

Niedrigzinsen (2)
CFS-Konferenz, 27.02.2020

„Ganz einfach ist die Sache nicht“

Wenn einer recht hat, hat er recht.

Königsweg?

Weizsäcker

(DGr/HM) Professor Dr. Carl Christian von Weizsäcker (Weizsäcker) beantwortet die Frage nach dem Warum der weltweiten Niedrigzinsen seit einem Jahrzehnt mit einem Narrativ, das kein sonderliches Interesse an zentralbankpolitischen Alltäglichkeiten verrät.

Inzwischen hat sich dieses Narrativ zu einer 335 bedruckte Seiten beanspruchenden Theorie der *Großen Divergenz* aufgetürmt (1), die Sparschwemme und investive Dürre so aufzulösen verspricht, dass die *Gesellschaft freier Bürger* nicht gefährdet und die *Herrschaft des Kollektivismus* verhindert wird (2).

Weder Professor Dr. Hans-Werner Sinn (Sinn) noch die vier Panelisten mochten sich mit diesem umfassenden Anspruch auseinandersetzen, hielten aber auch nicht hinter dem Berg mit Kritik an argumentativen Leerstellen und Versatzstücken (3).

Während die Professoren Dr. Michael C. Burda (4), Dr. Michael Hüther (5) und Dr. Thomas Mayer (6) ihre persönlichen zinstheoretischen Sichtweisen darstellten und nicht ausdrücklich für oder gegen Weizsäcker Stellung bezogen, suchten Sinn und Professor Dr. Stefan Homburg (Homburg) ausdrücklich die Kontroverse.

Sinn nahm sich neben der Großen Divergenz auch die Europäische Zentralbank zur Brust und Homburg den nicht nur seiner Meinung nach *entscheidenden analytischen Punkt* in Weizsäckers Argumentation, der Gleichsetzung des Realzinses mit der Grenzproduktivität des Kapitals.

Kontroverse 1

Sinn vs. Weizsäcker

Sinn verwirft wesentliche Weizsäckersche Überzeugungen (3).

Die Grenzproduktivität des Realkapitals habe ihren Zenit überschritten? Kein Mensch, so Sinn, könne für die Zukunft wirtschaftliche

Krisen ausschließen, die à la Schumpeter die Grenzproduktivität aus sich heraus erhöhen. Und eine Investitionsquote größer als die Profitquote sei aktuell nirgendwo zu beobachten.

Die staatliche Verschuldung gehöre zum Privatvermögen und werde deshalb von den Bürgern in ihre Lebensplanung einbezogen? Bestenfalls könne man die Bruttoverschuldung dazurechnen, *netto komme nichts bei rum* (3).

Der Boden taue wegen seiner Enteignungsrisiken nicht, um die säkulare Sparschwemme aufzunehmen? Selbst die Kommunisten hätten den Bürgern ihr kleines immobiles Glück gegönnt und stattdessen das Realkapital verstaatlicht.

Nicht die Ansprüche gegen den Staat, wie Weizsäcker propagiert, seien der Regulator, son-

dern wenn schon denn schon die Immobilien, die fünf Sechstel des echten Privatvermögens ausmachten und immer wieder bewiesen hätten, dass sie auch die von Weizsäcker errechneten Sparwünsche marktgerecht erfüllen können.

Wenn nicht die Grenzproduktivität des Kapitals für die Niedrigzinsen verantwortlich ist, was oder wer dann?

Zwar sei an den negativen Realzinsen nicht allein die EZB schuld, auch andere Zentralbanken hätten sich versündigt. Allerdings beschränke sich die EZB längst nicht mehr darauf, Geld zu drucken, um zu marktgerechten Zinsen und gegen Sicherheiten der Banken Liquidität für die Wirtschaft bereitzustellen.

Zinssenkungen und quantitative Lockerung haben die Zinsen von Staatsanleihen fast zum Verschwinden gebracht und den Euro ge-

Ganz einfach, so Professor Krahen auf der CFS-Konferenz, **ist die Sache nicht**, nachdem er sich sechs professorale Stellungnahmen zu *Niedrigzinsen – Warum? Wie lange? Konsequenzen?* angehört hatte, die sich nicht zu einem glatten akademischen Bild der Verhältnisse zusammenfügen mochten.



Picasso: Tapetencollage *Women at Their Toilette, Picasso and Paper*, Royal Academy of Arts, London, 25. Januar – 13. April 2020

schwächt, damit kranke Staaten sich billig verschulden und selbst Staaten wie Italien Exportüberschüsse erwirtschaften können.

Eine Droge sei das, auf die drogensüchtige Staaten gewiss nicht verzichten werden, solange ihre Stimme im EZB-Rat dasselbe Gewicht wie die deutsche Stimme hat.

Nun seien negative Zinsen vermeidbar, solange man Bargeld halten könne – schon jetzt würden viele Banken und Bürger eine Menge Bargeld horten.

Allerdings gebe es ernsthafte Überlegungen, genau deshalb das Bargeld in drei Schritten abzuschaffen. Zuerst werde eine duale Währung eingerichtet, dann das Buchgeld alleiniges Zahlungsmittel und am Ende das Bargeld Jahr für Jahr um den Prozentsatz des negativen Zinses abgewertet (7).

Sinn ist bereit, auf diese Entwicklung jede Wette anzunehmen, sieht also keine Hoffnung für ein Ende des Zinselends.

Für Weizsäcker ist diese pessimistische Sicht nichts weiter als *eine brillante Verteidigung des alten Denkens* (3).

Kontroverse 2

Homburg vs. Weizsäcker

Sinn hatte im Zusammenhang mit der Grenzproduktivität auf Homburg verwiesen, der dazu einiges zu sagen wisse.

Und der wusste.

Weizsäcker wie Summers Annahme, so Homburgs These, niedrige Zinsen zeigten eine geringere Grenzproduktivität des Kapitals an, mithin ein Defizit rentabler Investitionsgelegenheiten, sei falsch.

Natürlich ist der Rückgang des Realzinses für Staatsanleihen unstrittig. Aber die Kapitalrenta-

bilität sei nicht gesunken und die Gleichsetzung von Grenzproduktivität des Kapitals und Realzins für Staatsanleihen, also $\delta F / \delta K = r$, sei traditioneller Lehrstoff, aber unzulässig.

Über die Vorteilhaftigkeit von Investitionen entschieden die Unternehmen, indem sie die wie auch immer ermittelte Differenz von Erträgen und Kosten mit den gewichteten realen Kapitalkosten WACC (Weighted Average Cost of Capital) diskontieren und Investitionen mit positivem Kapitalwert durchführen.

Deshalb seien die realen Kapitalkosten, die Kosten für Eigenkapital (EK) und Fremdkapital (FK) als WACC ein angemessenes Maß für die Grenzproduktivität des Kapitals.

Nach Bloombergs Daten für 25.000 börsennotierte größere Unternehmen fielen zwischen 2000 und 2017 die Kosten für Fremdkapital von vier Prozent auf rund null Prozent, während die Kosten für das Eigenkapital über all die Jahre weit oberhalb der Fremdkapitalkosten lagen und nur leicht zurückgingen.

Und weil das Gewicht des Eigenkapitals das Gewicht des Fremdkapitals deutlich übertrifft, liegt der WACC bei etwa sieben Prozent.

Tatsächlich handele es sich um zwei völlig unterschiedliche Zinssätze – um den Zinssatz für risikolose Staatsanleihen, der aus wirklichkeitsvergessenen, aus modelltheoretischen Erwägungen mit der Grenzproduktivität gleichgesetzt werde, und um den volkswirtschaftlich entscheidenden Zinssatz.

Es gibt, so Homburgs Befund, keine säkulare Stagnation, sondern ein höheres Equity Premium.

Weil nach den idyllischen Zeiten der *Great Mitigation* der unverhoffte Schock der *Great Recession* das Bewusstsein für systemische Risiken geschärft habe.

Weil die regulatorischen Entwicklungen, weil

Basel die Banken und Solvency II die Versicherer ihrer Entscheidungsfreiheit enthoben und die Anlage in sichere Papiere erzwungen habe.

Weil es nach der geldpolitischen Intervention der EZB 2008 am kurzen Ende und der Lockerung 2014 am langen Ende kam, wie es kommen sollte.

Keiner, so Homburg, könne die Dauer niedriger Zinsen voraussagen. Staatsverschuldung allerdings sei kein Ausweg.

Das letzte Wort?

Konsens

Panelisten, Sinn, Weizsäcker

Natürlich entzweit sich der professorale Sachverstand nicht über Zeitreihen, die nach gegenwärtigem Wissensstand verlässlich erhoben und aufbereitet wurden, nicht über deren Trends oder konjunkturellen Komponenten.

Nicht über die Zinsentwicklung seit dem 14. Jahrhundert oder den 1930er-Jahren, dem Ende des 2. Weltkriegs, nach Bretton Woods, während der 1980er-Jahre, nach 2008, 2012, 2014.

Nicht über das Auf und Ab von Bills, Notes, Bonds oder 10-jährigen Bundesanleihen.

Nicht über beharrliche demografische Trends, über Lebenserwartung, Altersabhängigkeit, Produktivitätsrückgang, Nettosparer in allen

OECD-Sektoren. Über hinreichend opulente Listen jener Sachverhalte, die irgendwie an den Niedrigzinsen beteiligt sein könnten oder die Unmöglichkeit, deren Ende verlässlich vorauszusagen.

Und schließlich auch nicht darüber, dass öffentliche Debatten notwendig seien, wenngleich diese CFS-Konferenz zwar auf vielfältige und lehrreiche Weise die Lage beschrieben habe, ein quasi *kanonisches Modell*, aber eine gemeinsame, auch nur für den Moment verbindliche wissenschaftliche Erklärung habe sich nicht eingestellt.

Ganz einfach, so Professor Dr. Jan Pieter Krahn (Krahn) als Moderator des Panels, *ist die Sache nicht* (9).

Daneben seien für ihn zwei Befunde wichtig.

Erstens sprechen Finanzwissenschaftler wie er vom realen Zinssatz für risikofreie Staatsanleihen, wenn sie vom Zins sprechen, während Makroökonomien damit in der Regel die Grenzproduktivität des Kapitals meinten.

Man müsse begrifflich also wesentlich sorgsamer argumentieren. Und zweitens beim nächsten Mal neben dem arrivierten Sachverstand auch jene ambitionierten jungen Wissenschaftler einladen, die sich momentan an den Universitäten und in den Zentralbanken um Antworten bemühen.

Kein Kollege hat ihm widersprochen.



MMC Milbrodt Management Consulting
Opemplatz 14 · D-60313 Frankfurt/Main
Fon 49-69-71 03 45 22 · Fax 49-69-71 44 89 20
info@mmc-f.de · www.mmc-f.de

- (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: Foto MM©

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

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

Das wird besonders deutlich in: Carl Christian von Weizsäcker: **Leviathan – Zum Gewaltmonopol des Staates – Wider den Protektionismus**, weizsäcker@coll.mpg.de, 02/2017

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

- (4) Prof. Dr. h.c. **Michael C. Burda**, Ph.D. (Burda) Professor für Volkswirtschaftslehre, Humboldt Universität zu Berlin

Burda lässt sich von drei Überzeugungen leiten.

Erstens gelängen den Wirtschaftswissenschaften keine monokausalen Erklärungen, also auch keine für die Niedrigzinsen.

Zweitens gehe es in der Wirtschaft mit Notwendigkeit mal runter und dann wieder rauf: *what goes down, must come up* – und umgekehrt

Drittens seien *Volkswirte* [...] *immer hinter der Kurve*, sprich: mit ihren Voraussagen immer zu spät dran.

Für eine multikausale Erklärung kämen nach Burda die weltweit niedrigen Ölpreise infrage, also eine höhere Nachfrage nach Sachkapital; die fiskalische Konsolidierung in manchen Weltgegenden; die exzessive Präferenz risikoarmer Anlagen wegen der sich häufenden globalen Risiken, einer ausgeprägteren Risikoaversion und eines geringeren Angebots risikoarmer Anlagen durch die EZB-Aufkäufe. Und unter Umständen aber auch falsche Maßstäbe für die Messung der Inflation.

Noch opulenter fällt Burdas Aufzählung der Sachverhalte aus, die den Realzins wieder auf-treiben könnten.

Ölpreisanstiege und saftige Lohnsteigerungen; globale Angebotsschocks, vielleicht schon durch den Coronavirus; ein abruptes Ende der Finanzierung der Vereinigten Staaten durch die BRICS; eine heftigere Kapitalnachfrage durch fundamental neue Technologien; eine ab-gestimmte fiskalische Expansion der G7; ein verändertes Sparverhalten und eine Umkehr demografischer Trends - und im schlimmsten Fall kriegerische Konflikte.

- (5) Prof. Dr. **Michael Hüther** (Hüther), Direktor und Mitglied des Präsidiums, Institut der deut-schen Wirtschaft.

Hüthers Parforceritt, die schnellste Präsentation eines deutschen Professors, die die Autoren bisher erlebt haben, setzt argumentativ bei der unbestreitbaren Tatsache sinkender Realzin-sen seit 1990 an, beispielhaft veranschaulicht am Durchschnitt der Realzinsen von 24 OECD-Staaten.

Diese Entwicklung habe vor allem mit den Erfahrungen Ende der 70er- und der 80er-Jahre zu tun, dass Inflationierung kein Problem löst.

Strategischer Vorreiter dieser Einsicht war die Bundesbank mit ihrem Geldmengenziel, der Kontrolle der monetären Expansion – bis 1998 die Europäische Zentralbank mit ihrem *Infla-tion Targeting* aus dem mittelbaren Kampf gegen die Inflation einen unmittelbaren quantita-tiv verbindlichen Kampf machte.

Für die Frage nach den negativen Zinsen seien natürlich die letzten 10 Jahre entscheidend.

Und da sei es mehr denn je um die Finanzstabilität gegangen, um die Verkürzung der Bank-bilanzen, um regulatorische Eingriffe.

Hüther fragt, welche schon in der Vergangenheit erkennbaren, schon heute wirksamen Trieb-kräfte die zukünftigen Entwicklungen bestimmen könnten.

Natürlich die Zunahme der Lebenserwartung und der Altersquotient. Aber, so gibt er zu be-denken, auch die von Böhm-Bawark vermutete Minderschätzung zukünftiger Bedürfnisse könnte sich geändert haben.

Das Schwergewicht der Investitionen habe sich von Maschinen und Ausrüstungen auf das geistige Eigentum verschoben. Der Produktivitätszuwachs sei ruckläufig – und Unternehmen, Haushalte und der Staat sparten netto.

Hüther hält es nicht für ausgeschlossen, dass die Europäische Zentralbank inzwischen ihr Pulver verschossen hat.

Dass sie darauf angewiesen sein könnte, dass insbesondere die Finanzpolitik ihren Spielraum nutzt.

Erstens liege infrastrukturell vieles im Argen, zweitens entscheide nicht der prozentuale Anteil der Staatsschulden, sondern die Schuldentragfähigkeit.

(6) Prof. Dr. **Thomas Mayer** (Mayer) Gründungsdirektor und Leiter, Flossbach von Storch Research Institute, Köln

Was ist Zins? Und welche Rolle spielen Banken? fragt Mayer die Keynesianer, Neoklassiker und Österreicher.

Weder die Antworten der Keynesianer noch der Neoklassiker hätten etwas mit seiner dreißigjährigen Arbeit im Maschinenraum der Finanzindustrie zu tun – eher schon die Antworten der Österreicher.

Für Keynesianer, so Mayer, sei der Zins der Preis, der Angebot und Nachfrage ausgleicht, eine Bestimmungsgröße des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts. Für Neoklassiker sei er die Grenzproduktivität des Kapitals. Gemeinsam sei beiden, dass sie die Rolle der Banken ausblenden, die Kreditgeldschöpfung der Banken.

Für die Österreicher spielten Banken wie Zentralbanken eine gewichtige Rolle – und der Zins sei *der Preis der Zukunft relativ zur Gegenwart*.

Auch für Mayer geht es beim Zins um Zeitpräferenzen, weshalb ihm ein Rückblick über ein paar Jahrzehnte allein nicht genügt.

Aus den Darstellung der 5000 Jahren Zinsgeschichte von Homer und Sylla (6.1), aus Schmelzers Darstellung des Zins seit dem 14. Jahrhundert (6.2), den kolossalen Anstieg der Zinsen bis 1981 und den Rückgang bis zu den negativen Zinsen auf deutsche Staatsanleihen seit

2015 leitet er zweierlei ab.

Erstens sei der Zins niedrig, wenn Kulturen erblühen, hoch, wenn sie verfallen. In der Blütezeit vertraue man der Zukunft und genieße die Gegenwart unbeschwert, im Verfall misstraue man der Zukunft und verlange deshalb einen höheren Zins für Investitionen.

Zweitens sei die Entwicklung der letzten dreißig Jahre bis hin zu negativen Zinsen historisch eine exzeptionelle Ausnahme und exklusiv von den Zentralbanken zu verantworten – ohne manipulative Eingriffe von Zentralbanken seien negative Realzinsen undenkbar.

Wie lange das Elend anhalte? Das wisse er nicht, sehr wohl aber wisse er, dass niedrige Zinsen eine *finanzielle, ökonomische und politische Fragilität* verursachen.

Weil er die Vermögenswerte inflationiere, Vermögen umverteile, die Wirtschaft zombifiziere, die Deckungslücke leistungsorientierter Direktzusagen dramatisch ausweite und eine dauerhafte Überschuldung begünstige.

(6.1) Sidney Homer, Richard Sylla: **A History of Interest Rates**, 2005⁴

(6.2) Paul Schmelzing: **Eight centuries of the risk-free rate: bond market reversals from the Venetians to the 'VaR' shock**, bankofengland.co.uk, 03/2018

(7) Ausführlicher noch als auf der Konferenz äußert Hans-Werner Sinn seine Vorbehalte gegenüber der EZB in folgendem Interview: **Die unbequeme Wahrheit**, (Interview Focus-Money), focus.de/finanzen/money-magazin/interview, 11.12.2019

(8) Prof. Dr. **Stefan Homburg**, StBDirektor, Institut für Öffentliche Finanzen, Professor für Öffentliche Finanzen, Leibniz Universität Hannover

Homburgs Argumente sind ausführlicher dargestellt in: Stefan Homburg, Julia Knolle: **Das Rätsel der Niedrigzinsphase**, Hannover Economic Papers (HEP), No. 591, 2017, econstor.eu