werte den Vermögenswunsch bilden – und im gesamtwirtschaftlichen Vollbeschäftigungsgleichgewicht *der aggregierte private Vermögenswunsch und das*

Professor Dr. Carl Christian von Weizsäcker: Ein Gespenst geht um in Europa, das Gespenst der Nullzinsen. Und viele haben den Sündenbock schon ausgemacht: die Europäische Zentralbank (EZB) und insbesondere ihren Präsidenten Mario Draghi. **Ich halte diese Kritik für grundlegend verfehlt.**



aggregierte tatsächliche Vermögen gleich groß sind (11).

Für T errechnet Weizsäcker fünf Konsumjahre, dreizehn für Z.

Danach sucht mehr und mehr Kapital nach investiven Chancen und geht mehr und mehr Kapital investiv leer aus. Das Kapitalangebot ist größer als das Realvermögen, der Vermögenswunsch übertrifft Realkapital T plus Bodenwerte L mit ihren zwei Konsumjahren um sieben Konsumjahre:

Z>(T+L)

In das Realvermögen setzt Weizsäcker keine große Hoffnung: T stagniere seit mindestens 75 Jahren (12), woran sich auch in Zukunft nichts ändern werde (13) – und der Boden eigne sich schon wegen seiner vielfältigen Enteignungsrisiken nicht, um zur Wunscherfüllung beizutragen (14).

Säkulare Stagnation?

Den expansiven privaten Vermögenswunsch als Ursache des Zinsverfalls führt Weizsäcker seit 2010 ins Feld.

Mit der Parole von der *Säkularen Stagnation* nimmt seit 2013 Larry Summers (Summers) an der Diskussion teil, renommierter Professor für Wirtschaftswissenschaften, ehemals Chefökonom der Weltbank und Direktor des National Economic Council unter Barack Obama.

Summers keynsianisch inspirierter Befund (15), so Weizsäcker, sei durchaus mit seinem Befund vereinbar, aber Summers Parole führe in die Irre.

Erstens könne das private Sparangebot *als Ergebnis erfreulichen Fortschritts bei Wohlstand und Lebenserwartung angesehen werden* (11).

Zweitens müsse die private Geldschwemme nicht stagnativ verenden.

Was nun, was tun?

Wirtschaftspolitische Taten

Der volkswirtschaftlichen Ausgleich zwischen Vermögenswunsch und Realvermögen, also

Z-D=(T+L)

mit D gleich Staatsverschuldung/ Konsum, gelingt nach Weizsäcker in Zukunft nur, wenn der Staat sich mehr noch als in der Vergangenheit ins Zeug legt – er müsse angesichts des aktuellen Zinsniveaus *mit seiner Fiskalpolitik voll dagegen halten* und verhindern, dass die *Große Divergenz zu einem dauerhaft negativen Realzins führt* (5).

Die Staatsschuldenquote sei die Steuerungsgröße im 21. Jahrhundert – 2015 betrug sie weltweit 6 Konsumjahre.

Es gibt für Weizsäcker einen optimalen Realzins, der allerdings einen subtilen fiskalischen Eieranz erfordert: der weltweite Durchschnitt der Staatsquoten darf weder zu hoch noch zu niedrig ausfallen.

Fällt er zu niedrig aus oder gar unter die sechs Konsumjahre, läge *der mit hoher Beschäftigung kompatible Realzinssatz weit im negativen Bereich* (5) – und das hieße Inflation.

Eine dauerhafte Inflation aber würde *die Bereitschaft und Fähigkeit der Bürger zur Eigenvorsorge* (5) zerrütten.

Fällt er zu hoch aus, steigt der Realzins – und die staatlichen Investitionen verdrängen die privaten, der Staat würde die Inflation zur Entschuldung nutzen.

Um diesen optimalen Realzins hinzukriegen, scheut Weizsäcker nicht vor der Verabschiedung der grundgesetzlich geadelten Schuldenbremse zurück und nicht vor einem multilateralen Abkommen, dass die Parteien auf einen Zielwert ver-

pflichtet und je nach Zinsentwicklung entweder die Staaten mit Leistungsbilanzüberschüssen oder die mit Leistungsbilanzdefiziten zu Maßnahmen zwingt, ihre Überschüsse oder Defizite zu verringern.

Professorale Einwände

Claus Döring, Chefredakteur der Börsen-Zeitung, erinnerten die Ausführungen Weizsäckers *sehr an ein volkswirtschaftliches Hauptseminar [...] (16)*.

Was hat er erwartet? Weizsäcker macht seit Jahren keinen Hehl aus seinen Ideen zur weltweiten Sparschwemme, zum Verfall des Realzinses, zum fiskalischen Attentismus, zu kontraproduk-

tiven Schuldenbremsen und unausgewogenen Leistungsbilanzen.

Ideen, die im Übrigen in der von Weizsäcker ins Leben gerufenen E-Mail-Makro-Runde über die Jahre kontrovers erörtert wurden – und auch bei Sinn und den vier professoralen Panelisten nicht ungeschoren davon gekommen sind.

Der professorale Sachverstand war uneins, seine Einwände durchaus von praktischer Relevanz, was auch Döring zugesteht.

Weshalb es sich lohnt, im MMComments Nr. 250 die Einwände darzustellen und genauer zu prüfen.



- (0) **Rechtschreibung:** Wir bevorzugen die Schreibweisen vor der Reform – mit ein paar Ausnahmen: so schreiben wir zum Beispiel *dass* statt *daß*, weil uns das Eszett bei keinem Schrifttyp gefällt. Wir verzichten darauf, die paar anderen Ausnahmen zu listen.

Zitate setzen wir *kursiv* statt in Anführungszeichen.

Bildnachweis: © Frank Wagner, Adobe

- (1) Reuters Frankfurt: **Deutsche lehnen EZB-Zinspolitik ab**, Börsen-Zeitung Nr. 30, 13.02.2020

61 Prozent der Bundesbürger beurteilen nach einer aktuellen Forsa-Umfrage zum Anlageverhalten die Niedrigzinspolitik der EZB als falsch.

Christof Kessler, Vorstandssprecher des Auftraggebers, der Gothaer Asset Management: *In Zeiten von Negativzinsen ist es nicht verwunderlich, dass die Zinspolitik der EZB immer stärker an Rückhalt in der Bevölkerung verliert.* Die Folgen würden vor allem die Kleinanleger treffen, die um ihre Altersvorsorge bangen.

- (2) BVR, DSGVO, GDV: **Kreditinstitute und Versicherer fordern behutsame Wende in der Geldpolitik** (gemeinsame Presseerklärung), netzwerk-ebd.de, 02.06.2014

- (3) Richard Reichel: **Verteidigung der Negativzinspolitik der EZB: Propaganda statt Fakten?**, ludwig-erhard.de, 19.12.2019

- (4) Video und Folien zur Konferenz **Niedrigzinsen – Warum? Wie lange? Konsequenzen?** sind abrufbar unter www.ifk-cfs.de

- (5) Carl Christian von Weizsäcker: **Rettet den Zins!**, faz.net, 18.09.2019

- (6) Warum das den meisten nicht früher aufgefallen ist?

Im Grunde, so Weizäckers Antwort zum Beispiel in (5), *weil der Staat massiv gegengehalten hat: durch „Entsparen“, sprich durch eine sehr stetig verlaufende Nettoneuverschuldung.*

- (7) Weizsäcker unterscheidet den privaten und den staatlichen Sektor.

Das private Vermögen besteht aus dem Realvermögen in privater Hand und dem Saldo aus Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Staat.

Der Saldo, die Nettoverschuldung des Staates, setzt sich für ihn aus den in der amtlichen Statistik ausgewiesenen expliziten Staatschulden und den impliziten Staatsschulden zusammen.

Implizite Staatschulden *bestehen insbesondere, aber nicht nur, aus den Rentenzusagen an die Bürger im Rahmen der gesetzlichen Rentenversicherung und den Rentenzusagen an die Angestellten und Beamten des öffentlichen Dienstes.*

Für den Bürger ist nach Weizsäcker's Überzeugung *das Anrecht auf diese Renten- und Pensionszahlung ohne Zweifel Vermögen. Seine Lebensplanung, insbesondere sein gegenwärtiges Konsumverhalten richtet sich auf diese künftig zu erwartenden Zahlungen ein.*

Für Weizsäcker ist es keine ausgemachte Sache, dass die Staatsschulden unter allen Umständen zukünftige Generationen belasten.

Ob man diese pessimistische Sicht teilt oder die Staatsschulden optimistisch als Vermögen der Bürger betrachtet, hängt vom Realzinsniveau ab: *Dieser Indikator ist der gleichgewichtige, inflationsbereinigte und risikobereinigte Zinssatz, der einem Zustand der Vollbeschäftigung entspricht.*

- (8) Carl Christian von Weizsäcker: **Ende der Kapitalknappheit und neuer Protektionismus**, 100. Jahrgang, 2020 Heft 1, wirtschaftsdienst.eu

Das private Finanzvermögen ist in diesen drei Kategorien enthalten, sei es als Beteiligungsvermögen an Unternehmen, sei es als Forderungen an den Staat, wobei wir das Zentralbankgeld – gemäß Bilanzierungsmodus der Zentralbanken – mit zu den Forderungen an den Staat rechnen. Das bilanzierte Nettovermögen der Unternehmen wird damit ihren privaten Teilhabern zugerechnet.

- (9) Falls man sich einen ersten, einen eher feuilletonistischen Eindruck von Böhm-Bawerk verschaffen will, ist (9.1) nicht schlecht. Einen vergleichsweise anspruchsvollen Eindruck von Böhm-Bawerks Einfluss auf Weizsäcker vermittelt (9.2).

(9.1) Bertram Schefold: Eugen von Böhm-Bawerk: **Warum darf man Zinsen nehmen?**, faz.net, 24.12.2014

(9.2) Carl Christian von Weizsäcker: **Böhm Bawerks temporale Kapitaltheorie: ihre Moderni-**

sierung und ihre heutige Aktualität (Vortrag beim Dogmenhistorischen Ausschuss des VfS, Wien, Fassung vom 24. April 2014), coll.mpg.de

(10) Konsumeriode ist 2015, Stichtag der Bestandsgrößen der 31.12.2015.

(11) Carl Christian von Weizsäcker, Hagen Krämer: **Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert : Die Große Divergenz**, 2019¹

Die Autoren gehen von zwei Annahmen aus, um den Begriff des Vermögenswunsches zu erläutern.

Annahme 1: Person A steht *ein bestimmtes intertemporales Budget für Konsumzwecke zur Verfügung* – und das ergibt sich *aus einem Anfangsvermögen und einem erwarteten Arbeitseinkommen*.

Annahme 2: Person A ist *mit bestimmten Renditen für angelegtes Vermögen konfrontiert*.

Diese Person entscheidet sich dann für einen bestimmten Arbeits- und Konsumplan [...], einen sogenannten Lebensplan.

Wie entwickelt sich, fragt Weizsäcker jetzt, das Vermögen dieser Person im Zusammenhang mit dem von ihr selbst gewählten Lebensplan [...]?

Die daraus abgeleiteten Werte für das Vermögen dieser Person nennt Weizsäcker: Vermögenswunsch.

(12) In seinem CFS-Vortrag hat Weizsäcker das mit der Entwicklung des US-amerikanischen Kapitalkoeffizienten 1945-2018 grafisch veranschaulicht, wobei im Nenner statt des laufenden jährlichen Konsum das Sozialprodukt steht.

(13) Der Kapitalkoeffizient ist konstant – und daran wird sich nach Weizsäckers begründeter Überzeugung auch nichts ändern.

Grosso modo entspreche der Kapitalkoeffizient der Böhm-Bawerkschen Produktionsperiode dem *durchschnittlichen zeitlichen Vorlauf des volkswirtschaftlichen Arbeitseinsatzes vor der schließlich errungenen Verfügbarkeit der Konsumgüter*.

Es geht also um die vertikale Arbeitsteilung, die seit Adam Smith als die wesentliche Quelle des Wohlstands betrachtet wird.

Offensichtlich darf man von zwei Hypothesen ausgehen.

Hypothese 1: Je länger der Produktionsumweg, desto ergiebiger die Produktion.

Hypothese 2: Je länger die Produktionsumwege, desto komplexer die Produktion.

Deshalb erwartet Weizsäcker, *dass der Saldo zwischen Ergiebigkeit und Komplexitätskosten bei einer bestimmten Produktionsperiode sein Maximum erreicht.*

Natürlich macht es keinen Sinn, über dieses Saldomaximum hinauszugehen – und dieses Maximum ist nach Weizsäcker längst erreicht.

Im Übrigen hält er es nicht für ausgeschlossen, dass der Kapitalkoeffizient wegen der Digitalisierung sogar noch zurückgehen könnte.

- (14)** Vermögenswerte in Form von Boden sind für Weizsäcker der kapitalisierte Gegenwartswert künftiger Bodenrenten.

Nach Weizsäckers Meinung ist der Boden vielfältigen Risiken ausgesetzt, was zu *einem Wertabschlag in der Form einer „Risikoprämie“* führt.

Risiko 1: Besteuerung der Bodenrenten *ohne Überwälzungsmöglichkeit und ohne Effizienzverlust.*

Risiko 2: *Staatliche Eingriffe in den Mietmarkt für Wohnungen.*

Risiko 3: Mit steigendem Zinsniveau steigende *Sensitivität des Bodenwerts gegenüber Zinsänderungen* – und damit auch steigende Risikoprämie.

Angesichts dieser Risiken sei der Boden ungeeignet, so Weizsäcker, den Überschuss an Ersparnissen aufzunehmen, er ist *als Vermögensanlage nur ein begrenztes Substitut für Staatsanleihen und damit für die Privatvermögen vermehrende Staatsverschuldung.*

- (15)** Patrick Bernau: **Was tun gegen die Säkulare Stagnation?**, faz.net, 06.01.2020

Der Artikel informiert zügig über den aktuellen Stand der US-amerikanischen Diskussion.

(16) Claus Döring: Dem Niedrigzins auf der Spur, Börsen-Zeitung Nr. 42, 29.02.2020

Claus Döring, Chefredakteur der Börsen-Zeitung, hat seinen Kommentar zur Veranstaltung genutzt, um den Volkswirten einmal mehr gehörig den Marsch zu blasen.

Ihn haben die Ausführungen Weizsäckers - *bei allem intellektuellen Reiz des Herumrutschens auf Grenzproduktivitäts- und Zinskurven des Kapitals - doch sehr an ein volkswirtschaftliches Hauptseminar* erinnert.

Mag sein, aber natürlich sollte man verstehen, welche theoretischen Überlegungen hinter bestimmten Vorschlägen stecken.