Thorsten Polleit*

Negativer Realzins – und seine Folgen

»The pure rate of interest … is determined solely by the time preference of the individuals in the society, and by no other factor.« (Rothbard, M.N., (2001 [1962]), S. 331–332)

Neue Realität oder fragwürdige Theorie?

In Deutschland haben einige Banken begonnen, auf Sichtguthaben ihrer Kunden einen Strafzins in Höhe von 0,25% zu erheben. Sie begründen das mit dem negativen Einlagenzins der Europäischen Zentralbank (EZB).[1] Überzeugend ist diese Begründung allerdings nicht. Anfang Dezember 2014 beliefen sich die durchschnittlichen Überschussguthaben, die die Euro-Banken bei der EZB hielten, auf 111,3 Mrd. Euro. Der negative EZB-Einlagenzins – er liegt bei minus 0,2% – bürdet den Banken somit zusätzliche Kosten von 223 Mio. Euro pro Jahr auf. Umgerechnet auf die Sichtverbindlichkeiten der Kunden von mehr als 4 700 Mrd. Euro ist das eine Belastung von weniger als 0,005%. Vermutlich handeln die Banken, die schon einen Strafzins erheben, im Vorgriff auf Kommendes.

In der Tat ist nicht auszuschließen, dass schon bald immer mehr Euro-Geldhäuser ihre Kunden zur Kasse bitten könnten, weil die Europäische Zentralbank (EZB) für einen Verfall der Zinsen auf breiter Front sorgt. Die EZB hat nicht nur die kurzfristigen Geldmarktzinsen auf de facto 0% gesenkt, sondern sie drückt auch die Kapitalmarktrenditen immer weiter herab durch die in Aussicht gestellten großangelegten Euro-Staatsanleihekäufe. Das künstlich verminderte Zinsniveau verschlechtert die Ertrags- und Gewinnlage der Banken, weil es die Gewinnmargen – die sich im Kreditgeschäft und im Zuge der Fristentransformation erzielen lassen – schrumpfen lässt. Es könnte sogar noch schlimmer kommen.

Eine Reihe von namhaften Ökonomen ist der Meinung, dass der neue gleichgewichtige reale, d.h. der inflationsbereinigte, Zins in einigen Volkswirtschaften negativ sei.[2] Sie empfehlen, die Zentralbanken sollten den Realzins – also den Nominalzins nach Abzug der Inflation – in den Negativbereich absenken. Eine solche Geldpolitik macht es dann jedoch erforderlich, den Menschen die Bargeldhaltung zu verleiden – indem beispielsweise Bargeldscheine, wie von Gregory Mankiw vorgeschlagen, per »Zufalls-Losverfahren« für wertlos erklärt werden, oder indem das Bargeld ganz abgeschafft wird. Ansonsten könnten sich Bankkunden ihre Einlagen bar auszahlen lassen und damit der Enteignung durch die Politik des negativen Zinses entziehen (vgl. Rogoff 2014).

Was ist dran an der These, dass der gleichgewichtige reale Zins negativ sein könnte? Das ist eine überaus wichtige Frage, deren Antwort von erheblicher Tragweite ist – sowohl für Banken, aber auch für die Bankkunden. Beispielsweise wäre die Aussicht auf einen gleichgewichtigen negativen Realzins für Sparer, die ihre Mittel Banken anvertraut und in festverzinsliche Papiere investiert haben, ein ruinöses Schreckensszenario. Die Beschäftigung mit diesem Thema bedarf zunächst eines klaren Verständnisses der Natur und Bedeutung des Zinses.

Der Urzins ist immer und überall positiv

Den Zins kennt man als Entgelt für das Nutzen von Kapital. Ökonomisch betrachtet resultiert er aus einer *Wertdifferenz:* Menschen werten Güter, die gegenwärtig verfügbar sind, höher als Güter, die erst künftig verfügbar sind. Anders gesprochen: Künftige Güter erleiden einen Preisabschlag gegenüber gegenwärtigen Gütern.[3] Es ist die – wie Frank A. Fetter (1863–1949) sie bezeichnete – »Zeitpräferenz«, die den Zins erklärt.[4] Ludwig von Mises (1881–1973) zeigte auf, dass der Zins – er spricht vom »Urzins« (heute nennt man ihn meist den »neutralen Zins«) – elementar für das menschliche Handeln ist und sich allein und ausschließlich durch die Zeitpräferenz erklärt. Damit ging Mises über die Zinstheorie, die Eugen von Böhm-Bawerk (1851–1914) vorgelegt hatte, hinaus.[5]

* Dr. Thorsten Polleit, Chefvolkswirt der Degussa, Honorarprofessor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bayreuth und Präsident des Ludwig von Mises Institut Deutschland.

1 Für die Politik des negativen Einlagezinses gibt es Vorbilder. Beispielsweise hatte die dänische Zentralbank bereits vom 5. Juli 2012 bis zum 24. April 2014 einen Negativzins für Guthaben, die Banken bei ihr unterhielten, erhoben. Im Juli 2009 hatte die schwedische Riksbank den Einlagenzins bereits auf –0,25% abgesenkt.

2 Vgl. Mankiw (2009); auch den Vortrag von Larry H. Summers auf dem IMF Economic Forum am 8. November 2013 (https://www.youtube.com/watch?v=KYpVzBbQIX0). Die zentralen Überlegungen, die die These des gleichgewichtigen negativen Realzinses stützen sollen, sind »sekuläre Stagnation« und ein Überangebot an Ersparnissen (»Savings Glut«). Zur Diskussion vgl. z.B. Mayer (2014).

3 Vgl. hierzu z.B. die Beiträge zur (reinen) Zeitpräferenztheorie in Herbener (2011).

4 Vgl. hierzu Fetter (1915, S. 313). Zur Erläuterung der Faktoren, die die Zeitpräferenz erklären, vgl. Hoppe (2006, insb. S. 3–15).

5 Zur Erklärung vgl. Mises (1940, insb. S. 474–488); vgl. auch Rothbard (2001, S. 313–386).

Der Urzins hat mit der Ertragsrate auf Kapital oder mit Psychologie nichts zu tun (vgl. z.B. Hayek 1936, insb. S. 223 f.). Selbst bei einer negativen Kapitalertragsrate werden gegenwärtig verfügbare Güter immer noch höher geschätzt als künftig verfügbare Güter. Der Urzins, den der Mensch quasi in sich trägt, bleibt auch hier positiv. Es ist unmöglich, dass der Urzins auf null fallen kann. Es würde bedeuten, dass man zwei Äpfel, die erst in tausend Jahren verfügbar sind, einem heute verfügbaren Apfel vorzieht. Das klingt nicht nur realitätsfremd, es ist ein irrtümlicher Gedanke. Er liefe auf die Aussage hinaus, dass der handelnde Mensch *niemals* konsumiert, dass er sein Einkommen immer und vollständig spart. Der Urzins kann auch nicht negativ werden. Denn das hieße, dass ein Apfel, der erst in tausend Jahren verfügbar ist, einem heute verfügbaren Apfel vorgezogen würde.

Der Gedanke, der Urzins könne null oder gar negativ sein, mutet nicht nur merkwürdig an, er ist absurd und *unlogisch*. Denn dass der Urzins – als marktmäßiger Ausdruck der Zeitpräferenz – stets positiv ist, ist eine logische Erkenntnis. Sie folgt zwingend aus dem »Axiom des menschlichen Handelns«: Der Wahrheitsgehalt des Satzes »Der Mensch handelt« lässt sich nicht widerlegen. Aus ihm lässt sich logisch ableiten, dass der handelnde Mensch eine frühere Zielerreichung einer späteren vorzieht und dass er deshalb Gegenwartsgüter notwendigerweise höher bewertet als Zukunftsgüter; mit psychologischen Erwägungen hat diese Einsicht nichts zu tun (vgl. Mises 1940, S. 434–459). Der Gedanke, der Urzins könnte null oder gar negativ sein, ist so widersinnig wie die Aussage ›1 plus 1 ist *nicht* zwei‹.

In einem freien Markt sorgen das Angebot von und die Nachfrage nach Ersparnissen dafür, dass der Marktzins dem Urzins entspricht (von Risiko-, Inflations- und Liquiditätsprämien des Zinses sei hier abgesehen). Dadurch wird sichergestellt, dass für die Vollendung der Investitionen, die bei einem gegebenen Marktzins beziehungsweise Urzins in Gang gesetzt werden, ausreichende Ressourcen verfügbar sind. Nimmt beispielsweise die Zeitpräferenz ab – weil die Menschen zukunftsorientierter wirtschaften als bisher –, steigt die Ersparnis aus dem laufenden Einkommen, und der Konsum sinkt. Bei gegebener Investitionsneigung sinkt der Urzins und damit auch der Marktzins, die Wirtschaft begibt sich auf Wachstumskurs.

Der Zins in der »gehemmten Marktwirtschaft«

Im heutigen ungedeckten Papiergeldwesen liegen die Dinge jedoch anders. Denn es handelt sich hier um kein freies, sondern um ein gehemmtes, ein staatlich-interventionistisches Kredit- und Geldsystem. Zentralbanken sorgen dafür, dass der Marktzins künstlich abgesenkt wird und unter den Urzins fällt. Das liegt daran, dass Bankkredite vergeben werden, die nicht durch »echte Ersparnis« gedeckt sind, dass eine Geldschöpfung »ex nihilo« durch Kreditvergabe erfolgt. Der künstlich gesenkte Marktzins verleitet Unternehmen zu Investitionen, die sich in der Summe früher oder später als undurchführbar erweisen. Anfänglich sorgt die Geldmengenvermehrung »aus dem Nichts« zwar für einen künstlichen Aufschwung (»Boom«). Er muss jedoch früher oder später in sich zusammenfallen und in einer Rezession (»Bust«) enden.[6]

Vor allem steigt in einem ungedeckten Papiergeldsystem die Verschuldung von Privaten, Unternehmen, Banken und Staaten immer weiter an relativ zur Wirtschaftsleistung. Früher oder später kommt es zur Überschuldung. Kreditgeber sind dann nicht mehr bereit, fällige Kredite zu erneuern, die Dauerschuldnerei weiter zu finanzieren. Kreditnehmer, deren Verbindlichkeiten fällig werden und die auf eine Anschlussfinanzierung angewiesen sind, geraten in Bedrängnis. Ihnen droht die Zahlungsunfähigkeit, und ihren Gläubigern stehen Forderungsausfälle ins Haus. Genau diese Situation zeigte sich weltweit in der sogenannten Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009.

Die Eingriffe der Zentralbanken, die darauf folgten – in Form von Zinssenkungen und unbegrenzter Ausweitung der Basisgeldmengen –, haben die Zahlungsunfähigkeit des Bankenapparates und damit auch der Staaten zwar zunächst abgewehrt. Ungelöst sind jedoch nach wie vor die hohe Verschuldung in vielen Währungsräumen, verbunden mit einer Wachstumsschwäche – wie etwa in Japan und im Euroraum. Eine Möglichkeit, die Verschuldung von Staaten und insbesondere auch von Banken abzubauen, besteht nun darin, die Zinsen auf deren Schulden negativ werden zu lassen. Doch wie lässt sich das bewerkstelligen? Besonders die schlechten Schuldner würden von einem negativen Realzins profitieren. Aber gerade ihnen leihen die Sparer – soweit sie bei Sinnen sind – ihr Geld, wenn überhaupt, nur bei hohen Zinsen, beziehungsweise sie werden ihnen ganz bestimmt kein Geld zu einem negativen Realzins leihen.

Wie gesagt: Weder in einem freien noch in einem gehemmten Marktsystem kann es einen gleichgewichtigen Urzins geben, der null oder gar negativ ist.[7] In einem gehemmten

[6] Vgl. hierzu etwa Mises (1924, S. 433–436). Einen Einstieg in die monetäre Konjunkturtheorie der Österreichischen Schule der Nationalökonomie gibt die Aufsatzsammlung in Eberling (1996).

[7] Die »Sättigung« wird zuweilen als Argument genannt, um zu zeigen, dass die Zeitpräferenz und damit der Urzins nicht immer und überall positiv sein müssen (sondern dass sie auch negativ sein können). Was ist davon zu halten?
Für den handelnden Mensch kann es eine Sättigung aller seiner Bedürfnisse im Sinne der Erreichung einer abschließenden »Zufriedenheit«, eines »Ruhestandes« aus logischen Gründen nicht geben. Eine Sättigung würde bedeuten, dass menschliches Handeln nicht mehr stattfindet: Das menschliche Handeln bedeutet, dass ein Zustand durch einen anderen Zustand, der als vergleichsweise besser angesehen wird, ersetzt wird. Sollte der Handelnde aber den Zustand einer vollständigen Sättigung erreicht haben, könnte er nicht mehr handeln, weil ja sein Handlungsgrund – der Wunsch, Unwohlsein abzustellen – entfallen ist. Das aber ist denkunmöglich: Man kann nicht argumentieren, dass der Mensch nicht handelt.
Diese Einsicht lässt sich auch mit dem Hinweis auf ›handfeste‹ Beispiele

Marktsystem kann die Zentralbank allerdings einen negativen Marktzins erzwingen oder durch Täuschung auf den Weg bringen. Beispielsweise können Regierungen und ihre Zentralbanken negative Einlagenzinsen »anordnen«. Damit die Menschen den Folgen nicht entkommen können, müssten sie das Bargeld abgeschafft werden. Oder den gutgläubigen Bankkunden und Wertpapierinvestoren muss vorgegaukelt werden, die oktroyierten negativen Realzinsen seien nur vorübergehend, und es lohne sich nicht, dass die Bankkunden an ihrer gegebenen Portfoliozusammensetzung etwas änderten.

Bittere Konsequenzen

Mit ihrer Tiefzinspolitik und ihrem negativen Einlagenzins drängt die EZB die nominale und auch reale Verzinsung für Bankeinlagen in den Negativbereich. Dadurch kommt es zu einem Passivtausch in den Bankbilanzen: In dem Maße, in dem sich Sicht-, Termin- und Spareinlagen aufgrund der negativen Einlagenzinsen verringern, steigt der Gewinn der Banken: Die Verluste der Bankkunden erscheinen als neues Eigenkapital in den Bilanzen der Banken.

Sollten die Bankkunden verstehen, was da geschieht, werden sie sich zumindest die Einlagen, die sie nicht für tagtägliche Zahlungen benötigen, in Bargeld auszahlen lassen und es im Schließfach lagern. Ziehen die Kunden ihre Einlagen ab, verteuert sich die Refinanzierungsbasis der Banken: Kunden müssen nun höhere Zinsen geboten werden, um den Einlagenabzug zu verhindern beziehungsweise neue Refinanzierungsmittel zu erhalten.

Sollten die Geschäftsbanken nicht willens oder in der Lage sein, ihren Kunden höhere Zinsen zu zahlen, werden sie verstärkt EZB-Kredite aufnehmen (müssen). Dadurch werden die Banken zunehmend abhängig von EZB-Krediten – beziehungsweise die Euro-Steuerzahler werden zusehends für die geschäftspolitischen Risiken der privaten Banken in Haftung genommen – zur Freude der Gläubiger und Angestellten der Banken.

Bei negativen Einlagenzinsen nimmt die Bereitschaft zu sparen ab beziehungsweise sie kommt zum Erliegen – im Vergleich zu einer Situation, in der der Zins sich im freien Markt bilden kann. Die Konsumausgaben steigen, und es werden weniger Ressourcen aus dem laufenden Einkommen für Investitionszwecke bereitgestellt. Der Aufbau des Kapitalstocks fällt gering(er) aus, und damit verschlechtern sich die Aussichten für die realen Einkommenszuwächse in der Zukunft. Die Volkswirtschaft betreibt Kapitalverzehr: Der Gegenwartskonsum geht zusehends auf Kosten der künftigen Wohlstandes.

Wenn die Zinsen negativ sind und das Sparen schwindet, müssen neue Investitionen verstärkt mit Bankkrediten, die aus dem Nichts geschöpft werden, finanziert werden. Die Investitionsfinanzierung wird also zusehends inflationär: Ein immer größerer Anteil wird durch ungedeckte Bankkredite finanziert, die mit einer Geldmengenausweitung einhergeht.

Um dem Strafzins zu entkommen, werden Bankkunden verstärkt Finanztitel nachfragen, die noch eine positive Rendite in Aussicht stellen. Die Nachfrage nach beispielsweise Staats- und Unternehmensanleihen nimmt zu, aber auch die nach Unternehmensbeteiligungen. Die Preise dieser Finanztitel werden aufgebläht. Eine Spekulationsblase kommt in Gang, durch die knappe Ressourcen vergeudet werden.

Das eigentliche Ziel

Den Marktzins auf 0% zu senken oder ihn gar in den negativen Bereich drücken zu wollen, steht nicht nur für eine Politik, die unvereinbar ist mit einer freien Marktwirtschaft. Ein negativer realer Marktzins, der notwendigerweise unter dem Urzins liegt, beendet den Zinsbezug. Es nimmt damit den Anreiz zu sparen und zu investieren, die Volkswirtschaft verfällt dem Kapitalverzehr. Dies war übrigens auch der Grund, warum Marxismus und Nationalsozialismus danach trachten, den Zins abzuschaffen: Gelänge das Vorhaben, den Zins abzuschaffen, wäre eine freie, marktwirtschaftliche Ordnung nicht mehr durchführbar. Es käme zu einer Verarmung und De-Zivilisierung der Volkswirtschaft.

Zielt die Politik hingegen darauf ab, nur ausgewählte Marktzinsen – wie zum Beispiel die von Bankeinlagen und Staatsanleihen – negativ werden zu lassen –, so geht es ihr ganz offensichtlich darum, eben diese Schulden zu entwerten – und nicht darum, eine »gleichgewichtige Politik« zu betreiben. Denn der Urzins tritt nicht nur im Kreditmarkt, sondern in jedem menschlichen Handlungsbereich in Erscheinung.

Fortsetzung Fußnote 7:
nicht widerlegen. Um das zu zeigen, sei angenommen, Herr A habe durch Verkosten einer Speise seinen Hunger gestillt (er mag und kann nun keine weitere Speise zu sich nehmen). Es sind aber noch Essensreste übrig. Lässt sich daraus der Schluss ziehen: Weil Herr A jetzt satt ist, wertet er die Verkostung der Essensreste in der Zukunft höher als ihren gegenwärtigen Verzehr? Wertet er nun das Zukunftsgut (Verkostung der Speise in der Zukunft) *höher* als den Speiseverzehr in der Gegenwart? Widerlegt dieses Beispiel die Aussage, dass Zeitpräferenz und Urzins immer und überall positiv sein müssen? Die Antworten auf diese Fragen lauten: Nein.
Ökonomisch betrachtet sind Güter Mittel, die zur Erreichung eines Ziels eingesetzt werden. Dinge, die sich nicht (mehr) eignen, ein Ziel zu erreichen, sind aus Sicht des Handelnden keine Güter (mehr). Ist der Hunger durch die Speise gestillt, hören die Speisereste auf, ein Mittel zu sein, mit dem das Ziel »den gegenwärtigen Hunger stillen« erreicht werden kann. Die Speisereste können daraufhin möglicherweise zu einem Mittel werden, um andere Ziele zu erreichen (beispielsweise um die Hühner zu füttern); oder aber sie hören auf, für den Handelnden ein Gut zu sein – was etwa dann der Fall wäre, wenn die Speisereste (weil sie rasch verderben) nicht zur Erreichung anderer Ziele, die der Handelnde hat, eingesetzt werden können.
Es lässt sich also schlussfolgern: Das Argument der »Sättigung« kann die Einsicht, dass die Zeitpräferenz und damit der Urzins stets und überall positiv sind, nicht widerlegen.

Die Befürworter der These, der gleichgewichtige Realzins sei negativ, müssten daher auch Politiken verlangen, die dazu führen, dass beispielsweise Investoren für eine Aktie mehr bezahlen als die Summe aller Zahlungsströme, die das Unternehmen erwirtschaftet. Um das zu erreichen, müssten sie wohl den Handelnden im wahrsten Sinne des Wortes die Pistole an den Kopf setzen.

Literatur

Eberling, R.M. (Hrsg.) (1996), *The Austrian Theory of the Trade Cycle and other Essays,* Ludwig von Mises Institute, Auburn, US Alabama.

Fetter, F. (1915), *Economic Principles,* The Century Co., New York.

Hayek, F. A. v. (1936), »The Mythology of Capital«, *The Quarterly Journal of Economics* L, 199–228.

Herbener, M. (Hrsg.) (2011), *The Pure Time-Preference Theory of Interest,* Ludwig von Mises Institute, Auburn, US Alabama.

Hoppe, H.-H. (2006), *On Time Preference, Government, and the Process of Decivilization, in: Democracy – The God That Failed. The Economics and Politics of Monarchy, Democracy, and Natural Order,* Transaction Publishers, New Brunswick, London.

Mankiw, N.G. (2009), »It May be Time for the Fed to Go Negative«, *New York Times,* 18. April, online verfügbar unter: http://www.nytimes.com/2009/04/19/business/economy/19view.html?_r=0).

Mayer, T. (2014), »Larry Summers' Interest Rate Conundrum«, *High-Level Brief,* CEPS, 16. Januar.

Mises, L. v. (1924), *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel,* Duncker & Humblot, Berlin.

Mises, L. v. (1940), *Nationalökonomie. Theorie des Handelns und Wirtschaftens,* Editions Union Genf.

Rogoff, K. (2014), »Costs and Benefits to Phasing out Paper Currency«, Paper, präsentiert auf der NBER Macroeconomics Annual Conference in Cambridge, MA, am 11. April 2014.

Rothbard, M.N. (2001) [1962], *Man, Economy, and State,* Ludwig von Mises Institute, Auburn, US Alabama.