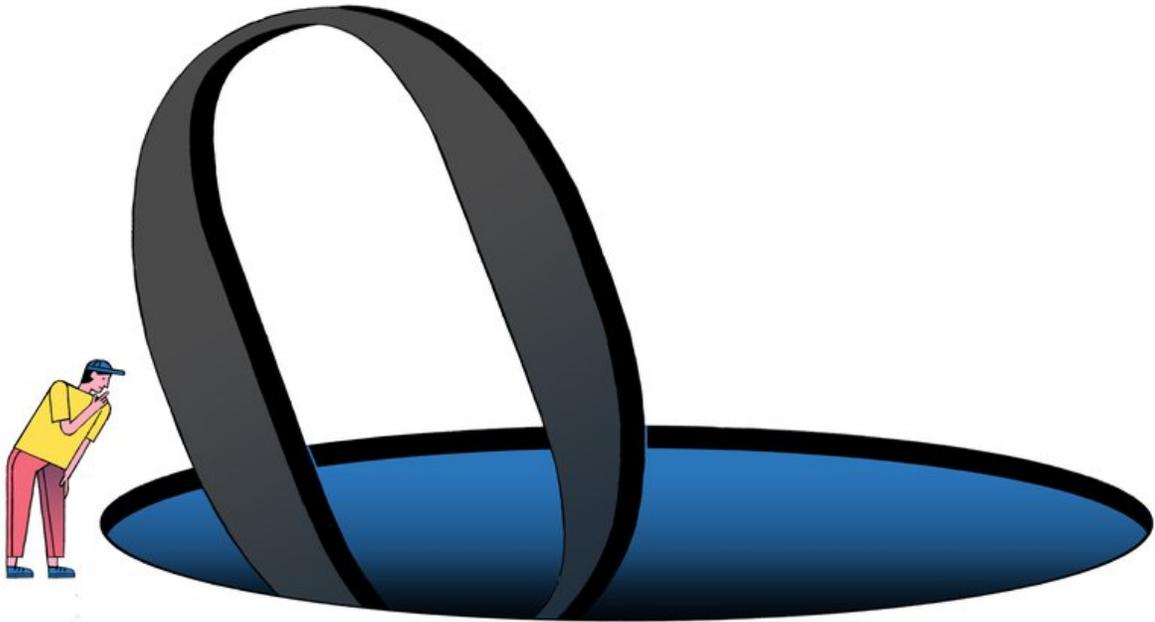


Niedrigzinsen: Im schwarzen Loch

Sparer müssen jetzt ganz stark sein: Die Zeiten niedriger Zinsen sind noch lange nicht vorbei. Daran sind nicht nur Notenbankler schuld. Doch es mehren sich Zweifel, ob sie die Lage im Griff haben.

Von [Lisa Nienhaus](#)

28. August 2019, 16:49 Uhr Editiert am 1. September 2019, 12:14 Uhr DIE ZEIT Nr. 36/2019, 2



© Moritz Wienert für DIE ZEIT

Im schwarzen Loch – Seite 1

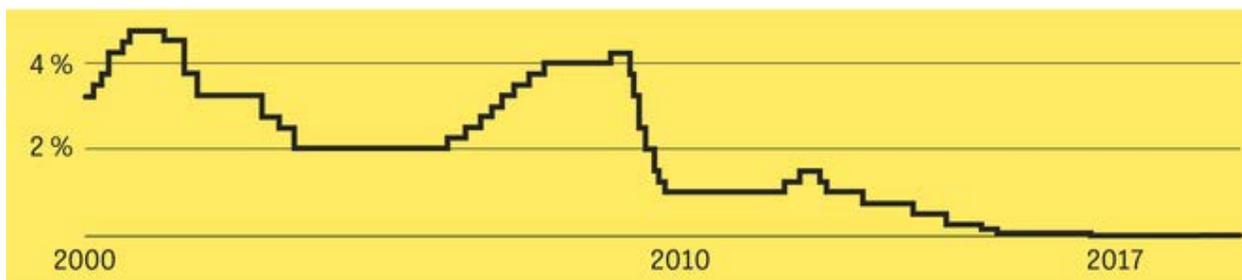
Man kann Larry Summers nicht vorwerfen, dass ihm der Mut zur These fehlt. Während seiner Karriere mit Stationen als Finanzminister unter [Bill Clinton](#), Wirtschaftsberater von Barack Obama und Präsident der Harvard University war seine Stimme bei ökonomischen Debatten immer gut zu hören. Im Jahr 2005 hat er sogar als Macho-Ökonom von sich hören lassen: Es sei wissenschaftlich erwiesen, dass es weniger weibliche Genies gebe als männliche, auch das sei ein Grund für die geringe Anzahl von Frauen in der Wissenschaft, sagte er damals in einer Rede. Sie gilt als ein Grund dafür, dass Summers heute zwar noch in Harvard lehrt, weil er ein guter Wissenschaftler ist, aber nicht mehr die Universität leitet. Ansonsten blieb er mit substanzielleren Beiträgen im Gedächtnis, etwa als er im Jahr 2013 die Idee wiederbelebte, dass die Wirtschaft sich in einer säkularen Stagnation befinden könnte, also in einer Lage, in der mehr gespart als investiert wird.

Jetzt hat Summers sich an die Spitze einer Bewegung gestellt, die etwas infrage stellt, das seit dem Ausbruch der Finanzkrise als beinahe unantastbar galt: die Macht und die Weisheit der

[Notenbanken](#). Sparer in Deutschland dürfte das interessieren. Denn es geht Summers um etwas, das sie lautstark beklagen: Niedrigzinsen.

Summers stellt gemeinsam mit der Ökonomin Anna Stansbury die These auf, dass Japan und Europa sich in einem "schwarzen Loch des Geldes" befinden. Das ist ein Bild für eine Situation, in der die niedrigen (und teils sogar negativen) [Zinsen](#) der Notenbanken nicht mehr richtig wirken. Wie im schwarzen Loch gelten gewissermaßen die bekannten Naturgesetze nicht mehr. Dass an dieser These etwas dran sein könnte, haben auch schon andere angedeutet, sogar der Präsident der Europäischen Zentralbank Mario Draghi. Doch Summers und Stansbury gehen noch weiter als er, wenn er bloß zweifelt. In einem Aufsatz mit dem Titel *Wohin, Zentralbanken?* stellen sie eine Lehrmeinung infrage, die jeder angehende Volkswirt über Geldpolitik lernt, eine Art Naturgesetz der Zentralbanken. Sie lautet folgendermaßen: [Senkt eine Notenbank den Leitzins](#), so führt das dazu, dass die Banken günstiger an Geld kommen, das sie auch günstiger verleihen können. Kredite werden also günstiger, das führt zu mehr Investitionen und Wirtschaftstätigkeit; die Wirtschaft wird angeregt. Weil sie diesem Lehrsatz vertrauen, senken Notenbanker bislang in schlechten Zeiten, etwa im Abschwung oder in Krisen, die Zinsen. Sie wollen damit die Konjunktur beleben. In guten Zeiten erhöhen sie die Zinsen, um Übertreibungen und Preisblasen zu verhindern.

Leitzins der Europäischen Zentralbank



Quellen: Consensus Economics, Deutsche Bundesbank, finanzen.net, Thomson Reuters © ZEIT-Grafik

Nun schreiben Summers und Stansbury: "Es gibt triftige Gründe zu glauben, dass die Fähigkeit niedrigerer Zinsen, die Wirtschaft zu stimulieren, [schwächer geworden ist](#) – oder sich sogar umgekehrt hat." Das bedeutet, dass die Notenbank, wenn sie die Zinsen senkt, entweder die Wirtschaftstätigkeit weniger anregen kann als einst. Oder aber – und hier wird es spannend – sie bewirkt sogar das Gegenteil. Sprich: Wenn sie derzeit die Zinsen senkt, bremst das sogar die Wirtschaft.

Kann das sein?

Wenn es stimmt, hat das [Folgen für jeden einzelnen Sparer](#). Denn viele von ihnen beobachten derzeit, dass ihr Geld etwa auf dem Tagesgeldkonto kaum oder sogar gar keine Zinsen abwirft. Wollen sie – wie vor wenigen Jahren ganz normal – mit Staatsanleihen sparen, dann zahlen sie mit negativen Zinsen sogar drauf. Andere Geldanlage-Alternativen wie Immobilien oder Aktien haben sich derweil recht heiß gelaufen, sodass sie zumindest mit hohen Risiken behaftet sind.

Manche Anleger sind deshalb verärgert. Andere, wenn sie wirtschaftlich kundig sind, können sich die Lage bislang damit erklären, dass es der [EZB](#) zuletzt wichtiger war, die europäische Wirtschaft am Laufen zu halten, als Sparer zu beglücken. Das kann man verstehen, wenn es mancher auch nicht gutheißt.

Sollten aber die neuen Zweifler recht haben, dann bietet sich ein revolutionär anderes Bild für die Anleger: Die niedrigen Zinsen, unter denen sie leiden und die zumindest zum Teil auch von der Notenbankpolitik beeinflusst werden, sind sinnlos geworden. Haben die Zweifler recht, dann stellt sich die Frage: Warum demnächst wieder niedrigere Zinsen oder Kaufprogramme – wie von [Mario Draghi](#) schon angedeutet? Warum nicht stattdessen einfach mal alles lassen, wie es ist?

Summers ist zwar der erste Ökonom, der seine Zweifel am bisherigen Vorgehen so laut und deutlich äußert. Doch er ist nicht der einzige. Zuvor meldeten sich schon andere, weniger bekannte Wissenschaftler zu Wort, die das geldpolitische Dogma infrage stellten.

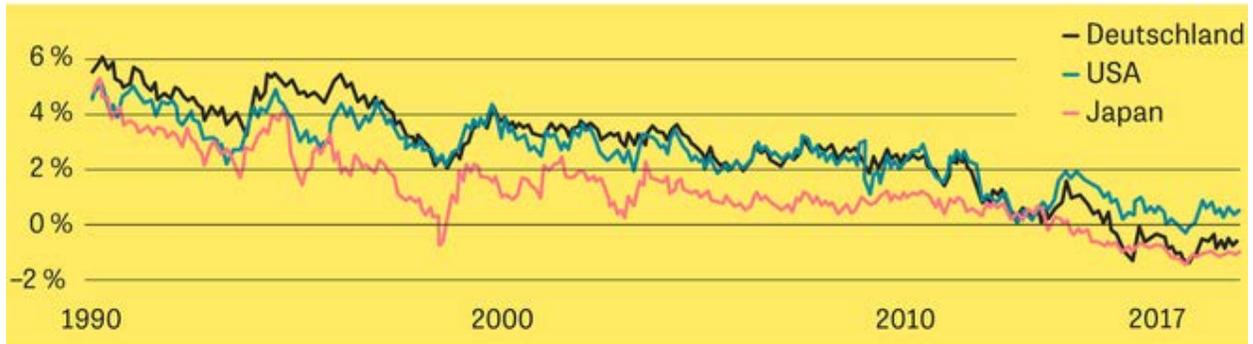
Derzeit hält das alte Dogma noch

Zum Beispiel Martín Uribe, Professor an der Columbia-Universität. Er hat im September 2018 ein Forschungspapier veröffentlicht, das sich mit dem sogenannten Neo-Fisher-Effekt befasst. Uribe fragt darin: Wieso schaffen Notenbanken es derzeit nicht, die Inflation auf das Level zu bringen, das die meisten von ihnen anstreben, obwohl die Zinsen schon sehr niedrig sind? Denn das Dogma lautet doch eigentlich: Niedrige Zinsen bringen die Wirtschaft in Schwung, und in einer Wirtschaft, die gut läuft, steigt die Nachfrage nach allen möglichen Gütern, das wiederum lässt die Preise steigen.

Uribe stellt diesen Mechanismus nicht nur infrage. Er kommt sogar zu dem Ergebnis, dass es andersherum sein kann. Niedrigere Zinsen können, wenn die Menschen sie für dauerhaft halten, sogar dafür sorgen, dass die Inflation sinkt, statt zu steigen. Die genaue Argumentation dahinter ist kompliziert. Doch Uribe testet seine These mit allerhand Daten. Und kommt zu dem Schluss: Es könnte eine andere Lösung geben für diese Phase, in der kaum eine Zentralbank ihre Inflationsziele erreicht: die Leitzinsen raufsetzen.

Wem jetzt der Kopf schwirrt, weil in der Geldpolitik offenbar gleichzeitig ein Dogma und sein Gegenteil gelten können, der ist nicht allein. Die Notenbanker-Welt, die ahnt, dass ihre Theorien auch viel von Voodoo haben und alle paar Jahrzehnte von der Realität überholt werden, ist ebenfalls verunsichert. Ebenso die sie umgebende Ökonomen-Blase.

Langfristige Realrendite



Quellen: Consensus Economics, Deutsche Bundesbank, finanzen.net, Thomson Reuters © ZEIT-Grafik

Derzeit hält das alte Dogma allerdings noch. Zumindest insofern, als dass kein einflussreicher Ökonom bislang fordert, die Zinsen jetzt mal mutig raufzusetzen. Selbst Summers, dessen Argumentation zwar anders verläuft als Uribes, aber ähnliche Schlussfolgerungen hervorbringt, wagt das nicht. Zu groß ist die Sorge, die Wirtschaft damit doch in eine tiefe Krise zu stürzen.

Aber beim jährlichen Klassentreffen der Notenbanker im amerikanischen Jackson Hole in der vergangenen Woche trat die Verunsicherung auf beinahe jedem Podium zutage. Der amerikanische Zentralbankchef Jerome Powell sprach zu Anfang zwar nicht direkt von Zweifeln. Aber er kündigte an, dass die Notenbank erstmals all ihre bisherigen Maßnahmen neu anschauen und bewerten möchte, samt der Überlegung, ob es demnächst weitere, neue Methoden brauche.

Es gibt derzeit nämlich aktuell nur zwei Richtungen für die Geldpolitik, die sich diametral unterscheiden: Entweder man hängt weiter am alten Dogma. Dann bedeutet die derzeitige Lage, dass man in der nächsten Rezession erst richtig zuschlagen sollte. Das könnten wieder große Ankaufprogramme sein, vielleicht sogar der Kauf von Aktien oder das sogenannte Helikoptergeld, bei dem Geld von der Notenbank direkt an die Bürger ausgegeben wird, als werfe sie es aus dem Helikopter. Oder man zweifelt am alten Dogma. Dazu muss man es nicht gleich verwerfen. Plausibel könnte sein, dass es zwar noch abgeschwächt gilt, die negativen Nebenwirkungen aber mittlerweile überwiegen. Dann wäre es wenigstens Zeit für Zurückhaltung seitens der Notenbank.

Es gibt gute Gründe, für Europa Letzteres zu vermuten. So gibt es in Deutschland längst Preisblasen auf Immobilienmärkten der Großstädte, befördert durch günstige Kredite. Banken ächzen unter den Negativzinsen. Die Zeit, in der die EZB scheinbar allmächtig die Wirtschaft durch die Krisen steuerte, scheint vorbei. Man kann ihr deshalb nur empfehlen, sich zurückzuhalten. Larry Summers fordert von den Notenbanken sogar ein "Eingeständnis der Ohnmacht". Das ist nicht böse gemeint, sondern soll die Regierungspolitiker richtiggehend anstacheln, sich endlich wieder selbst Gedanken zu machen, was sie für ihre Wirtschaft tun können. Wer weiß, wozu es gut ist.