

Die Schuld der Sparer an Niedrigzinsen

Description

Eine gängige These der Neoklassiker hinsichtlich Geldpolitik lautet: In den alternden Industrieländern wird immer mehr Geld gespart. Dieser „savings glut“ hat die Zinsen gedrückt, die Zentralbanken konnten sich dem nicht entgegenstellen, also mussten sie die Leitzinsen nach unten anpassen. Damit hätten sie die Niedrigzinsen und die daraus resultierende Geldflut nicht verursacht, sondern seien durch den Markt dazu getrieben worden.

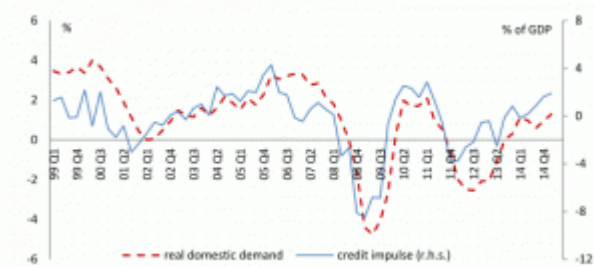
[Summers vertritt mit seiner These von der säkularen Stagnation](#) genau diese Linie, seine Schlussfolgerungen daraus sind abenteuerlich. So fordert er in letzter Konsequenz die Abschaffung des Bargelds, damit die Zinsen so negativ gemacht werden können, dass die Wirtschaft wieder „brummt“. Zugleich versucht er Kritikern eines solchen Konzepts den Wind aus den Segel zu nehmen, indem er kurzerhand die solcherart entstehenden Blasen bei Investitionstätigkeit und Assetpreisen für „normal“ erklärt. In Deutschland vertritt von Weizsäcker eine ähnliche Linie.

Eine [Studie des Flossbach von Storch Research Institutes](#) untersucht diese Theorie, ihre Autoren unterstellen den neoklassischen Mainstream-Ökonomen, falsche Vorstellungen über die Entstehung von Krediten zu verbreiten. Denn Banken schaffen Kredite nicht durch Spareinlagen, sondern schöpfen sie aus dem Nichts, schreiben Agnieszka Gehringer und Thomas Mayer. Niedrigzinsen sind nicht auf ein Überangebot an Ersparnissen zurückzuführen, sondern sie sind die Folge einer expansiven Geldpolitik.

Mayer und Gehringer finden keine statistischen Belege, dass langfristige Kapitalmarktzinsen die Zinssetzung der Zentralbanken beeinflussen. Dies gilt für die USA, Deutschland und Großbritannien auf Basis von Daten der zurückliegenden 25 Jahre. Für Japan ist das Ergebnis nicht eindeutig, weil das Land in den 1980er Jahren einen Boom-Bust-Zyklus durchgemacht hat und die Geldpolitik danach paralyisiert war. Umgekehrt können die Autoren einen signifikanten Zusammenhang nachweisen – die Leitzinsen beeinflussen die langfristigen Kapitalmarktzinsen. Der Zusammenhang ist in den USA besonders deutlich, eine Änderung der kurzfristigen Zinsen um ein Prozent führt im untersuchten Zeitraum zu einer durchschnittlichen Änderung der langfristigen Zinsen um 0,56%. In Deutschland, Großbritannien und Japan ist der Einfluss mit rund 0,2% kleiner.

Mayer und Gehringer können zeigen, dass kein statistischer Zusammenhang zwischen Sparüberangebot und Leitzinsen besteht, wie von Neoklassikern behauptet. Hinsichtlich der Wirkung der Leitzinsen auf die langfristigen Zinsen (und damit die Kreditfähigkeit) ergibt sich das, was auch aus Sicht der Konstruktion unseres Geldsystems nahe liegt: Die folgenden Charts zeigen die zeitliche Abfolge von Kredit- und Nachfrageflüssen in der Eurozone und in den USA auf und machen deutlich, dass auf Kreditimpulse steigende Nachfrage folgt. Verebbt der Kreditimpuls, kommt es zu übermäßiger Kontraktion.

Figure 3. Credit impulse and demand in the euro area, 1996Q1-2015Q2.



Source: Authors' calculations, Haver Analytics.

Figure 4. Credit impulse and demand in the US, 1996Q1-2015Q2.



Source: Authors' calculations, Haver Analytics.

Es ist immer problematisch, mittels statistischer Methoden auf Ursachen zu schließen. Dennoch liegt der Schluss nahe, dass die Konjunkturtheorie von Wicksell, Mises und Hayek die Wirklichkeit viel besser beschreibt als die Mainstream-Vorstellungen.

Nach dieser Theorie wird ein "künstlicher" Aufschwung angestoßen dadurch, dass die Zentralbank den Leitzins so stark senkt, dass der Marktzins unter den natürlichen Zins fällt, bei dem sich volkswirtschaftlich Investitionen und Ersparnisse entsprechen. Über die solcherart sinkenden Refinanzierungskosten der Banken nimmt die Kreditvergabe zu. Dadurch werden zunächst auch unrentable Investitionen begünstigt. Gleichzeitig drücken die niedrigen Zinsen die private Sparbereitschaft, der Konsum wird angekurbelt. Die Preise steigen auf breiter Front, schließlich sorgen steigende Kosten dafür, dass Investitionen unrentabel werden. Der so initiierte Boom erweist sich als nicht nachhaltig. Fehlinvestitionen führen zum Deleveraging, Kapitalvernichtung schwächt die Wachstumskräfte dauerhaft.

Die Autoren folgern zurecht, dass die Zentralbanken (auch angesichts ihrer institutionellen Rolle) weitgehend verantwortlich sind für die aktuell [bezogen auf realwirtschaftliche Gegebenheiten zu niedrigen Zinsen](#) und die Konsequenzen hieraus.

Andere Einflüsse etwa seitens der Demographie spielen keine eigenständige Rolle. Mayer und Gehringer argumentieren, dass Menschen eine mit zunehmendem Alter steigende [Zeitpräferenz](#) aufweisen. Sie konsumieren gegen Ende ihres Lebens lieber, sparen also weniger. Dies sorgt für Aufwärtsdruck beim Kapitalmarktzins – [siehe hier!](#)