

Zur Nullzinspolitik der Europäischen Zentralbank¹

Im September 2019 hat die Europäische Zentralbank (EZB) erneut gegen alle Kritik ihre Bereitschaft bekräftigt, eine Politik der niedrigen Zinsen aufrecht zu erhalten. Diese sei weiterhin notwendig, um eine Deflation zu vermeiden und stattdessen eine erwünschte positive Inflationsrate durchzusetzen. Um diese Position zu verstehen und zu beurteilen, ist es sinnvoll, eine sogenannte "deflatorische Lücke" zu betrachten, die dann vorliegt, wenn der Zinssatz über dem Gleichgewichtswert des Kapitalmarkts, dem sogenannten "natürlichen Zinssatz" liegt. Auf diesem Markt wird Kapital aus Ersparnissen angeboten und für Investitionen nachgefragt. Mit steigendem Zinssatz nimmt die Investitionsnachfrage ab, das Sparangebot zu. Bezeichnet man die Investitionsnachfrage mit I , das Sparangebot mit S und den Zinssatz mit r , dann ist $I=I(r)$ mit $I'(r)<0$ und $S=S(r)$ mit $S'(r)>0$. Der Kapitalmarkt ist im Gleichgewicht beim natürlichen Zinssatz $r=r^n$, der sich aus

$$(1) \quad I(r^n) = S(r^n)$$

ergibt. Die Politik der EZB wird verständlich, wenn man davon ausgeht, dass der Marktzins ohne Intervention über dem natürlichen Zins liegt, $r>r^n$, so dass eine sogenannte deflatorische Lücke $S-I>0$ vorliegt. Dieser Begriff erklärt sich, wenn man berücksichtigt, dass sich der Kapitalmarkt im makroökonomischen Gütermarkt spiegelt. Das Güterangebot entspricht dort dem Sozialprodukt Y , das für die Nachfrage nach Konsum C und nach Investitionen I zur Verfügung steht. Im Gleichgewicht ist $Y=C+I$, und da die Differenz $Y-C=S$ die gesamtwirtschaftliche Ersparnis angibt, erhält man als Gleichgewichtsbedingung für den Gütermarkt ebenfalls die Gleichung (1). Ein Ungleichgewicht zwischen Investition und Ersparnis zeigt dann unmittelbar den Zusammenhang zwischen Zinssatz und Inflation bzw. Deflation. Wenn der Zinssatz unter dem natürlichen Wert läge, $r<r^n$, dann wäre $I>S$ und damit $Y<C+I$. Auf dem Gütermarkt läge eine Übernachfrage vor, die Preissteigerungen erwarten ließe, und die deshalb als inflatorische Lücke bezeichnet wird. Eine solche Lücke wäre eine hinreichende Voraussetzung für eine von der EZB angestrebte positive Inflationsrate. Ihre Politik beruht jedoch auf der Einschätzung, dass im Euroraum eine Deflation droht, was bei einer deflatorischen Lücke mit einem Zinssatz über dem natürlichen Wert $r>r^n$ zutrifft. Diese Diagnose wird gedeckt durch die Beobachtung, dass in vielen Ländern der Eurozone eine gewisse Unterauslastung der Produktionskapazitäten vorliegt, was

¹ Erste Fassung September 2019.

in der Tat auf ein Überangebot an Gütern hindeutet, also auf $Y > C + I$ bzw. $S - I > 0$. Ein solcher Zustand ist aus zwei Gründen bedenklich. Erstens verursacht eine Unterauslastung der Kapazitäten nicht unerhebliche Kosten, nicht zuletzt durch die damit verbundene Arbeitslosigkeit, und zweitens erweckt ein resistentes Überangebot nicht zu Unrecht die Befürchtung, dass es tatsächlich zu einer Deflation kommen könnte, die sich selbst verstärkt, weil Nachfrage in Erwartung fallender Preise auf später verschoben wird.

Die Frage ist, warum der Marktzins bei einer deflatorischen Lücke nicht automatisch auf seinen natürlichen Wert fällt, wenn doch das Kapitalangebot höher ist als die Kapitalnachfrage. Warum muss die Notenbank regulierend eingreifen, um einen "natürlichen Zinssatz" durchzusetzen? Der Grund liegt darin, dass der Zinssatz im Allgemeinen nicht auf dem Kapitalmarkt, sondern auf einem makroökonomischen Finanzmarkt gebildet wird. Auf der Nachfrageseite dieses Marktes kommt zu den Investitionen die Nachfrage nach Geldhaltung hinzu, die sogenannte Liquiditätspräferenz L , die mit steigendem Zinssatz fällt. Auf der Angebotsseite wird die Ersparnis durch das Angebot M an Geld ergänzt, das von der Notenbank zur Verfügung gestellt wird. Im Gleichgewicht des Finanzmarktes wird der Zinssatz nicht durch $I = S$, sondern durch die Bedingung

$$(2) \quad S(r^*) + M = I(r^*) + L(r^*)$$

bestimmt. In Abhängigkeit von den Variablen der Geldseite kann sich ein Marktzins ergeben, der vom natürlichen Zinssatz abweicht. Man kann sich das z.B. so vorstellen, dass ein Gleichgewicht bei einem natürlichen Zinssatz $r^* = r^n$ zusammenbricht, wenn pessimistische Erwartungen die Anleger veranlassen, ihre Mittel weniger in Investitionen anzulegen und mehr in Geld zu halten. Wenn z.B. L im gleichen Ausmaß steigt, in dem I fällt, also ein größerer Teil der vorhandenen Mittel gehortet wird, bleibt der Marktzins r^* gleich, aber der natürliche Zinssatz r^n ist gefallen. Auf dem Markt ist ein neues Gleichgewicht mit einer deflatorischen Lücke entstanden.

Theoretisch könnte hier eine von der EZB befürchtete Deflation sogar stabilisierend wirken. Bei sinkendem Preisniveau würde das reale Geldangebot M steigen, so dass der Zinssatz ohne Intervention der Zentralbank auf den natürlichen Wert fällt, bei dem $S - I = 0$ ist. Es ist aber verständlich, wenn sich die EZB nicht auf einen Mechanismus verlassen will, der von destabilisierenden Deflationserwartungen konterkariert werden kann. Insofern ist es folgerichtig, wenn sie versucht, den gleichen Effekt direkt durch eine Erhöhung der Geldmenge zu erreichen. Diese erweist sich sogar als notwendig, weil eine deflatorische

Lücke einen Geldmangel verursacht. Wie Gleichung (2) zeigt, ist $S-I > 0$ im Gleichgewicht mit einer Übernachfrage nach Geld verbunden, $L > M$. Das Geldangebot reicht nicht aus, um die Liquiditätsbedürfnisse der Wirtschaft zu befriedigen. Das betrifft besonders die Unternehmungen, bei denen es zu Liquiditätsengpässen kommt, weil sie ihre Produktion nicht wie geplant voll absetzen können. Sie sind gezwungen, zur Finanzierung ihrer Produktion zusätzliche Kredite nachzufragen, was auf dem Finanzmarkt wie eine gestiegene Liquiditätspräferenz zu einem höheren Gleichgewichtszinsses r^* führt, der die deflatorische Lücke vergrößert. Hier ist es Aufgabe der Notenbank, durch eine expansive Geldpolitik (ein "quantitative easing") eine Kreditklemme zu verhindern und damit gleichzeitig den Zinssatz auf seinen natürlichen Wert $r^n < r$ zu drücken. Die dafür erforderliche Geldmenge ist

$$M = L(r^n) + I(r^n) - S(r^n) > L(r) + I(r) - S(r).$$

Diese Politik stößt an ihre Grenzen, wenn der natürliche Zinssatz negativ ist. Wie die jüngste Erfahrung zeigt, kann eine Notenbank zwar einen negativen Einlagezins verlangen, der dann auch im Bankensystem als negativer "Habenzins" an Sparer weiter gegeben wird. Aber es ist schwer vorstellbar, dass Banken und andere Finanzintermediäre Kredite zu einem negativen "Sollzins" vergeben, so dass sie diese nur mit einem entsprechenden Verlust zurückerhalten würden, während ihre Kunden allein durch die Aufnahme eines Kredits einen Gewinn machen würden. Als Folge wäre die Kreditnachfrage beim Zinssatz $r=0$ vollkommen elastisch, so dass der Kreditzins nicht negativ werden kann. Für den Einlagezins gilt das nicht, weil zwischen Soll- und Habenzins eine positive Zinsdifferenz besteht. Wenn aus diesem Grund der natürliche Zinssatz nicht durchgesetzt werden kann, weil er negativ ist, kann die Notenbank eine deflatorische Lücke nicht verhindern. Alles was sie tun kann ist, diese Lücke zu minimierend, d.h. den Kreditzins auf $r=0$ zu drücken (und damit einen negativen Einlagezins in Kauf zu nehmen). Dafür gibt es zwei Möglichkeiten.

Die erste besteht darin, so viel Geld zur Verfügung zu stellen, dass der Nullzinssatz gewährleistet ist. Die entsprechende Geldmenge ergibt sich als

$$M = L(0) + I(0) - S(0).$$

Eine solche Politik erfordert allerdings eine laufende Erhöhung der Geldmenge, wenn wegen der deflatorischen Lücke $S-I > 0$ auch $L > M$ ist, so dass das steigende Geldangebot die jeweiligen Liquiditätsbedürfnisse nicht befriedigt und die Betroffenen versuchen, diese Lücke durch eine höhere Geldnachfrage zu schließen. Um korrespondierende Zinssteigerungen zu verhindern, müsste die Notenbank dann laufend das Geldangebot entsprechend erhöhen, was

besonders in einer längerfristigen Betrachtung nicht unproblematisch erscheint. Die Alternative wäre eine kompensierende Geldpolitik, bei der die Geldmenge sofort so an die Geldnachfrage angepasst wird, dass $M=L(0)$ ist. Aber dann liegt auf dem Finanzmarkt beim Nullzins ein Überangebot in Höhe der deflatorischen Lücke vor:

$$M - L(0) + S(0) - I(0) = S(0) - I(0) > 0$$

Ein Teil der vorgesehenen Mittel, in diesem Fall der Ersparnisse, kann auf diesem Markt nicht untergebracht werden. Er fließt in alternative Anlagen, vor allem in Realvermögen wie Aktien und Immobilien. Nun sind Aktienkurse und Immobilienpreise wegen der fehlenden Erträge auf dem Finanzmarkt ohnedies schon hoch. Mit der steigenden Nachfrage entsteht die Gefahr einer "irrationalen Übertreibung" mit Preisblasen und drohenden Zusammenbrüchen auf diesen Vermögenmärkten.

Unabhängig von einer Einschätzung solcher Folgeprobleme ist sich die Fachwelt weitgehend einig, dass es mit der Nullzinspolitik gelungen ist, die deflatorische Lücke und die mit ihr verbundene Unterauslastung und Rezessionsgefahr in Grenzen zu halten. Problematisch bleibt, dass damit die Lücke selbst nicht beseitigt werden konnte. Ein Teil des anlagesuchenden Kapitals wird offensichtlich trotz dieser Politik nicht produktiv verwendet, so dass das wirtschaftliche Wachstum schwächelt oder sogar stagniert. Erinnerungen kommen auf an die Vorstellung einer säkularen Stagnation durch Übersättigung des Kapitalmarktes, die auf dem Hintergrund der Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren des vorigen Jahrhunderts befürchtet worden ist. Als mögliche Ursache einer systematischen "Überersparnis" wird heute unter anderem die steigende Lebenserwartung der Bevölkerung genannt, die entsprechend mehr Altersvorsorge erfordert. Eine verstärkte Spartätigkeit könnte unter Umständen sogar auch eine Folge der Nullzinspolitik sein, weil man bei einem negativen Sparzins mehr für eine erwünschte spätere Versorgung ansparen muss.

Die Frage ist allerdings, warum die jeweils aufgebrauchten Ersparnisse nicht über unternehmerische Erwartungen in Investitionen fließen, mit denen sich die geplante zukünftige Güternachfrage befriedigen ließe². Schließlich beruht wirtschaftliches Wachstum darauf, dass Investoren zukünftige Marktchancen wahrnehmen, die durch Ersparnisse entstehen. Es ist geradezu typisch, dass Unternehmer für eine erwartete und nicht für eine

² Neuerdings wird manchmal spekuliert, dass es zu einer Überersparnis kommt, weil moderne Anlagen wegen höherer Kapitalproduktivität weniger Kapital benötigen. Aber das übersieht, dass freie Ersparnisse dann in zusätzliche Anlagen investiert werden können, mit denen eine höhere Produktion möglich wird.

schon garantierte Nachfrage produzieren, und dass sie dabei im Allgemeinen durchaus erfolgreich sind. Natürlich gibt es Phasen, in denen zukünftige Märkte und Absatzmöglichkeiten besonders unsicher und Investitionen deshalb riskanter sind als üblich. Das trifft vor allem zu in Zeiten eines starken technologischen Wandels, der Markt- und Wettbewerbsstrukturen auf nicht leicht vorhersehbare Weise verändert, so dass es nicht verwunderlich ist, wenn sich Investoren erst einmal zurückhalten. Es ist naheliegend zu vermuten, dass die gegenwärtige Investitionsschwäche nicht zuletzt auch auf solchen Gründen beruht³. Die Erfahrung zeigt aber, dass potentielle Investoren über Markt- und Bedarfsanalysen ihre zukünftigen Marktchancen im Durchschnitt gut einschätzen können. Die Stärke des Marktsystems beruht ja gerade darauf, dass solche Chancen erkannt, auch selbst befördert und profitabel genutzt werden. Es ist deshalb zu erwarten, dass sich nicht zuletzt auch als Folge des technologischen Wandels die Investitionsneigung wieder erholt, so dass der natürliche Zinssatz steigt, die deflatorische Lücke verschwindet und die Notenbank ihre expansive Geldpolitik beenden und das Geldangebot auf $M=L(r_n)$ reduzieren kann.

So lange diese Belebung nicht in Gang kommt, kann die deflatorische Lücke auch durch öffentliche Ausgaben geschlossen und damit eine Unterauslastung der Kapazitäten vermieden werden. Der Staat verwendet den Überschuss der privaten Ersparnisse für öffentliche Investitionen, die er mit einer zusätzlichen Staatsverschuldung finanziert. Dies ist besonders günstig, wenn die Kredite noch zum Nullzins aufgenommen werden. Außerdem können sie ohne zusätzliche Belastung getilgt werden, wenn damit Investitionen vorgezogen werden, die früher oder später ohnedies angefallen wären. Mit einer solchen Kombination von Geld- und Fiskalpolitik kann es gelingen, eine vorübergehende Investitionsschwäche sinnvoll zu überbrücken.

³ Weitere Ursachen sind wohl auch reale und befürchtete Handelsbeschränkungen .