

Rettet die Sparer!

Negative Zinsen sind das Warnsignal einer kranken Wirtschaft. Zeit für radikale Lösungen. *Von Frank Riedel*



Illustration: iStock

Ein Ökonom hatte es in den 90er Jahren bei Vorträgen schwer, wenn negative Zinsen auch nur als Denkmöglichkeit vorkamen. Bei den großartigen Wachstumsraten der Finanzmärkte muss doch der Zinssatz fürs Ersparen positiv sein, sonst würde ja niemand mehr sparen, hörte man aus dem Publikum. Was soll ein Modell mit negativen Zinsen? Akademischer Unsinn, nur im Elfenbeinturm entstehen solche Theorien. Nun sind real negative Zinsen, also negative Zinsen nach Abzug der Inflationsrate, durchaus mathematisch möglich. Und vieles, was logisch in ökonomischen Modellen möglich ist, wurde und wird empirisch durchaus beobachtet. In den 90er Jahren musste ein Stück weit in die Geschichte zurückgehen, um die Zuhörer an solche Zeiten zu erinnern. Heute, da real negative Zinsen allgegenwärtig sind, braucht es solche Historie nicht.

Aber nominal negative Zinsen? Solche Zinsen führen ganz schnell zu Widersprüchen, wenn man davon ausgeht, dass niemand sein Geld freiwillig verbrennt. Die einfachste Form der Arbitrage, also des Gewinns ohne Verlastung, liegt doch dann vor, wenn man jemanden findet, der dumm genug ist, negative Zinsen auf Bargeld zu nehmen. Um es deutlich zu sagen: Es handelt sich um jemanden, der mir heute 100 Euro leiht und morgen nur 90 Euro zurückbekommen möchte. Ich kann mir einfach zehn Euro in die Hosentasche stecken, und da Geldscheine (noch?) halbtas sind, kann ich mir morgen von den zehn Euro etwas kaufen. Selbst bei einer Inflation mache ich so Gewinn. Aber offensichtlich gibt es zurzeit hinreichend viele Investoren und Firmen, die genau ein solch dummes Geschäft mit ihrer Bank abschließen. Sie schieken der Bank Geld.

Noch vor kurzem hätte jeder Ökonom über nominal negative Zinsen gelacht. So etwas kann es nicht geben, denn wer würde sein Bargeld einer Bank geben, die es ihm wegnimmt? Jemand, der negative Zinsen akzeptiert, handelt ja irrational. Und da solche Dummheit sehr leicht einzusehen ist, kann man durchaus davon ausgehen, dass Anleger verstehen, dass man ihnen Geld wegnimmt. Wir machten es uns also zu einfach, wenn wir die so gern beschworene Irrationalität der Menschen als Ursache negativer Zinsen ansahen.

Erstaunlich ist, wie schnell Argumente in Umlauf kamen, die sich gewissermaßen der normativen Kraft des Faktischen beugen: Negative Zinsen seien eine Gebühr für das Aufbewahren des Geldes in einer unsicheren Zeit. Halten wir dies einmal fest: Offensichtlich ist die Lage dort draußen so gefährlich, dass der brave Bürger eine Gebühr für den Safe der Bank bezahlt. Sieht einer die Räuber dort draußen? Lauren Monster und Zauberer dem braven Bürger auf, um ihm sein mühsam Ersparnis zu entreißen? Wo ist die unmittelbare Gefahr für das Bargeld? Und weiter gefragt: Was ist

mit den Banken los? Natürlich kann man eine Gebühr für das Aufbewahren von Geld nehmen. Aber: Don't you know how to make money? Aus Geld macht man mehr Geld, das ist das Geschäft der Banken. Die Profitabilität des Bankgeschäftes ist in allen Zeiten eigentlich groß genug, um die Kosten des Aufbewahrens weit zu übersteigen. Und bei dieser Überlegung nähern wir uns schon eher dem Kern des Problems: Die Banken sehen wirklich keine Möglichkeit mehr, mit Geld Geld zu verdienen. Ein Warnsignal. Unsere Wirtschaft ist in einem sehr schlechten Zustand.

Wir sind bei Formen der Entgegnung angekommen, die man in einer freien Gesellschaft nicht für möglich gehalten hätte. Dass bekannte Ökonomen wie Larry Summers und Kenneth Rogoff negative Zinsen offensiv einfordern, ist ein Skandal. Sie gehen ja sogar noch weiter und wollen den Menschen die letzte Freiheit des Sparers nehmen, die darin besteht, sein Geld unter der Bettdecke zu verstecken. Die Abschaffung des Bargeldes wird gefordert. Nur auf Konten darf Geld gelagert werden, und dort erzwingen Staat und Banken negative Zinsen. Wer will in einer solch unfreien Wirtschaft leben?

Das typische Argument für solche Politikvorschläge, die später einmal zu Recht als verrückt bezeichnet werden werden, ist „Wachstum“. Wir brauchen negative Zinsen, so die Befürworter, damit die Haushalte nicht mehr sparen, sondern konsumieren. Der erzwungene Konsum befördert die Wirtschaft und erzeugt Wachstum. Wachstum ist wiederum gut, da es Arbeitsplätze schafft und so weiter.

Hier ist es nun einmal wichtig, den alten Fetisch der Wirtschaftspolitik kritisch zu beleuchten: Geld ist wirklich immer um Wachstum? Kann eine Gesellschaft nur dann gut leben, wenn sie wächst? Ich gebe mich hier natürlich auf vermeintlich Gelände, weil viele Kapitalismuskritiker seit jeher den Wachstumsglauben kritisieren und mit dem Kapitalismus als solchen gleichsetzen. In diese Richtung möchte ich aber gar nicht gehen; es liegt mir fern, die freie Wirtschaft abschaffen zu wollen. Wir sollten sie hingegen in guter Weise bewahren. Hierzu gilt es zunächst einmal zu verstehen, dass Wachstum nicht notwendig das Ziel der Wirtschaftspolitik sein muss. Es geht eher darum, für ein Gleichgewicht zu sorgen, in dem gutes Wirtschaften möglich ist.

Jedes Modell einer Wirtschaft beschreibt Gleichgewichtszustände zwischen Angebot und Nachfrage, Produzenten und Konsumenten, Arbeitern und Firmen. Auch die so gern von den Wirtschaftspolitikern benutzten Wachstumsmodelle beschreiben eigentlich Gleichgewichte; in diesem Falle eben als besonders schön empfundene Gleichgewichte, in denen die Wirtschaft mit der Zeit wächst. Eine Wirtschaft, und das wird von

Makroökonomern und Wirtschaftspolitikern oft nicht hinreichend thematisiert, kann viele Gleichgewichtszustände haben. Manche dieser Zustände sind besser als andere; gerade in einer nicht völlig freien Wirtschaft wie der unsrigen, in der viele Gesetze, Steuern und Regulierung einschränkend wirken, wird es auch immer Gleichgewichte geben, in denen der Staat durchaus helfen kann (aber nicht immer muss). Im Gegensatz gibt es natürlich in einer Wirtschaft, in der Regierungen und Zentralbanken stark in das Geschehen eingreifen auch stets schlechte Gleichgewichte, die gerade durch das Eingreifen dieser staatlichen Akteure erzeugt werden. Hier besteht dann oft die beste Politik darin, sich einfach einmal herauszuhalten (auch wenn es schwerfällt).

Ich möchte ein Gleichnis verwenden, das wie alle Gleichnisse natürlich nicht perfekt sein kann. Ein Pendel im leeren Raum, das mit einer gewissen Auslenkung startet, schwingt gleichmäßig hin und her. Dies ist für mein Gleichnis der gute Gleichgewichtszustand. Nun kann ich das Pendel aus dem leeren Raum herausnehmen und in eine stark verschmutzte Atmosphäre, in der Aschepartikel durchsetzte Luft setzen. Ganz schnell wird das Pendel gebremst und strebt einem neuen Gleichgewicht zu, der Ruhelage, bei der sich nichts mehr bewegt. Wie kann man aus dieser Ruheposition wieder herauskommen? Man kann natürlich viel Kraft aufwenden und Wachstumsimpulse geben; so lange aber die Atmosphäre verschmutzt bleibt, wird das Pendel immer wieder in die stabile Ruhelage zurückstreben. Die einzige Möglichkeit, zur Bewegung zurückzukehren, besteht darin, die Atmosphäre zunächst zu reinigen und dann einen Bewegungsimpuls zu geben.

So ähnlich verhält es sich mit dem gegenwärtigen Zustand der Wirtschaft. Wir sind in einem Gleichgewicht, in dem sich nicht viel bewegt. Solch Zustände werden durch sogenannte „No Trade“-Theoreme beschrieben – Gleichgewichte, in denen kein Austausch von Waren stattfindet. Es ist gut verstanden, unter welchen Bedingungen eine Wirtschaft in einem Zustand ist, in dem nicht (beziehungsweise zu wenig) gehandelt wird. Zwei Stichworte möchte ich hier hervorheben: Informationsasymmetrie und Fundamentalsunsicherheit.

Man handelt nicht gerne mit Leuten, die über bessere Informationen verfügen als man selbst. Wenn man sich dessen nicht bewusst ist, geht man den Deal vielleicht ein, wird aber über den Tisch gezogen. Hat man dies einmal erlebt, möchte man lieber nicht mehr Verträge mit solchen Partnern eingehen. Es reicht aber schon die Vermutung, dass die andere Seite einem ein Produkt, einen Kredit oder ein Derivat andrehen möchte, um Handel zum Erliegen zu bringen. Wenn zu viel private, asymmetrisch verteilte Information im Markt vorhanden ist, bricht der Handel schnell zusammen.

In der jetzigen Situation liegt in der Tat viel zu viel solch privater Information vor. Viele Banken halten weiterhin „giftige“ Produkte, von denen nur sie selbst wissen. Die Überlebensfähigkeit vieler Institute ist so ungewiss, dass die Gegenseite kein Vertrauen hat. Dies hat den Handel zwischen den Banken zum Erliegen gebracht.

Extrem wichtig für das Verständnis der Lage ist das erst in letzter Zeit besser verstandene Problem der Fundamentalsunsicherheit. Hier sprechen wir nicht von einem Risiko, wo man wie im Kasino oder beim Würfeln die Wahrscheinlichkeiten der möglichen Ergebnisse kennt, sondern von unsicheren Situationen, in denen wir kein statistisches Modell besitzen, um die Möglichkeiten der Zukunft einzuschätzen. Ich bezeichne dies als Fundamentalsunsicherheit; man spricht auch von Knight'scher Unsicherheit, unter Bezugnahme auf den Ökonomen Frank Knight, der vor vielen Jahren die Bedeutung solch fundamentaler Unsicherheit für die Wirtschaft herausgearbeitet hat. Bei Fundamentalsunsicherheit kommt es schnell zu Marktzusammenbrüchen, also schlechten Gleichgewichten, in denen nicht gehandelt wird. Die jetzige Situation weist viele Aspekte solcher Fundamentalsunsicherheit auf: Niemand weiß, wann die Zinsen wieder steigen werden, niemand weiß, ob und wann die südeuropäischen Banken zusammenbrechen, niemand weiß, ob der Euro halten wird, und so weiter.

Private Information und Fundamentalsunsicherheit entsprechen der Asche in der Atmosphäre; sie führen dazu, dass der Handel kaum funktioniert: Das Pendel ruht. Die jetzige Politik hofft, durch Wachstumsimpulse mit aller Kraft aus dem schlechten Gleichgewicht herauszukommen. Wenn die Nachfrage sich nicht einstellen will, dann zwingt man die Konsumenten eben durch negative Zinsen zu höherem Konsum.

Aber mit welch großen Nebenwirkungen ist dies verbunden! Und wie erfolgversprechend kann eine solche Politik sein? Solange die Asche in Form von privater Information und Fundamentalsunsicherheit bestehen bleibt, wird die Wirtschaft immer wieder zum „No Trade“-Gleichgewicht zurückkehren wollen. Die Wachstumsimpulse verpuffen und hinterlassen nur beträchtliche Kollateralschäden: Lebensversicherungen können kaum noch die Garantien sichern und werden langfristig verschwinden; wer auf seine Rente spart, wird schlechentlich enteignet, neue Blasen auf Immobilien- und Finanzmärkten werden gefördert.

Das Problem ist also, das ungünstige Gleichgewicht, in dem wir uns zurzeit befinden, zu verlassen und ein anderes, besseres Gleichgewicht zu erreichen. Der jetzige Versuch, dies über künstlich angekurbeltes Wachstum zu erreichen, darf fürs Erste als gescheitert gelten, da wir bei nominal negativen Zinsen angekommen sind.

Angesichts der Gefahren und langfristigen Schäden der jetzi-

gen Politik lohnt es sich, auch einmal über Alternativen nachzudenken, auch wenn diese Alternativen selbst mit Risiken verbunden sind. Um im Bild zu bleiben: Die Asche muss aus der Atmosphäre, damit das Pendel wieder schwingen kann. Ökonomisch gewendet heißt dies: Wir müssen Informationstransparenz herstellen und zugleich die Fundamentalsunsicherheit so weit wie möglich reduzieren.

Nun hat die Europäische Zentralbank (EZB) ja versucht, durch den Stresstest Transparenz und Vertrauen wiederherzustellen. Leider war der Test aber nicht streng und glaubwürdig genug; relevante Szenarien wurden nicht getestet, und zu viele Banken haben den Stresstest überlebt. Es ist überhaupt fraglich, ob solch vertrauensbildende Maßnahmen noch in der Lage sind, die Luft hinreichend zu reinigen. Das Vertrauen ist weg, die Fundamentalsunsicherheit ist da.

Es ist nicht leicht, aus einem Gleichgewicht herauszukommen. Kleine Maßnahmen reichen nicht, es braucht einen regelrechten Schock, eine grundlegende Ände-

rung der Rahmenbedingungen. Das jetzige Gleichgewicht wird wesentlich durch die Stützungs- politik der Zentralbanken und Regierungen bestimmt. Hier liegt ein Hebel: Eine Änderung dieser Politik würde starke Verhaltensänderungen der Marktakteure bewirken, und es bestünde Hoffnung, ein neues Gleichgewicht zu erreichen.

Zwei extreme Möglichkeiten hat die Politik zur Auswahl: Zum einen könnte man kurzzeitig alle Banken verstaatlichen und sich darauf verständigen, die Risiken und giftigen Papiere aller Banken wirklich offenzulegen. Anschließend müsste man nach und nach die Banken wieder privatisieren und neue Märkte anstoßen. Wer dem misstraut, und wir haben viele gute Gründe, Verstaatlichungen zu misstrauen, sollte vielleicht eine andere Methode in Erwägung ziehen.

Es ist an der Zeit, einfach einmal die Marktkräfte frei wirken zu lassen. Ein wenig Angst tut allen Marktteilnehmern gut; die EZB müsste aufhören, durch allerlei waghalsige Stützungsmaßnahmen

dem Markt Sicherheit vorspielen zu wollen; wir sehen ja, dass die Marktteilnehmer trotzdem kein Vertrauen fassen. Stattdessen sollten wir es wagen, die schöpferischeren Kräfte des Marktes wieder wirken zu lassen. Auch dies wird nicht ohne Nebenwirkungen abgehen. Aber ein Versuch sollte es uns wert sein.

Nach dieser zugegebenermaßen harten Selbstreinigung des Marktes besteht wieder Raum für vernünftige Kreditvergabe und profitables Handeln. Dann kann auch die EZB wieder zu ihrer alten Rolle zurückfinden und muss nicht mehr am Leben erhalten, was nicht lebensfähig ist. Fundamentalsunsicherheit würde dadurch ebenfalls zumindest teilweise reduziert: Eine stabilere, ruhigere Politik der Zentralbanken wäre wieder möglich. Natürlich hat auch eine solche Politik keine Garantie auf Erfolg; sie erscheint aber im Licht der Nachteile und Schäden der jetzigen Politik be denkenswert.

Der Autor ist Professor an der Universität Bielefeld und Direktor des Instituts für Mathematische Wirtschaftsforschung.

IKB
Deutsche Industriebank

Sichern Sie Ihre Kaufkraft.

IKB Inflationsanleihe

Laufzeit	1. und 2. Jahr	3. bis 5. Jahr
5 Jahre	fest 1,50 % p.a.	0,50 % p.a. + Inflationsrate*

*Harrisindex Verbraucherpreisindex ohne Tabakwaren für die Eurozone

- IKB Inflationsanleihe 01/2020 | WKN A12U00
- Mindestverzinsung von 0,50 % p.a. im 3. bis 5. Jahr
- Die Rückzahlung der Anleihe erfolgt zu 100 % des Nennbetrags am Laufzeitende.

Anleger sollten beachten:

- Anleger sind dem Risiko einer Zahlungsunfähigkeit der Emittentin ausgesetzt.
- Der Kurs der Anleihe unterliegt der Inflationsrate und weiteren Markteinflüssen.
- Ein Kauf bzw. Verkauf der Anleihe über die Börse kann vorübergehend erschwert oder nicht möglich sein.

Zeichnung bis **15.1.2015** über Banken oder Sparkassen (vorbehaltlich einer vorzeitigen Schließung).

Weitere Anleihen unter:
www.ikb.de/wertpapiere

Diese Wertpapierzeitschrift stellt kein bindendes Angebot der IKB dar. Die Anleihen werden auf Grundlage des Basisprospekts der IKB vom 28.11.2014 einschließlich etwaiger Nachträge sowie der für sie relevanten Endgültigen Bedingungen emittiert, die weitere Informationen beinhalten, welche eine sachgerechte Anlageentscheidung erst ermöglichen. Der jeweilige Basisprospekt einschließlich etwaiger Nachträge und die Endgültigen Bedingungen sind im Internet (www.ikb.de/wertpapiere) oder kostenlos bei Ihrer Bank erhältlich. Für den Anleger können Entgelte für den Erwerb und Verwalterkosten anfallen. Hinsichtlich der Zeichnung sowie einer anlegergerechten Beratung wenden Sie sich bitte an Ihre Bank.