

Ökonomen für Durchbrechung der Nullzins-Schranke

Zentralbanker und andere MonetärökonomInnen interessieren sich immer mehr dafür, wie die effektive Zinsuntergrenze, mit der sie wegen der Möglichkeit zur Bargeldhortung konfrontiert sind, durchbrochen werden kann. Vordenker auf diesem Gebiet finden endlich Gehör. Die Konferenz »Removing the Zero Lower Bound on Interest Rates« am 18. Mai 2015 in London war wegweisend.

Miles Kimball von der University of Michigan ist ein gefragter Mann. Nachdem die Bank of England ihn 2013 für ein Seminar »Breaking through the Zero Lower Bound« engagiert hatte, fragte ihn im Jahr darauf die Schweizerische Nationalbank. Und am 18. Mai 2015 wurde Kimball als Referent zur Konferenz »Removing the Zero Lower Bound on Interest Rates« am renommierten Imperial College in London eingeladen. Das dort angesiedelte Brevan Howard Centre for Financial Analysis hatte gemeinsam mit der Schweizerischen Nationalbank und dem Denknetzwerk Centre for Economic Policy Research (CEPR) eine Konferenz organisiert, die verdientermaßen als Meilenstein in die Ökonomiegeschichte eingehen könnte. Und am Tag darauf hielt Kimball erneut bei der Bank of England einen Vortrag, diesmal beim Workshop der ChefökonomInnen über »The Future of Money«.

»Unter den Ökonomen, die eine Bargeldeinlagen-Gebühr als Weg zur Durchbrechung der Nullzins-Schranke ernst nehmen, sind viele Zentralbanker rund um den Globus«, sagt Kimball.¹ Er will das Bargeld nicht gleich abschaffen, sondern den Geschäftsbanken eine Gebühr abverlangen, wenn sie Bargeld bei der Zentralbank deponieren. Auf Prof. Kimballs Blog (und Sub-Blogs) gibt es eine Fülle von Material zur Abschaffung des Zero Lower Bound: blog.supplysideliberal.com/

Drei Lösungsansätze

Citigroup-Chefökonom Willem Buiter, ebenfalls seit Jahren mit dem Thema beschäftigt, sieht drei mögliche Wege:

»Die Existenz von Bargeld setzt die Untergrenze für die Leitzinsen. Das bedeutet, dass die Geldpolitik inhärent asymmetrisch ist. Man kann die Zinsen so hoch setzen, wie man will – aber man kann sie nicht viel weiter als auf Null senken. Die Zinsuntergrenze abzuschaffen, kann im Wesentlichen auf drei Wegen geschehen:

Erstens: Da Bargeld der Übeltäter ist, könnten wir uns vom Bargeld verabschieden. Geben wir jedem Mann, jeder Frau und jedem



»Die Frage ist: Welches Zinsniveau brauchen wir, damit die aggregierte Nachfrage dem aggregierten Angebot entspricht und Vollbeschäftigung entsteht. Wenn das bedeutet, dass Sparer eine Zeitlang von ihrem Kapital zehren müssen, um zu überleben – dann ist das eben so.«
Willem Buiter

Kind ein Konto, das von der Zentralbank garantiert wird – wie das beim Bargeld heute schon der Fall ist –, welches uns aber erlauben würde, negative Zinsen zu erheben. Die Problematik ärmerer und alter Menschen könnten wir lösen, indem wir einzelne kleine Denominationen weiterhin erlauben, zum Beispiel die 5-Pfund-Note, aber nicht die 20er, die 50er, und sicher nicht – im Fall Schweiz – die 1.000-Franken-Note. Das ist der eine Weg.

Der andere Weg ist, Bargeld zu besteuern. Das würde voraussetzen, dass die Bevölkerung einmal im Jahr, oder wie oft auch immer, das Geld bei der Zentralbank oder einer

Nebenstelle präsentieren und abstempeln lassen und 5 Pence pro Pfund zahlen müsste, was einem Zins von -5% entspräche. Das ist relativ lästig, weil man es durchsetzen müsste und stichprobenartig kontrollieren müsste... nicht wirklich toll.

Der 3. Weg ist, das Bargeld beizubehalten, aber dem festen Wechselkurs von 1:1 zwischen Bargeld und Bankguthaben ein Ende zu setzen. Wenn wir zum Beispiel, als Extrembeispiel, den Zins für Einlagen auf -10% setzen würden und die Einlagen mit der Zeit 10% an Wert zunehmen lassen würden, dann würde es nicht vorteilhafter sein, Bargeld zu halten, einfach weil Bargeld im Vergleich zu

den Einlagen mit der Zeit abwerten, d.h. an Kaufkraft verlieren würde, eben um den Betrag der Zinsen auf den Einlagen.«

Angebot und Nachfrage zusammenbringen

Wie Kimball hört man jetzt auch Buiter besser zu als noch vor sechs, sieben Jahren. Im März 2009 hatte er noch in einem Interview über die Ablehnung seiner Vorschläge durch die Notenbanker geklagt, das zeige ihm, »dass in den Notenbanken nur traurige kleine Konservative sitzen.«² Negativzinsen wären »ein naheliegendes Instrument der geldpolitischen Steuerung«, so meinte Buiter schon damals: »Dabei habe ich übrigens nicht von einem halben oder einem Prozent gesprochen, wie es die schwedische Notenbank bereits umgesetzt hat. Ich spreche von minus fünf Prozent als einem genauso effektiven Mittel wie plus fünf Prozent. Zumindest käme es damit zu einer Symmetrie in den Instrumenten, die einer Zentralbank zur Verfügung stehen, und es würde sie in die Lage versetzen, eine Deflation genauso zu bekämpfen wie eine Inflation.«

Anlässlich der Londoner Konferenz wiederholte er seine Vorschläge: »Wenn wir die unbeschränkte Möglichkeit hätten, negative Zinsen zu setzen, würden wir sie im Prinzip so lange beibehalten wie nötig, bis die Produktionslücke geschlossen und die Inflation gestiegen ist, und es uns somit erlaubt wäre, die Leitzinsen wieder anzuheben. Das könnte Jahre dauern.« Buiter bringt es so auf den Punkt: »Es gibt kein gutes oder schlechtes Zinsniveau. Die Frage ist: Welches Zinsniveau brauchen wir, damit die aggregierte Nachfrage dem aggregierten Angebot entspricht und Vollbeschäftigung entsteht. Wenn das bedeutet, dass Sparer eine Zeitlang von ihrem Kapital zehren müssen, um zu überleben – dann ist das eben so.«

Große Geldscheine abschaffen

Charles Goodhart, hochgeschätzter Emeritus der London School of Economics und wie Buiter ehemaliges Mitglied des Monetary Policy Committee der Bank of England, sieht das ähnlich: »Wenn die Preise fallen und die Arbeitslosigkeit so hoch ist wie aktuell, dann weiß man, dass die Nachfrage zu gering ist, um das potenzielle Angebot aufzunehmen. Also muss man das Nachfrageniveau erhöhen, und ein Weg dies zu versuchen, besteht darin die Zinsen abzusenken, um Investitionen anzuregen und das Sparen unattraktiver zu machen.«

Als einfachste Lösung empfiehlt Goodhart, »alle hohen Denominationen abzuschaffen und zu versuchen, mit dem Bargeld auszukommen, das vom Nennwert her eher niedrig ist: 10, 20 Pfund, meinetwegen bis zu 50 Dollar, aber nicht mehr – mit dem Ziel, die Kosten der Bargeldnutzung und -aufbewah-

rung, um den negativen Zinsen auf Guthaben aus dem Weg zu gehen, weitaus unattraktiver zu machen.«

Praktische Erfahrungen

Die Schweden haben wie die Schweizer und Dänen schon praktische Erfahrungen mit negativen Leitzinsen gesammelt. Und Martin Andersson vom Schwedischen Finanzministerium hält weitere Zinssenkungen durchaus für möglich: »Schweden, die Schweiz und Dänemark nähern sich beim Zins -1%, einem Niveau, das man früher für unmöglich gehalten hätte. Wenn man das Ganze jedoch über einen längeren Zeitraum betrachtet, dann kommen wir aus einem Umfeld mit hoher Inflation in ein Umfeld mit niedriger Inflation. Wir haben jetzt eine Inflation um Null in den meisten entwickelten Staaten – was natürlich diese Diskussion über den Effective Lower Bound bei den Zinsen zu einem so heißen Thema macht.

Wenn Sie ein makroökonomisches Standardmodell betrachten, das in der Geldpolitik benutzt wird, besagte zum Beispiel die Taylor-Regel, dass man in den USA die Zinsen in

**»An negativen Zinsen
an sich ist nichts
Widernatürliches oder
Betrübliches, nicht mehr
als an positiven Zinsen.
Positive Zinssätze
sind gut für Sparer,
schlecht für Kreditnehmer –
negative Zinssätze
sind gut für Kreditnehmer,
schlecht für Sparer.«**

Willem Buiter

der Krise auf rund -4% hätte absenken müssen. Stattdessen ging man runter auf ungefähr null und begann dafür mit dem Quantitative Easing. Wir haben gesehen, wie die japanische Zentralbank seit 20 Jahren weitgehend erfolglos mit verschiedenen Quantitative Easing-Maßnahmen versucht, die Inflation zu steigern. Das Konzept negativer Zinsen baut auf der Tatsache auf, dass wir noch



Die einfachste Lösung wäre, die großen Scheine abzuschaffen. Mit den kleinen kommen die meisten Menschen aus.

nirgendwo beobachten konnten, wie durch Quantitative Easing ein Ausweg aus der niedrigen oder Null-Inflation und ein Wirtschaftsaufschwung erreicht worden wäre.«

Auf die nächste Krise vorbereitet sein

Darum empfiehlt auch Willem Buiter für die nächste gefährliche Situation gewappnet zu sein: »Wenn die Wirtschaft in einem so tiefen Loch ist, muss man Maßnahmen ergreifen wie großangelegte Asset-Käufe, Bilanzausweitungen, Quantitative Easing, oder man muss Geldpolitik und Fiskalpolitik dazu bringen zu kooperieren und – ohne die Zinsen zu senken – fiskalpolitische Anreize schaffen, finanziert durch Geld drucken. Doch wenn man das, aus welchen Gründen auch immer, nicht tun kann – und in Europa kann man es nicht tun, weil es den Verträgen widerspricht, und in Amerika kann man es nicht, weil der Kongress die Fiskalpolitik blockiert – ist die Eröffnung der Option negativer Nominalzinsen ein großer Schritt vorwärts, für den Fall, dass wir uns das nächste Mal mit der Nullzins-schranke konfrontiert sehen, aber unbedingt die Wirtschaft weiter stimulieren müssen.« ■

Beate Bockting

Alle Zitate, sofern nicht anders gekennzeichnet, sind Übersetzungen der Interviews, die im Rahmen der Konferenz »Removing the Zero Lower Bound on Interest Rates«, organisiert von Imperial College Business School, Brevan Howard Centre for Financial Analysis, CEPR und Schweizer Nationalbank, am 18. Mai 2015 in London geführt wurden. Die englischsprachigen Interviews sind hier als Videos dokumentiert: www.cepr.org/5636

1 qz.com/383737/however-low-interest-rates-might-go-the-irs-will-never-act-like-a-bank/

2 www.institutional-money.com/magazin/theorie-praxis/artikel/willem-buiter-im-interview-die-banken-an-die-kette-legen/?newsseite=17