



## Eichengreen über niedrige Zinsen

### Description

IWF und Larry Summers warnen vor einer Periode anhaltend niedriger Zinsen. Barry Eichengreen greift diese Wortmeldungen in einem Artikel auf „[Project Syndicate](#)“ auf.

Bereinigt um Inflation sinken die Zinsen seit drei Dekaden, schreibt er. Ihr gegenwärtig niedriger Pegel ermuntert Investoren auf der Jagd nach Rendite, zusätzliche Risiken einzugehen. Niedrige Zinsen lassen den Zentralbanken wenig Spielraum, einem Abschwung mit geldpolitischer Lockerung zu begegnen, weil Nominalzinsen nicht unter Null fallen können. Niedrige Zinsen sind symptomatisch für eine Wirtschaft, der es nicht gut geht, schreibt Eichengreen. Bei der Suche nach dem Grund für diese Situation herrsche unter den Ökonomen Uneinigkeit.

Einige verweisen auf einen Anstieg des weltweiten Sparens, insbesondere in den Emerging Markets. Dieses Argument des „[savings glut](#)“ wurde populär durch die früheren Fed-Vorsitzenden Greenspan und Bernanke. Allerdings zeigen die Daten wenig Evidenz dafür (Chart [hier!](#)): Seit 1980 schwanken die globalen Ersparnisse zwischen 22% und 24% des weltweiten BIP. Auch wenn dieser Bereich 2014 leicht überschritten werden könnte, dürfte das nicht dauerhaft sein. Die Spartätigkeit in China wird mit der Verlangsamung des Wachstums und der Wende der Wirtschaft hin zu einer Konsumorientierung zurückgehen. Das gilt auch für andere Emerging Markets, deren Wachstumsraten sich nach den gegen Ende der zurückliegenden Dekade erreichten Spitzenwerten weiter abschwächen.

Andere machen die zunehmende Konzentration von Wohlstand und Einkommen für die niedrigen Zinsen verantwortlich (siehe [hier!](#)). Zwar stimme es, dass die Wohlhabenden eine geringere Konsumquote haben, auch sei diese Entwicklung aus mehreren Gründen besorgniserregend, aber um die weltweiten Zinsen zu beeinflussen, hätten sich diese Trends in zunehmender Ersparnis niederschlagen müssen. Und das ist eben nicht der Fall, schreibt Eichengreen.

Wieder andere sehen den Grund für niedrige Zinsen in einem Fehlen attraktiver Investment-Projekte. Das scheint aber für den Aktienmarkt nicht zuzutreffen, die Kurse notieren auf Rekordniveau. Zudem investieren Wagnis-Kapitalisten mit Schwung in Firmen, die neue Technologien auf den Markt bringen.

Und dann gibt es noch die Volkswirte, die, angeführt durch Robert Gordon (siehe [hier!](#)) argumentieren, dass alle großen Erfindungen bereits gemacht sind. Das kommerzielle Potenzial des Internet, des menschlichen Genom Projekts und der Robotertechnik verblasse gegenüber der Spinnmaschine, der Dampfmaschine und der Hauswasserinstallation. Technologieskeptiker, so Eichengreen, liegen seit 200



Jahren falsch. Die Geschichte lege nahe, dass es auch in Zukunft wichtige Erfindungen mit hohem kommerziellen Potenzial geben wird.

Noch andere, wie die gegenwärtige Fed-Vorsitzende Yellen, unterstellen, dass Investitionen und Zinsen gedrückt sind durch den Schaden, den die Große Rezession angerichtet hat. Insbesondere wurden Fähigkeiten und Moral der Langzeit-Arbeitslosen erodiert. Vom Arbeitsmarkt abgehängt, fehlt es ihnen an Einkommen, das sie ausgeben können. Und stigmatisiert durch Langzeit-Arbeitslosigkeit, gelten sie nicht als attraktive Angestellte. In der Konsequenz sehen Unternehmen weniger Nachfrage für ihre Produkte und gleichzeitig gibt es ein Unterangebot an qualifiziertem Personal. Das führt zu geringer Investitionsneigung, die eine der bezeichnenden Anomalien der gegenwärtigen Erholung ist, und auch andere Aspekte von niedrigem Wachstum bis hin zu niedrigen Zinsen erklärt.

Dieses Argument erklärt zwar die Entwicklung in den zurückliegenden drei Jahren, aber es kann nicht dazu herangezogen werden, die Entwicklung hin zu niedrigen Zinsen in den zurückliegenden drei Dekaden zu erklären. Hierzu sieht Eichengreen die einzig mögliche Ursache in der Verschiebung der wirtschaftlichen Aktivitäten von Kapital-intensiven Formen in der Produktion hin zu weniger Kapital-intensiven Formen im Dienstleistungssektor.

Eichengreen schlägt gegen die gegenwärtige "Unordnung" eine multiple Therapie vor: Es müsse Steueranreize für Unternehmen geben, Langfristarbeitslose einzustellen, auch müssen die öffentlichen Ausgaben für Infrastruktur, Ausbildung und Forschung gesteigert werden. Zudem müssen die Kapitalanforderungen an die Banken weiter erhöht und die Regulierung von nicht-Banken-Finanzunternehmen verstärkt werden, um den Finanzsektor davon abzuhalten, übermäßige Risiken einzugehen.

Und zu guter Letzt sollten die Notenbanken ein höheres Inflationsziel setzen, das ihnen Raum gibt, die Nominalzinsen zu senken, wenn es zu einem Abschwung kommt. Das kann die neue Fed-Vorsitzende zwar nicht laut sagen. Aber darauf laufen ihre Argumente hinaus, schließt Eichengreen.

[Barry Eichengreen ist Professor für Volkswirtschaft und Politische Wissenschaften an der University of California, Berkeley. Er war früher Berater des IWF.]

Ich blende nachfolgend die marktverzerrenden Aktionen der Notenbanken aus. Sie sind zwar in der jüngeren Vergangenheit quantitativ ohne Beispiel, aber starke Eingriffe mit der Liquiditätsspritze sind schon seit vielen Jahren die Regel, nicht die Ausnahme.

Die seit 30 Jahren sinkenden Zinsen sind die zweite Hälfte des kompletten Zinszyklus. Sein erster Teil mit steigendem Niveau bis in die 1980er Jahre hinein fiel zusammen mit der ersten Hälfte des aktuellen Kondratieff-Zyklus, in dem das kommerzielle Potenzial der tragenden Technologie (Elektronik...) entwickelt wurde. Im zweiten Teil und insbesondere im aktuellen "Winter" des laufenden Kondratieff-Zyklus erschöpfen sich die Triebkräfte für Unternehmensgewinn und Wachstum allmählich. Insofern hat Gordon recht – aber nur bezogen auf den aktuellen Kondratieff-Zyklus.

Ohne es adhoc historisch beweisen zu können, scheint es mir nahezuliegen, dass mit der Umsetzung des in der ersten Hälfte des Kondratieff-Zyklus geschaffenen Potenzials der jeweils tragenden Technologie in der zweiten Hälfte stets ein größeres Gewicht auf Dienstleistungen gelegt werden muss, um diese Technologie "an den Mann zu bringen".

Demzufolge wäre das keine Besonderheit der heutigen Zeit, wie Eichengreen meint, sondern eine "normale" Eigenschaft der zweiten Hälfte des Kondratieff-Zyklus.

So gesehen passen Zinszyklus und Kondratieff-Zyklus gut zusammen: In der ersten Hälfte von beiden wird das Potenzial der jeweils treibenden Technologie industriell entwickelt mit entsprechend erhöhtem Kapitalbedarf und steigenden Zinsen. In der zweiten Hälfte wird das



geschaffene Potenzial umgesetzt, der Dienstleistungsanteil steigt, der Kapitalbedarf nimmt relativ gesehen ab, die Zinsen sinken.

Auf die Zukunft bezogen: Treten wir in einen neuen Kondratieff-Zyklus ein, dürfte mit gewisser Verzögerung auch der unternehmerische Kapitalbedarf wieder steigen und damit (cet. par.) letztendlich das Zinsniveau.