

Bertram Schefold

Der Neo-Fisher-Effekt

Die historische Alternative zur Nullzinspolitik –
Nominalzins und Realzins

Am 6. Juni 2019 hat der EZB-Rat auf seiner regulären, diesmal in Vilnius abgehaltenen Sitzung beschlossen, die Nullzinspolitik nicht nur bis zum Jahresende, sondern bis mindestens Mitte 2020 auszudehnen. Sie wird hier nun schon seit mehr als einem Jahrzehnt, in Japan seit zwei Jahrzehnten verfolgt, hat aber ihr offiziell deklariertes Ziel, die Inflation auf ein Niveau nahe 2 Prozent zu heben, nicht erreicht. Eine solche moderate Inflation galt schon unter Ökonomen des 18. Jahrhunderts wie Richard Cantillon als wünschenswert, weil sie das Horten von Geld unrentabel macht, also das wirtschaftliche Wachstum antreibt, während die Preisveränderungen überschaubar bleiben.

Man hat sich oft gefragt, warum an der Nullzinspolitik festgehalten wird, wenn sie dafür, um dieses einfache Ziel zu erreichen, offenbar nicht geeignet ist. Die Zentralbank wird verdächtigt, heimlich andere Zwecke zu verfolgen wie die Erleichterung der Finanzierung staatlicher Defizite, die desto dringender erscheint, je höher die Staatsschuld steht. Niedrige Zinsen führen zu hohen Vermögenspreisen und begünstigen insofern die Reichen in der Gesellschaft. Begünstigt werden im übrigen die Schuldner überhaupt, ob es nun um den Bau eines Hauses oder die Finanzierung der Käufe von Wertpapieren zur Ausnutzung der Hebelwirkung durch die Spanne zwischen Zinskosten und erwarteten Erträgen geht. Aber wir wollen der Zentralbank nicht unterstellen, unaufrichtig zu handeln. Wir nehmen sie beim Wort und fragen, ob die Nullzinspolitik überhaupt geeignet ist, den Preistrend anzuhängen.

Man kann sich tatsächlich darüber wundern, weshalb das niedrige Zinsniveau nicht zu einer Erhöhung der Investitionen und einer Beschleunigung der wirtschaftlichen Aktivität führt. Es ist allgemein bekannt und hundertfach erprobt worden, dass eine rasche Zinserhöhung die Spielräume zur Finanzierung geplanter Investitionen verengt und über die Verminderung des Investitionsvolumens zu einer Reduktion der allgemeinen effektiven Nachfrage führt. Damit werden die Preiserhöhungsspielräume eingeengt, und es sinkt die Inflation – eine Operation, die durch Zentralbanken in aller Welt immer wieder durchgeführt worden ist, meist verbunden mit zusätzlichen Maßnahmen wie Absprachen mit den Gewerkschaften, um eine gefährliche Inflation zu dämpfen und auf ein mäßiges Niveau zu bringen.

Warum führt die Maßnahme in umgekehrter Richtung nicht mit ähnlicher Zwangsläufigkeit zum Erfolg, durch niedrige Zinsen die Investitionen, die Nachfrage und die Beschäftigung zu heben? Man kennt das Bild von den Pferden, die man vom Wasser wegführen kann, wenn sie trinken, die man aber, wenn man sie zum Wasser führt, zum Saufen nicht zwingen kann. Steigende Zinsen erschweren und verhindern teilweise die Durchführung bestehender Investitionsprojekte, aber niedrige Zinsen erzeugen nicht notwendig den Entwurf neuer Projekte.

Nicht nur Stagnationstendenzen sind dafür verantwortlich, dass die Nullzinspolitik nicht zur erwünschten Erhöhung der Inflationsrate geführt hat. Die Globalisierung wirkt deflationär durch Intensivierung der Konkurrenzbeziehungen. Der Lohndruck ist durch Schwächung der Gewerkschaften geringer geworden, die Arbeitslosigkeit ist noch nicht vollständig eliminiert, und es streben billige Arbeitskräfte durch die Wanderungsbewegungen nach.

Vor allem kann man hier den „alten“ Fisher-Effekt anführen. In der langen Frist gleicht sich die Inflation einem durch die Zentralbank vorgegebenen nominalen Zinssatz an. Denn der Realzins ist definiert als Nominalzins, abzüglich der Inflationsrate. Er beträgt also beispielsweise 1 Prozent pro Jahr, bei einem Nominalzins von 3 Prozent und einer Inflationsrate von 2 Prozent. Der Realzins steht mit jeder Art von Rendite in der Volkswirtschaft in direkter oder mittelbarer Verbindung.

Schon im Altertum hat man am Zins die Rentabilität von Investitionen gemessen. In jeder Unternehmung wird eine Rendite erwartet, die einen Realzins deckt und zusätzlich besondere unternehmerische Risiken und Anstrengungen entlohnt. Der Realzins ist wesensgemäß niedrig in dem beinahe stationären Zustand, oder dem geringen Wachstum, in dem sich die westeuropäischen Länder befinden.

John Maynard Keynes meinte, der Realzins sei gewohnheitsmäßig über Jahrzehnte stabil. Für das 19. Jahrhundert rechnete er bei stabilen Preisen mit einem Zins von etwa 3 Prozent. Jede ökonomische Theorie versucht auf ihre Weise, diese Begründungen zu vertiefen. Wenn wir vermuten, dass der niedrige Realzins sich kaum ändert, kann die Inflationsrate nur wenig unter dem Nominalzins liegen.

Die Diagramme zeigen, dass die Inflationsraten im Durchschnitt der Jahre 1989 bis 2012 in 99 Ländern fast gleich hoch wie die Zinssätze waren; dasselbe ergibt sich im nachfolgenden Diagramm, wenn von diesen Ländern nur 26 OECD-Staaten betrachtet werden. Schließlich zeigt das dritte Diagramm, wie im selben Zeitraum, verlängert bis heute, sich die Inflation parallel zum Zins bewegte, wobei ein deutliches Überschneiden des Zinses über die Inflationsrate vor allem auf Phasen der Inflationsbekämpfung verweist.

Der Fisher-Effekt ist wohl bekannt. So wird man sich fragen, weshalb man sich seiner nicht bedient, um durch Heben des Nominalzinses die Inflationsrate höher zu treiben. Die Antwort ist klar: Man fürchtet, dadurch das Gegenteil zu bewirken, nämlich Rezession und Deflation.

Gegen diese Schlussfolgerung wendet sich eine bisher kleine Zahl von Ökonomen, die einen „Neo-Fisher-Effekt“ postu-

lieren. Besonders wichtig scheint ein vor kurzem beim National Bureau of Economic Research erschienener Aufsatz von Martin Uribe „The Neo-Fisher Effect: Economic Evidence from Empirical and Optimizing Models“.

Mit zwei großen, empirisch gestützten Modellen sucht Uribe zu zeigen, dass eine langsame und glaubhaft für lange Dauer angekündigte Anhebung des Zinssatzes unverzüglich, ohne Inkaufnahme einer Rezession, zur Steigerung der Inflationsrate führen werde. Wenn es nämlich richtig ist, dass langfristig die Inflationsrate mit dem nominalen Zinssatz steigen muss, wird dies, wenn es erwartet wird, auch kurzfristig gelten. Die Zinsen sind ja Kosten für die Unternehmen. Wenn Kosten steigen, die keiner vermeiden kann, steigen die Preise. Die Zinskosten werden dann ebenso sicher überwälzt, wie man das bei einer neuen, für auf Dauer erhobenen Steuer erwarten darf. Es erfolgt ein Preisaufschlag auf die unmittelbar anfallenden Zinskosten; Unternehmen, die nicht verschuldet sind, werden diese Kosten als Opportunitätskosten wahrnehmen.

Freilich mag der Gedanke, man müsse die Wirkung einer Zinserhöhung für so sicher, unvermeidlich und dauerhaft ansehen wie die Wirkung einer Steuer, ungewohnt erscheinen. Daher kommt es hier auf die Glaubhaftigkeit der Politik an. Im Grunde beruht Uribes Argument auf rationalen Erwartungen der Marktteilnehmer. Von solchen spricht man, wenn die Marktteilnehmer sich dieselben Vorstellungen (dasselbe Modell) vom Gang der Wirtschaft machen wie die Träger der Wirtschaftspolitik. Schon der mittelalterliche Bischof Oresmius (Oresme) besaß diese Einsicht. Er sagte, dass ein Fürst, der durch Münzverschlechterung zusätzliche Ausgaben finanzieren wollte, sein Volk betrogen müsse. Denn wäre er so unklug, die Verschlechterung anzukündigen, würden alle Kaufleute sogleich wissen, dass später die Preise steigen müssten, und würden

diese Preissteigerung deshalb vorwegnehmen. Nur wenn der Fürst sein Volk bei der Münzverschlechterung überrascht, kann er einen Vorteil daraus ziehen.

Hier ist es umgekehrt. Dem Fürsten der Europäischen Zentralbank muss geglaubt werden, dass einer angekündigten Zinserhöhung nicht unversehens folgen; dann wird man sich darauf einrichten. Uribe zeigt in seinen Modellen, dass eine auf empirisches Verhalten gestützte, das andere Optimierverhalten und eine Taylor-Regel für die Zentralbank einbeziehend, dass die zur Zinserhöhung parallele Erhöhung der Inflation rasch und ohne konjunkturellen Einbruch erfolgt, und er verfehlt nicht, die wirtschaftspolitische Aktualität seines Ergebnisses anzudeuten.

Indessen sind aus wirtschaftspolitischer Perspektive noch andere Effekte zu bedenken. Die Überwälzbarkeit der Zinserhöhung auf die Preise muss auch in konjunktureller Hinsicht und in der gegebenen wirtschaftspolitischen Gesamtlage plausibel sein. Exportnationen müssen mit einer gewissen Abwertung der eigenen Währung rechnen können.

Sodann sind verschiedene Verteilungseffekte zu betrachten. Die Zinserhöhung bedingt eine nominelle Senkung der Vermögenswerte, die Vermögensbesitzern bei steigender Inflation umso bedenklicher erscheinen muss. Aber wenn das ganze Niveau der Vermögenspreise überhöht scheint, wenn reproduzierbare Vermögenswerte wie Immobilien weit über den Produktionskosten liegen, hat man es mit einem Ungleichgewicht zu tun, das früher oder später jedenfalls korrigiert werden muss.

Die Sparer werden hoffen, dass auch der Realzins etwas steigt. Jedenfalls wird sich die Ausgabe festverzinslicher Papiere

wieder eher lohnen. Der Schuldner hofft, dass er um den Preis höherer periodischer Zahlungen am Ende nur eine im Realwert gesunkene Verpflichtung zurückzahlen muss. Der Gläubiger wird bei erhöhter, aber noch mäßiger Inflation mit diesem Verlust rechnen, hat aber den Vorteil, nennenswerte regelmäßige Zinszahlungen empfangen zu dürfen. Insofern steht unter diesen Bedingungen eine festverzinsliche Anleihe zwischen zwei Extremen, die wir in der gegenwärtigen Lage vorfinden: Einerseits einer Anleihe, die bei null Zinsen und vernachlässigbarer Inflation eigentlich nur ein Wertaufbewahrungsmittel darstellt, und einer Rente, die man kauft, um einen regelmäßigen Unterhalt zu bekommen, bei der am Ende aber kein Vermögenswert mehr übrig ist.

Die Anleihen, wie wir sie früher bei mäßiger Inflation und entsprechend höheren

Zinsen kannten, stellten eine Mitte dazwischen dar, die zur Ergänzung von anderen Strategien der Vorsorge für das Alter vielfach gefragt war und die heute von den Sparern vermisst wird: der Markt für Anleihen muss bei einer Nullzinspolitik tendenziell verschwinden.

Um schließlich das Verhältnis von Löhnen und Gewinnen zu behandeln, müssen wir etwas weiter ausholen. Der Entdeckung des Fisher-Effekts ging ein sogenannter Gibson-Effekt voraus. A. H. Gibson beobachtete in den 1920er Jahren, dass seit dem späten 18. und im ganzen 19. Jahrhundert Phasen hoher Preise mit hohen, Phasen niedriger Preise mit niedrigen Zinssätzen einhergingen. In der Zeit des Goldstandards wechselten Inflation und Deflation einander ab, so dass beim Gibson-Effekt nicht so sehr die Übergänge steigender und fallender Preise betrachtet wurden als die Zustände hoher und niedriger Preise.

Schon zu Gibsons Zeit wurde seine Beobachtung als paradox empfunden, weil man hohe Zinsen vor allem mit der Erinnerung an Wirtschaftskrisen und Kreditpaniken verband, in denen die Preise schließlich fallen. Keynes hat sich mit dem Gibson-Paradox befasst und es mit dem Fisher-Effekt verglichen. Auch heute noch erscheinen immer wieder Aufsätze, die es zu erklären suchen, indem es mit Besonderheiten des Goldstandards in Verbindung gebracht wird oder auch mit der Theorie der langen Wellen.

Indessen ergibt sich eine einfache Erklärungsmöglichkeit aus dem Ansatz der Banking School um 1840. Damals behandelte Thomas Tooke, der Autor einer berühmten „History of Prices“, die Zinsen bei seiner Inflationserklärung als ein Kostenelement. Im Rahmen einer an David Ricardo anschließenden Theorie muss die Gewinnrate der Unternehmen jedenfalls die Zinsen abdecken, zusätzlich eines Unternehmerrgewinns. Wenn die Zinsen dauerhaft hoch oder niedrig liegen und der für jede

Branche spezifische Unternehmerrgewinn eine feste Größe ist, werden die Preise durch die Konkurrenz auf ein Niveau gebracht, das die Kosten, einschließlich dieser Gewinnansprüche, abdeckt, das also auch Löhne, Kosten des Materials und die Abschreibung des fixen Kapitals einschließt. Hohe und tiefe Zinsen, die auf Dauer gegeben sind, entsprechen dann hohen und niedrigen Gewinnen. Es ist aber nicht der Unternehmerrgewinn, der somit hoch oder tief liegt, sondern die Verzinsung des Kapitals.

Wenn die Zinsen nun im Übergang von einem Zustand zum anderen langsam steigen oder fallen, werden die Preise entsprechend angehoben oder gesenkt. Diese Veränderung betrachtet man am besten relativ zu den Geldlohnraten, die zunächst durch die Zinsänderung nicht berührt werden. Steigen die Zinsen und mit ihnen die Preise, fallen insofern die Reallohne, und bei sinkenden Zinsen ist es umgekehrt.

Da wir hier von langsamen Bewegungen ausgehen und die Wirtschaft insbesondere bei steigenden Preisen wächst und dabei Produktivitätsgewinne entstehen, wird die durch die Zinssteigerung hervorgerufene Senkung des Reallohns in der Regel durch Produktivitätssteigerungen überdeckt, so dass insgesamt die Reallohne doch zunehmen können, allerdings jedoch langsamer als die Gewinne. Dieser Zusammenhang ist von den Vertretern des „Neo-Fisher-Effekts“ bisher kaum beachtet worden. Es findet eine durch den Wachstumsprozess verdeckte Umverteilung statt.

Infolge der langsamen Zinserhöhung vervielfachen sich die Preissteigerungen sogar, wie es in Inflationen üblich ist, indem die Preissteigerung, die in einem Unternehmen durch die Zinserhöhung ausgelöst wurde, für ein anderes Unternehmen, das ein Abnehmer des ersten Unternehmens ist, eine zur Zinssteigerung hinzutretende Kostensteigerung bedeutet. Man kann zeigen, dass dieser multiplikative Effekt desto größer ausfällt, je höher das schon erreichte Niveau des Zinssatzes ist. Wie bei allen Inflationen, seien sie nun durch eine expansive Geldpolitik und die Nachfrage ausgelöst oder durch Kostenfaktoren wie einen Lohndruck bei angenäherter Vollbeschäftigung, besteht auch in diesem Zusammenhang die Gefahr eines Überschießens. Die langsame und mäßige Zinssteigerung, die nach dem Neo-Fisher-Effekt die Inflation etwas anheben sollte, wird also nicht nur das Wachstum anregen, sondern sie bringt auch die Gefahr mit sich, dass die Inflation sich beschleunigt, bis eine starke Zinsanhebung und ein plötzliches Bremsmanöver angezeigt erscheint, bis man also die Politik umkehren muss, um durch eine scharfe zusätzliche Zinserhöhung Nachfrage und Preise zu senken. Der Versuch, durch eine langsame Zinserhöhung zu einer stetigen, mäßigen Inflation zu gelangen, ist dann erst einmal gescheitert.

Für die Normalisierung der Geldpolitik stellt sich die Frage: Wann, wenn nicht jetzt? Die Folgen einer gezielten und konsequent durchgeführten Ausnutzung des Neo-Fisher-Effekts durch die Zentralbank sind komplex und wären es auch heute. Vergleichen wir Chancen und Gefahren. Erwähnt haben wir, dass die Vermögenspreise sinken müssten, aber dafür würden die Gewinnraten steigen. Dies bedeutet, für sich genommen, eine Minderung der Reallohne, aber bei stärkerem Wachstum würde dieser Effekt überkompensiert.

Die Rückkehr mittlerer Zinsen am Kapitalmarkt kann als allgemeiner Vorzug angesehen werden, weil er den Sparern hilft und die Altersvorsorge erleichtert. Die niedrigen Zinsen sind die Rübe, mit der zurzeit der Esel vorwärts gelockt werden soll. An ihre Stelle tritt der Stachel mäßiger Inflation, der zu produktiver Anlage treibt. Die Inflation bedeutet ein durch die Progression steigendes Steueraufkommen; damit die Steuerquote dann nicht steigt, müssten wiederum die Steuersätze gesenkt werden.

Was wir hier unter dem Stichwort des „Neo-Fisher-Effekts“ diskutiert haben, wird sonst als Normalisierung der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank bezeichnet. Der Übergang muss langsam und in kleinen Schritten der Zinserhöhung erfolgen, wie ihn die amerikanische Notenbank richtig begonnen hat – ob sie sich damit neben der Regierung behaupten kann, steht freilich dahin.

Der „Neo-Fisher-Effekt“ setzt den Mut zur Konsequenz voraus. Die Steigerung der Zinssätze wird nur Unsicherheit erzeugen, wenn die Politik beim ersten Nachgeben der Börsenkurse schon wieder umgedreht wird. In der aktuellen Lage würde den Banken zunächst das Geschäft erleichtert, wenn die sogenannten „Strafzinsen“ für Einlagen bei der Zentralbank wegfallen; sie könnten ihre Margen erhöhen.

Das größte Hindernis bei der Normalisierung der Geldpolitik besteht darin, dass man sich institutionell und im Denken auf die Nullzinsstrategie eingestellt hat, so dass es eines besonderen Muts der Zentralbank bedarf, um diese Fesseln zu sprengen. Mit der Nullzinspolitik hat sich die EZB in eine Ecke treiben lassen, in der ihr fast alle Bewegungsfreiheit abhanden gekommen ist. Der Wechsel der Politik, der für alle Marktteilnehmer mit Vor- und Nachteilen verbunden ist, muss, wie immer man diese gegeneinander abwägt, letzten Endes unternommen werden, weil die Nullzinspolitik nach der Krise angezeigt war, aber auf Dauer versagt. Es wird, wie immer in schwierigen Lagen der Politik, nun auf die Personen ankommen.

Bertram Schefold ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Goethe-Universität in Frankfurt.



$$i \approx r + \pi$$

i = nominale Zinsrate, r = Realzins,
 π = Inflation

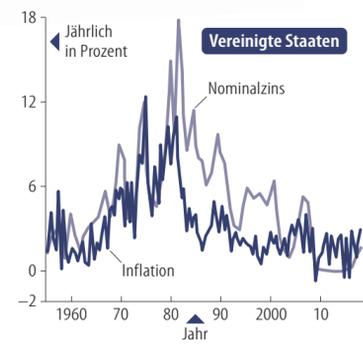
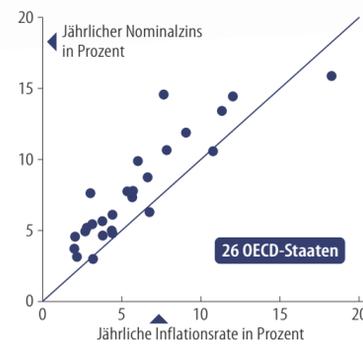
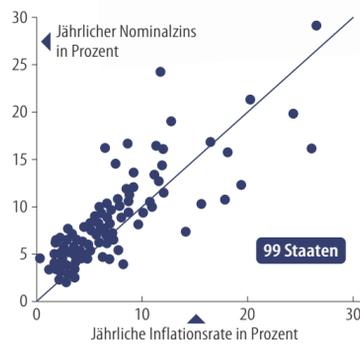
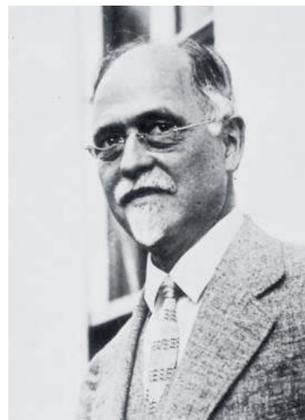


Foto iStock, Quelle: Bertram Schefold/F.A.Z.-Grafik swa.



Der Amerikaner Irving Fisher war einer der wichtigsten Ökonomen in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts. Foto Bridgeman