

# Die Wirtschaft steht kopf

Gratisgeld, Negativzins, fallende Preise. Ökonomische Gesetze scheinen ausser Kraft zu sein. Das bringt auch Professoren ins Grübeln. **Von Gordana Mijuk**

**T**hey are emperors with no clothes» - Sie sind Kaiser ohne Kleider, sagte ein New Yorker Börsenhändler am Donnerstagabend auf CNN. Gemeint hat er die Zentralbanker, im Besonderen Mario Draghi, Präsident der Europäischen Zentralbank. Nur Stunden zuvor hatte dieser in Frankfurt ein Massnahmenpaket vorgestellt, um die Wirtschaft anzukurbeln. Wird es diesmal etwas bewirken?

Laien haben es wohl mittlerweile aufgegeben zu werweisen. Sie verstehen schon lange nicht mehr, was vor sich geht. Seit der Finanzkrise 2008 spielt die Weltwirtschaft verrückt. Die klassischen Gesetze der Ökonomie scheinen ausser Kraft gesetzt.

Wer am Gymnasium oder an Hochschulen zumindest eine Einführung in die Volkswirtschaft genossen hat, weiss: Wenn die Zentralbanken ihre Zinsen senken und Geld in den Wirtschaftskreislauf pumpen, dann steigen die Investitionen in Firmen sowie der Konsum. Mit der steigenden Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen erhöhen sich auch die Preise - es gibt Inflation. Das lehren die klassischen Standardmodelle.

Seit der Finanzkrise tun die Zentralbanken, was im Lehrbuch steht. Sie öffnen die Geldschleusen mit allen möglichen Mitteln: mit extrem tiefen Leitzinsen, mit dem Aufkauf von Anleihen in Abermilliardenhöhe und mit Strafzinsen für Banken, die überschüssiges Geld bei der Nationalbank parkieren. Dennoch - die Inflation bleibt aus.

In dieser neuen Wirtschaftswelt gibt es zudem Kuriositäten, die tönen, als stammten sie aus «Alice im Wunderland»: negative Zinsen etwa. Sie bestrafen Gläubiger, die Kredite vergeben, und belohnen Schuldner, die Gelder aufnehmen. Auch sollen Helikopter herumfliegen, die Geld vom Himmel werfen.

Der normale Bürger kann sich keinen Reim darauf machen. Doch was tun Professoren an den Universitäten? Was lehren sie die Studenten, wenn die Inhalte ihrer Lehrbücher von der Realität widerlegt werden?

## Die Inflation kommt sicher noch

Sie unterrichten weiterhin die klassischen Modelle. Die einen glauben auch tatsächlich fest daran, dass die bewährten Regeln der Ökonomie weiterhin gelten. Man müsse sie bloss etwas justieren, sagen sie. Die anderen halten es durchaus für möglich, dass die Gesetze in Zukunft von neuen Denkansätzen abgelöst werden. Klar ist aber, dass hier und jetzt adäquate Modelle fehlen, um zu erklären, weshalb Draghi ein Kaiser ohne Kleider ist.

«Ich gebe zu, vor ein paar Jahren hätte ich Negativzinsen nicht für möglich gehalten», sagt Reto Föllmi. Er ist Direktor des Schweizerischen Instituts für Aussenwirtschaft und angewandte Wirtschaftsforschung an der Universität St. Gallen. Die negativen Zinsen stellen die Wirtschaft aber nicht auf den Kopf, zumindest nach Ansicht von Makroökonomien. Schon vor der Einführung von Negativzinsen wusste man im Fach, dass ab einem bestimmten tiefen offiziellen Zinssatz die Geldpolitik der Zentralbanken wirkungslos wird. «Liquiditätsfalle» heisst die Theorie. «Auch früher war nicht klar, bei welchem Zinssatz die Falle zuschnappt. Jetzt ist es scheinbar so, dass die Grenze leicht im Minus sein kann.» Wie negativ der Wert sein kann, ist nach wie vor unklar.

«Früher erklärten wir den Studenten die Liquiditätsfalle erst später im Studium, als Ausnahme, als Grenzfall, heute gehört das Modell zum Grundkurs», sagt Jan-Egbert Sturm. Er ist Direktor der KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich. Geändert hätten sich die Gewichtung und die Art und Weise der Vermittlung. Die meisten neuen Phänomene im Markt sollten jedoch mit den bestehenden Modellen erklärbar sein, ist Sturm überzeugt.

Und wo bleibt die Inflation? Sturm hat auch dafür eine Antwort: «Die Zentralbanken drucken zwar das Geld und bringen es in Umlauf, doch es landet salopp gesagt unter der Matrat-

-0,4%

So hoch ist seit dieser Woche der Negativzins, den die Europäische Zentralbank (EZB) von Geschäftsbanken verlangt, die ihr überschüssiges Geld bei der Notenbank einlegen. Noch höher ist der Strafzins der Schweizer Nationalbank. Sie verlangt 0,75%. Der Negativzins setzt die Rentabilität der Banken unter Druck. Sie können den Negativzins nicht an Sparer weitergeben, sonst würden diese ihr Geld vom Konto abziehen.

2,0%

Teuerung strebt die EZB an. So definiert sie Preisstabilität. Auch die geldpolitischen Ziele der Nationalbank sehen eine Inflation von unter 2% vor. 2015 lag die Jahresteuierung in der Schweiz bei -1,1%.



ze.» Es werde gehortet und fliesse weder in Bankkredite noch in Firmeninvestitionen, noch in den Konsum. Deshalb gebe es keinen deutlichen Aufschwung und keine Teuerung. Den Zentralbanken gelingt es kaum, das Geld an die richtige Stelle zu führen. Deshalb auch die Idee, das Geld mit Helikoptern direkt an Haushalte und Firmen zu verteilen. Von einer Umsetzung ist man aber weit entfernt.

Aber auch Sturm hat keine befriedigende Erklärung dafür, weshalb das Geld gehortet wird. «Es gibt zwar viele Theorien, aber es ist noch nicht klar, welche die Realität am besten erklären», sagt Mathias Hoffmann. Er unterrichtet Internationale Mikroökonomie und Finanzwirtschaft an der Universität Zürich. «Derzeit wird intensiv an Antworten geforscht», sagt er. «Bis ein neuer Konsens entsteht, aus dem holzschnittartige Modelle für Studenten stehen, dauert das etliche Jahre.» Noch ist laut ihm nicht klar, wo völlig neue Erklärungsansätze und moderne Theorien nötig sind und in welcher Hinsicht man die alten Modelle modifizieren muss. Hoffmann hat keine Mühe, dies offen mit seinen Studenten zu diskutieren. «Es hat mit intellektueller Redlichkeit zu tun, zu sagen: Hier stossen wir an die Grenzen des Modells.» Gute Makroökonomie-Vorlesungen seien heute ohnehin stark empirisch geprägt und weniger theorieorientiert.

Die Ökonomie musste wegen der Finanzkrise viel Häme und Kritik über sich ergehen lassen. Sie war nicht in der Lage gewesen, die Krise vorauszusagen. Sie hatte übersehen, wie

systemrelevant die Finanzwirtschaft ist. Als Lehre daraus findet heute ein reger Austausch zwischen den beiden Fächern statt. Es wird versucht, Makroökonomiemodelle mit Finanzmarktmodellen zu ergänzen.

Gerade in Deutschland und in den USA glauben viele Studenten nicht mehr an die alten klassischen Modelle. Sie verlangen neue Denkansätze, neue Theorien. In Harvard liefen Studenten gar aus Vorlesungen des renommierten Professors Gregory Mankiw. Seine Modelle seien einseitig und verschlimmerten das Probleme der Ungleichheit, kritisierten die Studenten. An Schweizer Universitäten ist es vergleichsweise ruhig.

Hoffmann thematisiert in seinen Vorlesungen auch mögliche Gründe für die wirkungslose Geldpolitik - obwohl die Modelle zum Teil noch fehlen und die Forschung im Dunkeln tappt. Seine Befürchtung ist, dass in vielen Banken noch faule Kredite schlummern. Möglich sei auch, dass die Gelder der Zentralbanken nur zu Wohlhabenden geflossen sind, die Häuser und Aktien besitzen. Von Heli-

koptergeld hält Hoffmann aber wenig. «Wenn die Leute lieber sparen als konsumieren, hilft das nicht weiter.» Weshalb sich Private so verhalten, darüber zerbrechen sich die Forscher den Kopf.

## Geldpolitik richtet Schaden an

Immer akuter wird auch an Hochschulen nicht nur die Frage, warum die Geldpolitik nicht wirkt, sondern welchen Schaden sie anrichtet. «Mit der lockeren Geldpolitik haben die Notenbanken den wichtigsten Preis in einer Gesellschaft abgeschafft: den Zins. Damit werden die Selbstreinigungskräfte der Marktwirtschaft völlig verzerrt», so Hoffmann. Eine Bank kann ihre faulen Kredite weiter verbergen und der Schuldner zumindest immer den Zins zahlen, weil er ja bei null steht. Die Auswirkungen eines solchen Umfelds könnten fatal sein. Denn das Geld geht nun womöglich nicht in produktive Projekte und Firmen, sondern stopft nur Finanzlöcher von unrentablen Unternehmen. «Fehlallokation» heisst das.

«Vor der Krise haben die Zentralbanken selbst zur Entwicklung von Blasen beigetragen. Sie tun es jetzt möglicherweise wieder», sagt Hoffmann. Letztlich war es die lockere Geldpolitik der USA, die am Anfang der Hypothekenkrise stand; diese weitete sich in eine Finanz- und Weltwirtschaftskrise aus.

Die Skepsis gegenüber der Wirksamkeit der Geldpolitik wächst. Ob die Wissenschaftler diesmal dazu beitragen, die nächste grosse Krise zu verhindern, wird sich zeigen.

**In dieser Welt gibt es Dinge, die könnten aus «Alice im Wunderland» stammen. Negative Zinsen etwa oder Geld, das vom Himmel fällt.**