

Schubert, Michael; Watzka, Sebastian; Hinze, Jörg; Leschus, Leon; Schnabl, Gunther

Article

Leitzinssenkung auf historischem Allzeittief: Welche Folgen hat die Niedrigzinspolitik der EZB?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Schubert, Michael; Watzka, Sebastian; Hinze, Jörg; Leschus, Leon; Schnabl, Gunther (2012) : Leitzinssenkung auf historischem Allzeittief: Welche Folgen hat die Niedrigzinspolitik der EZB?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 65, Iss. 16, pp. 3-19

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/165160>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Leitzinssenkung auf historischem Allzeittief: Welche Folgen hat die Niedrigzinspolitik der EZB?

Die Europäische Zentralbank hat im Zuge der Finanzkrise und der sich verschlechternden realwirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum die Leitzinsen auf ein historisches Allzeittief gesenkt. Welche Risiken birgt die Niedrigzinspolitik?

Billiges Geld kann teuer werden

Anfang Juli hatte die EZB ihren Hauptrefinanzierungssatz auf 0,75% und damit auf ein neues Allzeittief gesenkt. Dabei ist sich die Notenbank der Risiken einer solchen Politik durchaus bewusst. Noch im Februar 2012 kam beispielsweise EZB-Direktoriumsmitglied Coeuré in einer Rede zur Nullzinspolitik zu dem Schluss: »Insgesamt beinhalten Null- oder negative Zinsen einige Risiken – vor allem mikroökonomischer Natur –, die gegen mögliche Vorteile in Form von zusätzlichen makroökonomischen Impulsen abgewogen werden müssen. Hervorzuheben ist auch, dass solche Schritte nur im Angesicht klarer Abwärtsrisiken für die Preisstabilität angemessen wären ...« (vgl. Coeuré 2012).

Tiefzinsniveau nur bedingt nachvollziehbar

Sind also die Abwärtsrisiken inzwischen tatsächlich so ausgeprägt, dass die EZB-Zinssenkung auf ein neues Rekordtief zumindest nachvollziehbar ist? Wir analysieren diese Frage mit Hilfe unserer modifizierten Taylor-Regel:

- Im Unterschied zur Original-Taylor-Regel wird der EZB-Leitzins nicht durch die aktuelle Inflation und den Auslastungsgrad der Wirtschaft ermittelt, sondern anhand der Prognosen der EZB für die Inflationsrate und die wirtschaftliche Entwicklung.¹
- In der modifizierten Regel wird ferner berücksichtigt, dass der gleichgewichtige Realzins seit Beginn der Wäh-

rungsunion nicht konstant war, sondern in der Tendenz etwas gesunken ist (vgl. hierzu Garnier und Wilhelmssen 2005).

Von Beginn der Währungsunion bis zum vollen Ausbruch der Finanzmarktkrise nach der Pleite der US-Investmentbank Lehman im September 2008 lagen Taylor-Zins und tatsächlicher Leitzins recht eng beieinander (vgl. Abb. 1). Das heißt nichts anderes, als dass die EZB lange Zeit Kurs gehalten hat und den Leitzins in immer der gleichen Art den jeweiligen Aussichten für die Inflation und die Konjunktur angepasst hat. Da in der modifizierten Regel die Elastizität in Bezug auf die Inflationserwartungen fast viermal so hoch ausfällt wie die Elastizität in Bezug auf die erwartete wirtschaftliche Entwicklung, lässt sich schlussfolgern, dass die Zinsentscheidungen der EZB vorwiegend von den Inflationssichten bestimmt wurden.

Nach der Lehman-Pleite war die Abweichung zwischen Leitzins (1%) und Taylor-Zins (-1%) zwar sehr hoch, aber auch dies ist nachvollziehbar. Die aufgrund des negativen Taylor-Zinses naheliegende, noch merklich expansivere Ausrichtung der Geldpolitik lieferte die EZB nicht in Form weiterer Zinssenkungen, sondern mittels unkonventioneller Maßnahmen (Ein-Jahres-Tender, Vollzuteilung).

Derzeit fallen die unkonventionellen Maßnahmen der EZB (Drei-Jahres-Tender, Staatsanleihenkaufprogramm, Ausweitung des Sicherheitenrahmens) allerdings noch deutlich ausgeprägter aus als 2009. Darüber hinaus hat die EZB für die kommenden Monate zusätzliche Maßnahmen angekündigt. Gleichzeitig liegt der Taylor-Zins aber nicht wie 2009 deutlich unter dem tatsächlichen Leitzins, sondern mehr oder weniger auf dessen Niveau. Das heißt nichts anderes, als dass Maßnahmen der EZB insgesamt nicht mehr

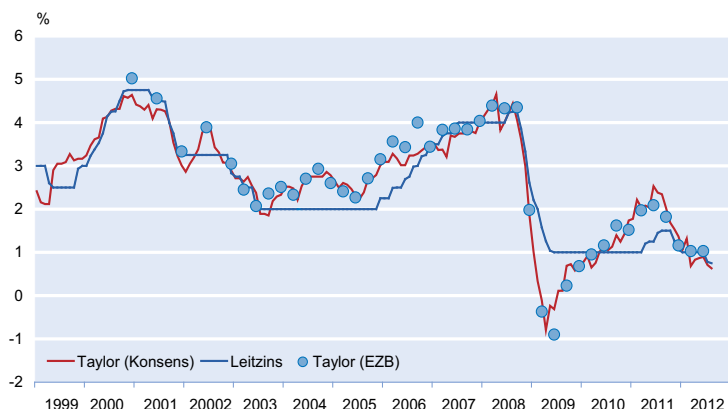


Michael Schubert*

* Dr. Michael Schubert ist Senior Economist bei der Commerzbank AG, Frankfurt am Main.

¹ Da die EZB in den ersten Jahren der Währungsunion keine Prognosen veröffentlicht hat, enthält die Graphik zu Vergleichszwecken auch die ermittelten Taylor-Zinsen auf Basis von Konsens-Prognosen für die Inflation und die Konjunktur, die monatlich dem Economist entnommen wurden.

Abb. 1
Euroraum: Taylor-Zins spricht für Kursabweichung



EZB-Leitzins und Taylor-Zins auf Basis von Prognosen für das Wachstum und die Teuerung.

Quelle: EZB; Economist; Commerzbank Research.

wie früher an den Erwartungen für die Inflation und der Konjunktur ausgerichtet sind.

Im ungünstigen Fall ist der Zwiespalt zwischen Taylor-Zins und gesamten EZB-Maßnahmen ein Anzeichen dafür, dass die Notenbank grundsätzlich vom stabilitätspolitischen Kurs abgekommen ist und nahe an die Politik gerückt ist.² Dann dürfte sie bei Gefahren für die Preisstabilität das Ruder zu spät und zu langsam herumreißen, und die jetzige Nullzinspolitik endet unweigerlich in hoher Inflation.

Im günstigen Fall ist der Zwiespalt damit zu erklären, dass die Notenbank mit ihren Maßnahmen ein zwar ziemlich unwahrscheinliches, aber gleichzeitig sehr extremes Szenario (Auseinanderbrechen der Währungsunion) vermeiden will, das nicht angemessen in den Prognosen für Inflation und Wachstum zu berücksichtigen ist.

Aber selbst in diesem Fall wird es schwieriger, das Ziel der Preisniveaustabilität zu erreichen. Denn das sehr tiefe Zinsniveau – sowie natürlich auch der große Umfang der unkonventionellen Maßnahmen – macht eine Umkehr von einer sehr expansiven Geldpolitik zu einer stabilitätsorientierten Geldpolitik schwieriger. Zu Beginn eines konjunkturellen Aufschwungs – der zu Inflation führen könnte, falls die Geldpolitik zu expansiv ist – wird die Lage noch sehr unsicher und schwer einschätzbar sein. Die EZB könnte deswegen aus Vorsichtsgründen zunächst an ihrer expansiven Politik festhalten, obwohl sie eigentlich umso früher beginnen müsste, das Ruder in Richtung einer neutralen Ausrichtung ihrer Politik herumzureißen, je expansiver die Geldpolitik vorher war. Zudem entsteht aus Sicht der Notenbank ein Ziel-

² Technisch gesehen würde dies bedeuten, dass die Elastizität in Bezug auf die Inflation gesunken und die Elastizität in Bezug auf die wirtschaftliche Entwicklung gestiegen ist.

konflikt, weil eigentlich ein sanfter Ausstieg aus den unkonventionellen Maßnahmen notwendig erscheint, um weiter Finanzstabilität zu gewährleisten. Je höher der Expansionsgrad der Politik also ist, desto größer auch die Gefahr, dass die EZB nicht rechtzeitig und nicht ausreichend reagiert, um Inflationsgefahren zu bekämpfen.

Der Konflikt, vor dem (nicht nur) die EZB steht, wird auch im neuesten (82.) Jahresbericht der BIZ deutlich. Dort warnt sie im Kapitel »Die Grenzen der Geldpolitik« eindringlich vor einer Überlastung der Notenbanken. Mögliche negative Nebenwirkungen der Niedrigzins-Politik werden ausführlich geschildert. Die Zusammenfassung mündet dann allerdings in der Feststellung, dass »die Beibehaltung der monetären Lockerung bis auf Weiteres naheliegend und unvermeidlich« erscheint. Mit anderen Worten: Die Zentralbanken bleiben Gefangene der Situation.

Mehr Schaden als Nutzen durch Nullzinsen

Selbst wenn man unterstellt, dass es der EZB rechtzeitig gelingt, das Ruder herumzureißen, bleibt laut EZB-Direktionsmitglied Coeuré die Frage zu klären, ob die möglichen negativen Nebenwirkungen den erhofften positiven makroökonomischen Impuls einer Zinssenkung nicht aufheben.

Obwohl die Zinssenkung im Juli auf 0,75% laut EZB-Präsident Draghi einstimmig beschlossen wurde, fielen die Äußerungen von Ratsmitgliedern vage aus, welche Wirkungen man sich erhofft. So erklärte Coeuré, eine Zinssenkung sei sicherlich nicht geeignet, die derzeitigen fundamentalen Probleme zu beheben (vgl. Financial Times 2012). Immerhin könne sie Vertrauen schaffen. Sein Kollege Peter Praet sagte: »Zinsänderungen haben immer eine Wirkung, wenn natürlich auch begrenzt. ... Es gibt aber Risiken und Nebenwirkungen, wenn Zinssätze lange sehr niedrig sind.« (vgl. Financial Times Deutschland 2012) Und Bundesbank-Präsident Weidmann erklärte, eine Zinssenkung war »möglich, wobei man aber diskutieren kann, inwieweit sie im gegenwärtigen Umfeld über den geldpolitischen Transmissionsmechanismus überhaupt wirkt« (vgl. Börsen-Zeitung 2012a).

Am deutlichsten wurde EZB-Präsident Draghi in der Pressekonzferenz im Juli nach der Ratssitzung. Er betonte, dass sich erstens die Kosten für die Banken unmittelbar reduzieren würden, die an den Langfristendern der EZB teilgenommen hätten, da sich der Zins als Durchschnitt der Hauptrefinanzierungssätze über die Laufzeit der Tender ergibt. Zwei-

tens würden die Kosten der »Emergency Liquidity Assistance« (ELA) sinken. Banken in Griechenland und Irland refinanzieren sich beispielsweise über diese Nothilfe direkt bei ihren nationalen Zentralbanken, da sie nicht über ausreichend EZB-fähige Sicherheiten verfügen.

Mit anderen Worten war es erklärtes Ziel der EZB, mit der Senkung des Refinanzierungssatzes auf ein neues Allzeittief gerade auch jene Banken im Euroraum zu unterstützen, die nicht einmal über genügend von der EZB akzeptierte Sicherheiten verfügen, obwohl die Notenbank ihren Sicherheitenrahmen bis zuletzt erheblich ausgeweitet hatte. Die Existenz dieser Banken steht offenbar auf einem schwachen Fundament.

Da ELA eigentlich überhaupt nur »vorübergehend« und »in Ausnahmefällen« gewährt werden soll (vgl. EZB 2008, 140), liegt es nahe zu hinterfragen, ob die extreme Niedrigzinspolitik der EZB nicht die sogenannten »Zombie-« oder Endloskredite fördern könnte, die im Japan der 1990er Jahre ein großes Problem darstellten (vgl. hierzu Peek und Rosengren 2003; Caballero, Hoshi und Kashyap 2008). Damals finanzierten Banken, denen es ebenfalls stark an Sicherheiten mangelte, Unternehmen mit Endloskrediten, die sich zwar die sehr niedrigen Zinszahlungen, nicht jedoch die Tilgungszahlungen leisten konnten. Diese Praxis erlaubte es den Banken, gesünder aussehende Bilanzen zu präsentieren, da sie weniger Problemkredite bekannt geben und auch weniger Vorsorge für Kreditausfälle treffen mussten. Es bestand somit ein Anreiz, am Rande des Kollapses stehende Firmen zu unterstützen.

Dadurch verzögerten sich zum einen die eigentlich notwendigen Bilanzsanierungen im Finanzsektor. Zum anderen verdrängten die durch Endloskredite unterstützten Unternehmen eigentlich konkurrenzfähige Firmen vom Markt, da die subventionierten Unternehmen Waren unter Marktpreis anbieten konnten oder Lohnerhöhungen zuließen, die oberhalb der Produktivitätszuwächse lagen. Durch die Förderung der Vergabe von Endloskrediten wirkte die Niedrigzinspolitik in Japan nicht wachstumsfördernd, sondern ganz im Gegenteil dämpfend.

Da die EZB mit ihrer Niedrigzinspolitik nach eigenem Bekunden offenbar gerade jene Banken unterstützt, deren Bilanzen dringend saniert werden müssen, ist zumindest fraglich, ob es überhaupt zu dem gewünschten positiven makroökonomischen Impuls kommt. Der Notenbank dürfte bewusst sein, dass sich die Praxis der Endloskreditvergabe nicht nur in Japan entwickeln kann. So berichteten Ökonomen der italienischen Notenbank in einem 2010 veröffentlichten Arbeitspapier von Anhaltspunkten, dass in Italien während der ersten Jahre der globalen Finanzkrise Endloskredite vergeben wurden (vgl. Albertazzi und Marchetti 2010).

Liste der Nebenwirkungen wird länger

Das Problem der Vergabe von Endloskrediten ist bei weitem nicht das einzige Risiko einer extremen Niedrigzinspolitik:

- Zu niedrige Zinsen fördern die Risikobereitschaft merklich, weil zur Realisierung höherer Renditen größere Risiken eingegangen werden müssen. Beispielsweise lastet auf Versicherungen und Pensionsfonds der Druck, Verpflichtungen gegenüber ihren Kunden zu erfüllen, die sie in Zeiten höherer Zinsen eingegangen waren. In den späten 1990er Jahren und Anfang der 2000er Jahre führten negative Gewinnmargen, die durch ein Niedrigzinsumfeld bedingt waren, zum Zusammenbruch einiger japanischer Lebensversicherungen (vgl. BIZ 2012, 50). Die deutschen Lebensversicherer hatten im April davor gewarnt, dass die expansive Geldpolitik der EZB auf dem Rücken ihrer Kunden ausgetragen wird. Die Niedrigzinspolitik hätte erhebliche Nebenwirkungen, warnte der Präsident des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft (vgl. Börsen-Zeitung 2012b). Es werde Zeit, zügig Exit-Strategien zu entwickeln. In der Neuanlage hätten die Versicherer mittlerweile erhebliche Probleme, die gegebenen Zinsgarantieren für ihre Kunden zu erreichen. Die anhaltend niedrigen Zinsen stellen auch die deutschen Krankenversicherer vor immer mehr Probleme (vgl. Börsen-Zeitung 2012c). Im Frühjahr mussten einzelne private Krankenversicherer auf Druck der BaFin ihren Rechnungszins senken. Das ist der Zins, den eine Gesellschaft mindestens erwirtschaften muss, um die für das Alter notwendigen Rückstellungen zu bilden. Den Kunden drohen Beitragserhöhungen.
- Bei sehr niedrigen Zinsen steigt die Gefahr, dass bestimmte Finanzmarktsegmente austrocknen, weil hier nicht mehr kostendeckend gearbeitet werden kann. So sind in Reaktion auf die letzte EZB-Zinssenkung eine ganze Reihe von Geldmarktfonds dazu übergegangen, keine weiteren Mittel mehr anzunehmen. Damit entfällt eine weitere Refinanzierungsquelle für die Banken, da Geldmarktfonds eine wichtige Quelle für die kurzfristige Mittelbeschaffung der Banken darstellen (vgl. Financial Times 2012b). Darüber hinaus fressen in einem extremen Niedrigzinsumfeld die Gebühren (Verwaltungskosten, Bankgebühren, Produktkosten) vieler anderer Produkte (Anleihenfonds, Dachfonds, Dach-Hedge-Funds) die erzielten Renditen auf, so dass auch hier ein Schrumpfungsprozess vorhersehbar ist (vgl. Neue Zürcher Zeitung 2012).

Keine Belebung der Geldmärkte durch Nullzinspolitik

Auf seiner Sitzung im Juli hat die EZB nicht nur den Hauptrefinanzierungssatz auf 0,75% gesenkt, sondern auch den

Satz für die Einlagefazilität auf 0%. Im Vorfeld der Senkung hatten sich einige EZB-Ratsmitglieder dafür ausgesprochen. Ewald Nowotny hatte argumentiert, dass bei einem Satz von Null die Anreize für die Banken steigen würden, Geld im Interbankenmarkt bereitzustellen und nicht bei der EZB zu horten. Dieses Argument ist nicht einleuchtend, denn die geringen Volumina an den Geldmärkten sind Folge des tiefen Misstrauens zwischen den Geschäftspartnern und an diesem dürfte sich auch bei einem Nullzins nichts ändern.

In den Quartalen nach der Lehman-Pleite, also vor gut zwei Jahren, gab es schon einmal eine Diskussion über Nullzinsen. Damals argumentierte Nowotny genau entgegengesetzt, es gebe ein klares Verständnis im EZB-Rat, dass der Satz für die Einlagefazilität nicht auf null sinken dürfe, da sonst die Geldmärkte austrocknen würden.³ Eine ähnliche Entwicklung war in Japan in den 1990er Jahren beobachtet worden.

Globale Ansteckungseffekte nicht vernachlässigen

Befürworter einer extrem expansiven Geldpolitik argumentieren, dass von ihr bis auf weiteres keine (Inflations-)Gefahren ausgingen, da das Kredit- und Geldmengenwachstum im Gegensatz zur Entwicklung der Geldbasis sehr verhalten ausfällt. Die BIZ hat allerdings darauf aufmerksam gemacht, dass bei dieser Argumentation die globalen Ansteckungseffekte der Niedrigzinspolitik in vielen Industrieländern nicht ausreichend berücksichtigt werden (vgl. BIZ 2012, 57–58). Denn die großen Zinsdifferenzen zwischen den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und den aufstrebenden Volkswirtschaften setzen deren Währungen unter Aufwertungsdruck. Um dem zu begegnen, verfolgten auch die Zentralbanken in diesen Regionen eine lockere Geldpolitik, die laut BIZ die »Kredit- und Vermögenspreisbooms in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften schon seit Längerem« anheizen. »Die weltweit lockere Geldpolitik hat vermutlich auch zu den seit 2009 erhöhten Rohstoffpreisen beigetragen«, gibt die BIZ zu bedenken. Tatsächlich ist beispielsweise der Ölpreis in den letzten beiden Monaten trotz schwacher Konjunktur um rund 30% gestiegen.

Fazit: Immer mehr (Zinssenkung) ist nicht immer besser

Was ergibt also unter dem Strich die von EZB-Ratsmitglied Coeuré im Februar geforderte sorgfältige Abwägung der Vorteile einer Zinssenkung mit den zu befürchtenden »Risiken und Nebenwirkungen«? Um im medizinischen Fachjargon zu bleiben:

- Mit dem Medikament »Niedrigzins« können die Ursachen der Krise (ausufernde Staatsdefizite, strukturelle Probleme in den Peripherieländern) nicht bekämpft werden. Das Mittel hilft allenfalls, bestimmte Symptome zu dämpfen, was der Patient dazu nutzen sollte, seine Heilung voranzutreiben.
- Die Dosis des Mittels darf nicht so weit erhöht werden, dass Linderung in Lethargie umschlägt, so dass der Patient nicht mehr in der Lage ist, aktiv zu seiner Gesundung beizutragen.
- Die von der EZB verabreichte Dosis ist bereits jetzt bedeutend höher als jemals zuvor.
- Je tiefer der Zins sinkt, desto länger wird die Liste der Nebenwirkungen und desto wahrscheinlicher ihr Auftreten.
- Unter den der EZB zur Verfügung stehenden Mitteln zur Symptombehandlung stellt der Zins das unspezifischste dar. Es lässt sich viel gegen die unkonventionellen Maßnahmen der EZB einwenden, aber zumindest haben die Tenderoperationen der Notenbank auch einen Liquiditätsengpass verhindert, und die zu Recht sehr umstrittenen Anleihekäufe haben zumindest zeitweise die Renditen der Anleihen der Peripherieländer verringert. Eine Zinssenkung wirkt im besten Fall in allen Euroländern gleich, im schlechten Fall in den Ländern mehr, die das Mittel gar nicht benötigen (Deutschland), weil die Marktzinsen in der Peripherie trotz Leitzinssenkung hoch bleiben.

Unter diesen Umständen wird wohl jeder Arzt folgende Behandlung vorschlagen:

- Die Dosis des Medikaments »Zinssenkung« sollte nicht noch weiter erhöht werden.
- Stattdessen ist eher die baldmöglichste Reduzierung angezeigt, um die Wahrscheinlichkeit von Nebenwirkungen zu mindern.
- Bei der Therapie muss nicht eine Symptombehandlung im Vordergrund stehen, sondern eine Behandlung der Ursachen. Werden nur Symptome behandelt, führt dies unweigerlich zum Exitus.

Literatur

Albertazzi, U. und D.J. Marchetti (2010), »Credit Supply, Flight to Quality and Evergreening: An Analysis of Bank-firm Relationships after Lehman«, Banca d'Italia, Temi di Discussione (Working Papers), Nr. 756, April.

BIZ (2012), *82. Jahresbericht der BIZ*, Basel.

Börsen-Zeitung (2012a), »Die Spielregeln der Verfassung nicht in Frage stellen«, Interview mit Dr. Jens Weidmann, 14. Juli, 7.

Börsen-Zeitung (2012b), »Assekuranz begehrt gegen Zinspolitik auf«, 19. April, online verfügbar unter: <http://www.onvista.de/news/alle-news/artikel/19.04.2012-08:01:23-assekuranz-begehrt-gegen-zinspolitik-auf>.

Börsen-Zeitung (2012c), »Krankenversicherer unter Druck«, 19. Juni.

³ Interview in Bloomberg, 20. April 2009.

Caballero, R.J., T. Hoshi und A.K. Kashyap (2008), »Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan«, *American Economic Review* 98(5), 1943–1977.

Coeuré, B. (2012), »Central Banks and the Challenges of the Zero Lower Bound«, Intervention by Benoît Coeuré, EZB, Miami, 19. Februar, online verfügbar unter: <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120219.en.html>.

EZB (2008), *EZB-Monatsbericht 1998–2008: »10 Jahre EZB«*, Frankfurt am Main.

Financial Times (2012a), »Interview with Benoît Coeuré«, 20. Juni, online verfügbar unter: <http://www.ft.com/cms/s/0/9b39b0ba-baea-11e1-81e0-00144feabdc0.html#axzz245luXqoq>.

Financial Times (2012b), »Screws Tighten Even Further for European Banks«, 19. Juli.

Financial Times Deutschland (2012), »EZB-Chefvolkswirt Praet stellt Zinssenkung in Aussicht«, 27. Juni, online verfügbar unter: <http://www.ftd.de/finanzen/maerkte/marktberichte/leitzinsentscheid-ezb-chefvolkswirt-praet-stellt-zinssenkung-in-aussicht/70055523.html>.

Garnier, J. und B.-R. Wilhelmsen (2005), »The Natural Real Interest Rate and the Output Gap in the Euro Area: A Joint Estimation«, ECB Working Paper Nr. 546.

Neue Zürcher Zeitung (2012), »Die verflixten Niedrig-Zinsen«, 10. Juli.

Peek, J. und E.S. Rosengren (2003), »Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan«, NBER Working Papers 9643.



Sebastian Watzka*

Über den Risikokanal in unsicheren Zeiten und das eigentliche Problem der EZB

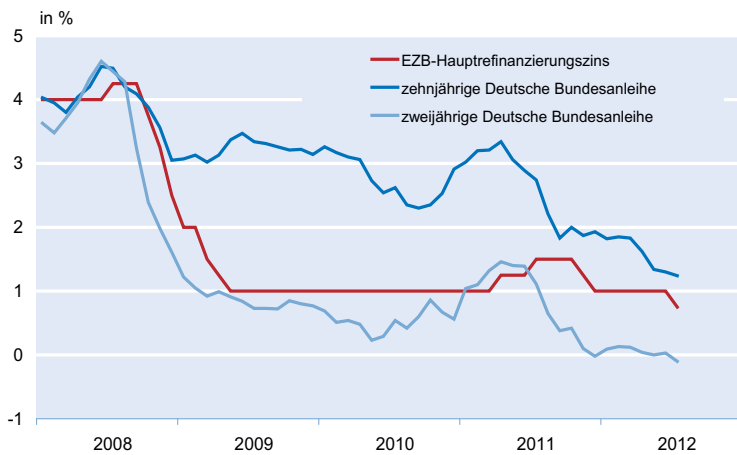
Seit dem 11. Juli dieses Jahres ist der Einlagezins der EZB bei 0%. Der Hauptrefinanzierungszins der EZB beträgt seitdem nur noch 0,75%. Die EZB hat im Zuge der Finanzmarktkrise und der sich verschlechternden realwirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum – und vor dem Hintergrund rückläufiger Inflationsraten – die Leitzinsen auf ein historisches Allzeittief gesenkt. Abbildung 1 zeigt die Entwicklung des EZB Leitzinses, zusammen mit den ebenfalls historisch niedrigen Zinsen für zwei- und zehnjährige deutsche Staatsanleihen. In diesem Beitrag möchte ich die möglichen Folgen dieser niedrigen Zinsen besonders vor dem Hintergrund des sog. »Risikokanals« der Geldpolitik analysieren.

Kernaussage wird sein, dass ein exzessiv niedriges Zinsniveau zwar durchaus zu Verwerfungen und damit einhergehenden Risiken führen kann. Aktuell scheint davon aber keine besonders große Gefahr für den deutschen Finanzmarkt und die Realwirtschaft auszugehen. Im Gegenteil, die derzeitige Finanzmarktlage, bei drohender Gefahr einer Rezession für den Euroraum, ist geprägt vom sog. »Flight-to-Safety«, also der Suche nach der vermeintlich sicheren Anleihe. Das niedrige Zinsniveau ist demzufolge zurzeit also weniger exzessiv niedrig, als vielmehr idealerweise ausreichend niedrig genug, um dem aktuell konjunkturbedingten niedrigen natürlichen Zins gerecht zu werden. Trotzdem bleibt es genau zu beobachten, wie sich Vermögenswerte und Risikoaufnahme in Zukunft entwickeln werden.

Das weitaus größere Problem im Euroraum ist derzeit hingegen folgende Tatsache: Die Zinsen sind momentan ausgerechnet dort niedrig, wo sie nach rein konjunkturellen Gesichtspunkten höher sein müssten, und dagegen dort hoch, wo sie niedriger sein müssten. Anders ausgedrückt hat sich

* Dr. Sebastian Watzka ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Seminar für Makroökonomie der Ludwig-Maximilians-Universität München.

Abb. 1
EZB-Leitzins und ausgewählte Zinsen deutscher Staatsanleihen



Quelle: EZB; Bundesbank.

der sog. «Pass-Through» des Leitzinses auf Marktzinsen im Euroraum verändert und damit den traditionellen Zinskanal der Geldpolitik gestört. Dieses ungewollt prozyklische Element im Transmissionsmechanismus des Euroraums stellt die EZB vor ein großes Problem, das sie mit herkömmlicher Zinspolitik allein kaum in den Griff bekommen wird.

Folgen der Niedrigzinspolitik: Der Risikokanal der Geldpolitik

Der wohl bekannteste Transmissionsmechanismus der Geldpolitik ist der Zinskanal. Über den Leitzins beeinflusst die Zentralbank die kurzfristigen Marktzinsen, und über ihre Glaubwürdigkeit und Kommunikation kann sie mittels Erwartungshypothese die Langfristzinsen beeinflussen. Diese wiederum beeinflussen Investitionsentscheidungen und Konsumentscheidungen dauerhafter Güter. Leitzinssenkungen sollen so die Konjunktur stabilisieren und vor allem das Preisniveau konstant halten bzw. nur mit dem Zielwert der Zentralbank leicht steigen lassen. Anhaltend niedrige Leitzinsen könnten über diesen Kanal bei hoher Auslastung der Ökonomie zu höheren Inflationsraten führen und würden insofern bereits eine Gefahr darstellen. Allerdings steht der Euroraum derzeit vor einem Abgleiten in eine erneute Rezession – mit hohen Arbeitslosenquoten und schweren Rezessionen in Griechenland, Portugal, Spanien und Italien – bei gleichzeitig dem Ziel der EZB angemessenen Inflationsraten und fest verankerten Inflationserwartungen. Insofern ist die inflationäre Möglichkeit des Zinskanals zwar nicht gänzlich von der Hand zu weisen, derzeit wohl aber keine akute Gefahr für den Euroraum.

Im Zuge der Niedrigzinspolitik der Fed nach dem Platzen der Dot-Com-Blase und aufgrund der geplatzten Immobilienpreisblase in den USA haben Ökonomen aber einen weite-

ren wichtigen Transmissionsmechanismus der Geldpolitik untersucht, den sog. »Risikokanal«. ¹ Der Risikokanal der Geldpolitik wird derzeit sowohl theoretisch als auch empirisch noch stark erforscht. Im Wesentlichen beruht sein Wirkungsmechanismus auf zusätzlichen Anreizen, in riskante Projekte zu investieren wenn die Zinsen auf einem sehr niedrigen Niveau sind und für längere Zeit verharren. Drei spezifische Wirkungen niedriger Zinsen und expansiver Geldpolitik werden meist genannt: Erstens sehen sich manche Fondsmanager unter Umständen, aufgrund vertraglicher Zwänge, dazu verleitet, lieber in höher verzinsten aber riskanten Anleihen zu investieren, als bei sehr niedrigem Zinsniveau die vertraglich vereinbarten nominalen Renditeziele keinesfalls einhalten zu können. Dieser Mechanismus wird im Eng-

lischen auch als »search for yield« bezeichnet. Zweitens können sehr niedrige Zinsen ganz grundsätzlich die Risikowahrnehmung und Risikotoleranz beeinflussen. Niedrige Zinsen gehen oft mit hohen und steigenden Vermögenswerten einher, die wiederum oft zu abnehmender Volatilität führen. Aufgrund häufig verwendeter sog. »Value-at-Risk-Modelle« in Banken und Versicherungen kann dies zu zusätzlicher Risikoaufnahme führen. Drittens, wird inzwischen besonders in den USA der sog. »Greenspan-Put« stark kritisiert, da er exzessive Risikoaufnahme des Finanzsektors sicherlich eher gefördert hat. Der Greenspan-Put bezeichnet die Strategie der Fed unter Alan Greenspan seit dem Dot-Com-Boom Vermögenspreisentwicklungen nicht im Vorfeld zu beeinflussen und dafür lieber im Nachhinein mittels starker Zinssenkungen und Liquiditätsbereitstellungen die Scherben der geplatzten Blase aufzukehren. Diese implizite Versicherung für den Finanzsektor hat sicher auch zu exzessiver Risikoaufnahme im US-Finanzsektor mit beigetragen. ²

Entwicklung ausgewählter Vermögenswerte in Deutschland

Ausgehend von diesen Überlegungen möchte ich nun anhand einiger ausgewählter Vermögenspreisentwicklungen die Frage beleuchten, ob wir in Deutschland derzeit eine exzessive Risikoaufnahme beobachten können. Dabei sollte vorab betont werden, dass es ex ante naturgemäß sehr schwierig ist, exzessive Risikoaufnahme zu entdecken. Was in bestimmten Zeiten und Umständen als sicher angese-

¹ Rajan (2005) war einer der ersten, der auf den Risikokanal und seine Gefahren hingewiesen hat. Siehe auch die einführende Darstellung von Borio und Zhu (2008), sowie Gambacorta (2009). Für empirische Evidenz siehe Altunbas et al. (2010).

² Vgl. besonders Rajan (2010) für eine Kritik des Greenspan-Puts. Vgl. auch Illing (2004) für eine ähnliche Situation in der sich die Fed in der sog. »Zinsfalle« befindet.

hen wird, kann sich später als hochriskant entpuppen. Ehemals als sicher angesehene US-Subprime MBS sind dafür zu einem berüchtigten Beispiel geworden. Zudem ist es für den einzelnen Investor oftmals sehr schwer, wenn nicht nahezu unmöglich, die systemrelevanten Korrelationen der gesamten Vermögensklasse mit der Entwicklung der Realwirtschaft zu prognostizieren. Was für den einzelnen Investor sicher erscheint, kann sich im Aggregat – besonders bei dem an Finanzmärkten durchaus verbreitetem Herdenverhalten – unter Umständen als hochriskant herausstellen.

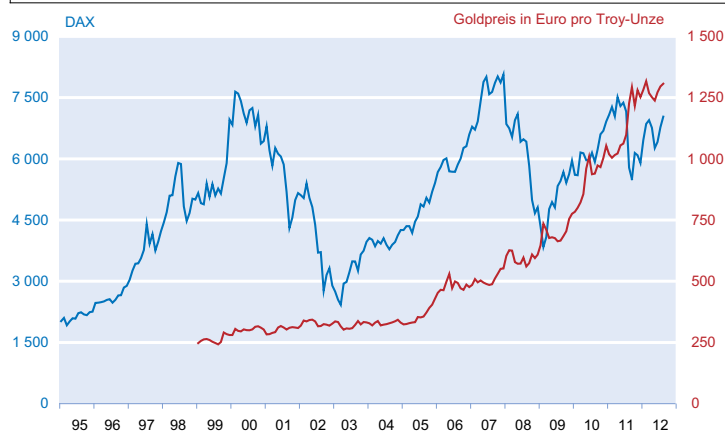
Abbildung 2 zeigt nun zum einen die DAX- und Goldpreisentwicklung (vgl. Abb. 2a), zum anderen die Entwicklung der Immobilienpreise in Deutschland seit 1995 zusammen mit der Entwicklung des Verbraucherpreisindex VPI (vgl. Abb. 2b).³ Zunächst ist anzumerken, dass alle drei gezeigten Vermögenswerte reale Werte sind, die gegen Inflation

absichern.⁴ Insofern dürfte ein wesentliches Motiv der Anleger in diese Werte sicherlich nicht mehr Risiko sein, sondern eine Absicherung gegen mögliche zukünftige Inflation. Besonders Gold dient oft als sicherer Hafen für Investoren, die in Krisenzeiten ihr Vermögen gerne in dieser Form halten. Ähnliches gilt für Immobilien. Besonders der stark angestiegene Goldpreis zeigt deutlich, wie sehr das Bedürfnis in sichere Anlageklassen zu investieren derzeit das Geschehen auf den Finanzmärkten beeinflusst.

Zur Entwicklung der deutschen Immobilienpreise möchte ich nun etwas ausführlicher anmerken, dass sich diese zurzeit anscheinend durchaus durch fundamentale Faktoren wie nachhaltig positive Einkommensentwicklung, niedrige Arbeitslosigkeit, niedriges Zinsniveau, sowie Re-Urbanisierung erklären lassen.⁵ So waren zwar besonders in den letzten Jahren – und ganz besonders in den großen Ballungsräumen – ungewöhnlich hohe Immobilienpreissteigerungs-

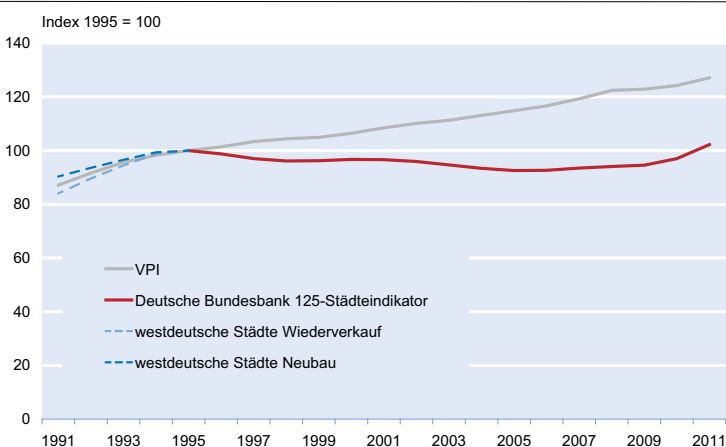
raten zu verzeichnen, allerdings scheinen diese eher eine Art Aufholprozess und Normalisierung des deutschen Immobilienmarkts widerzuspiegeln als exzessive Preissteigerungen. So lagen die Preise für Reihenhäuser und Eigentumswohnungen 2011 nur knapp über ihrem Wert von 1995 – kaum ein Zeichen einer Blase. Selbst verglichen mit der allgemeinen Preisentwicklung sind Immobilienpreise seit 1995 deutschlandweit um 25% weniger gestiegen. Real hat also eine typische Immobilie in Deutschland in den letzten 17 Jahren an Wert verloren. Insofern stellt auch die durchschnittliche deutsche Immobilienpreisdynamik zumindest ex ante derzeit keine exzessiv riskante Anlage dar. Ganz im Gegenteil, Investoren suchen aufgrund der unsicheren Krisensituation im Euroraum derzeit sichere Anleihen.

Abb. 2a
DAX und Goldpreisentwicklung, 1995–2012



Quelle: Yahoo Finance; St. Louis Fed.

Abb. 2b
Immobilien- und Verbraucherpreisentwicklung in Deutschland



Quelle: Berechnungen der Deutschen Bundesbank nach Angaben der BulwienGesa AG; Statistisches Bundesamt; Berechnungen des Autors.

³ Abbildung 2b zeigt neben dem 125-Städte-Indikator der Bundesbank für Deutschland noch zwei weitere Immobilienpreisindizes für westdeutsche Städte. Da der 125-Städte-Indikator erst ab 1995 verfügbar ist – 1995 aber ein Boomjahr im deutschen Immobilienmarkt war – dienen diese beiden weiteren Indikatoren der besseren Einordnung in die Gesamtentwicklung des deutschen Immobilienmarkts. Besonders die Entwicklung der Preise für den Wiederverkauf zeigt die hohe Preissteigerung vor 1995 – höher als die Steigerung des VPI.

⁴ Diese Aussage müsste etwas ausführlicher ergänzt werden: So sichern Gold und Immobilien zwar im Falle einer Hyperinflation mit dem einhergehenden wirtschaftlichen Zusammenbruch den Anleger gegen den Wertverlust seines Besitzes, Aktienwerte würden bei wirtschaftlichem Zusammenbruch aber vermutlich auch stark an Wert verlieren. Die Absicherung gegenüber Inflation ist bei all diesen Vermögenswerten natürlich auch mit Risiko behaftet.

⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank (2012) und Henger et al. (2012) für eine ausführliche Darstellung.

Flight-to-Safety als derzeit treibende Kraft auf den Finanzmärkten

Hier sei auch angemerkt, dass die eingangs erwähnten niedrigen Zinsen auf deutsche Staatsanleihen (vgl. Abb. 1) diese Flucht in sichere Anleihen (»flight-to-safety«) genauso widerspiegeln. Es scheint fast paradox: Die Zinsen auf zweijährige deutsche Staatsanleihen belaufen sich zurzeit auf 0% – teilweise waren sie bei einigen Emissionen des Bundes sogar negativ. Bei einer Inflationsrate von zuletzt 1,9% (Juli 2012 zum Vorjahresmonat) entsteht dem Investor ein realer Verlust. Die gleiche Botschaft liefern derzeit inflationsindexierte deutsche Staatsanleihen. Die sog. »fünfjährige Break-Even Inflation Rate« liegt momentan bei 1,17%, was bei einem Nominalzins von 0,47% einer realen Rendite von –0,7% gleichkommt. Anleger zahlen derzeit also dem Bund eine Prämie, damit sie ihm Kredit gewähren dürfen.⁶ Anders ausgedrückt, Anleger akzeptieren momentan negative Realzinsen vom deutschen Staat für vermeintlich sichere Anlagemöglichkeiten. Umso erstaunlicher erscheint es deshalb, dass die Verschuldungsdebatte in Deutschland immer noch allzu einseitig und fast immer negativ behaftet, geführt wird.

Abschließend könnte man also provokant behaupten, dass die aktuell niedrigen Leitzinsen eben nicht wie oben dargestellt über den Risikokanal zu riskanteren Anlagen und Investitionen beitragen, sondern dass der Risikokanal derzeit unzureichend stark wirkt und die Sehnsucht der Anleger nach sicheren Anlagen exzessiv groß ist. Die niedrigen Zinsen wären demnach nicht Ursache des Problems, sondern Folge stark angestiegener Risikoaversion der Anleger in Verbindung mit einem starken Rückgang sicherer Anlagemöglichkeiten. Ähnlich wie in Japan seit den 1990er Jahren wären die niedrigen Zinsen also ein Symptom exzessiver privater Sparwünsche und unzureichend vorhandener Investitionsmöglichkeiten.⁷ Stabilisierende Geldpolitik sollte aber gerade in einer solchen Situation durch niedrige Zinsen riskantere Anlagen, wie z.B. Aktien, attraktiver und damit indirekt vermeintlich sichere Anlagen weniger attraktiv machen.⁸ Dies ist bei deutschen und US-Staatsanleihen bislang offensichtlich noch nicht gelungen.

Allerdings gilt es nochmals zu wiederholen: Gerade durch die individuell rationale Flucht in vermeintlich sichere Anlagen werden solche Anlagen, egal ob Gold, Immobilien oder Bundesanleihen, aber gerade riskant. Es gibt keine absolut sicheren Anlagemöglichkeiten in unsicheren Zeiten. Es wäre illusorisch zu glauben, jeder einzelne könne rechtzei-

tig wieder in andere Anlagen umschichten bevor etwa die Kurse von Bundesanleihen, Gold oder Immobilien zu sinken beginnen.

Starke Heterogenität im Euroraum, Problem der Prozyklizität und mögliche Lösungsansätze

Obwohl die historisch niedrigen Leitzinsen in Bezug auf das Risikoverhalten der Wirtschaftsakteure also derzeit kein Problem darzustellen scheinen, möchte ich in diesem abschließenden Teil nun aber noch auf das eigentliche Problem der derzeitigen Geldpolitik im Euroraum eingehen. Wie Abbildung 1 zeigt, sind die Zinsen auf einige Anleihen im Euroraum auf durchaus historischem Tief. Aber dies ist bei weitem kein allgemeines Phänomen im Euroraum. Im Gegenteil, wie die andauernde Diskussion um die Staatsschuldenkrise zeigt, müssen viele Staaten im Euroraum derzeit sehr hohe Zinsen für die Begebung ihrer Staatsanleihen zahlen. Ob dies nun optimal im Sinne einer anreizkompatiblen Lenkungswirkung der Finanzmärkte, die die Regierungen zu mehr fiskalischer Disziplin führen soll, ist oder nicht, sei dahingestellt. Wichtig ist aber aus stabilitätsorientierter und konjunkturpolitischer Sicht, dass diese Zinsunterschiede die einheitliche Geldpolitik der EZB vor große Probleme stellen.⁹

Da sich die Kreditzinsen für Unternehmen und Haushalte meist als Aufschläge auf die Zinsen für die jeweiligen Staatsanleihen ergeben, prägt eine zunehmende Heterogenität die Finanzierungsbedingungen im Euroraum. Dies wird in Abbildung 3 verdeutlicht.¹⁰ So zeigt Abbildung 3a, dass sich seit Verschärfung der Staatsschuldenkrise im Sommer 2011 die Kreditzinsen der sog. »Peripherie«-Länder von den Zinsen der »Kern«-Länder abzukoppeln drohen. Aktuell sind also die Zinsen für Unternehmen besonders in jenen Ländern hoch, die konjunkturelle Unterstützung seitens der Geldpolitik bräuchten. Umgekehrt verstärken die niedrigen Zinsen in Deutschland und den anderen Kern-Ländern des Euroraums die Konjunktur dort noch zusätzlich, obwohl eher gedämpft werden sollte (vgl. Abb. 3b).

Diese prozyklische Wirkung der einheitlichen Geldpolitik im Euroraum ist leider nicht neu. Sie war maßgeblich für die Krise mitverantwortlich, indem sie in der Boom-Phase von 2003–2007 in der »Peripherie« für unangemessen niedrige Zinsen sorgte, hingegen Länder wie Deutschland, das da-

⁶ Vgl. Kajuth und Watzka (2011) für eine ausführliche Analyse der unterschiedlichen Risikoprämien bei US-TIPS.

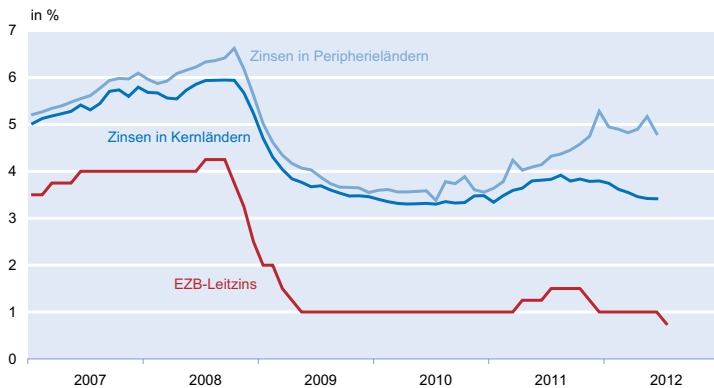
⁷ Vgl. Schenkelberg und Watzka (2011) für die japanische Erfahrung mit niedrigen Leitzinsen und die realwirtschaftlichen Effekte der QE-Politikmaßnahmen, die die Bank of Japan ausgeübt hatte.

⁸ Vgl. Meltzer (1995) für den sog. »Portfolio-Rebalancing-Kanal« der Geldpolitik.

⁹ Vgl. auch den Aufsatz »Heterogenität der Finanzierungsbedingungen im Eurowährungsgebiet und deren politische Implikationen« im EZB-Monatsbericht August 2012. Darüber hinaus scheint ein Teil der Spreads auf Staatsanleihen inzwischen nicht mehr nur Rückzahlungsrisikoprämien zu beinhalten, sondern auch Konvertibilitätsrisikoprämien, welche die EZB aufgrund ihres Mandats, für einen stabilen Euro zu sorgen, unbedingt bekämpfen muss.

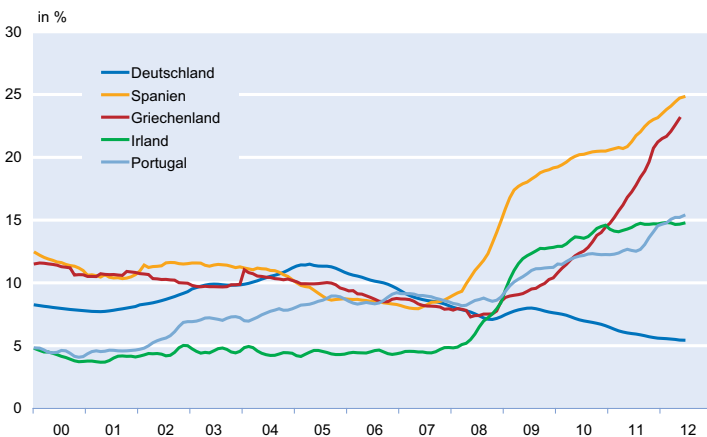
¹⁰ Ich möchte mich bei Nico Valckx für die Bereitstellung seiner Daten zu den Kreditzinsen in Abbildung 3a bedanken. Vgl. auch seine Box im IMF Country Report No. 12/181, 2012, 16.

Abb. 3a
EZB-Leitzins und Kreditzinsen^{a)} für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Neugeschäft in »Kern«- vs. »Peripherie«-Ländern^{b)} des Euroraums



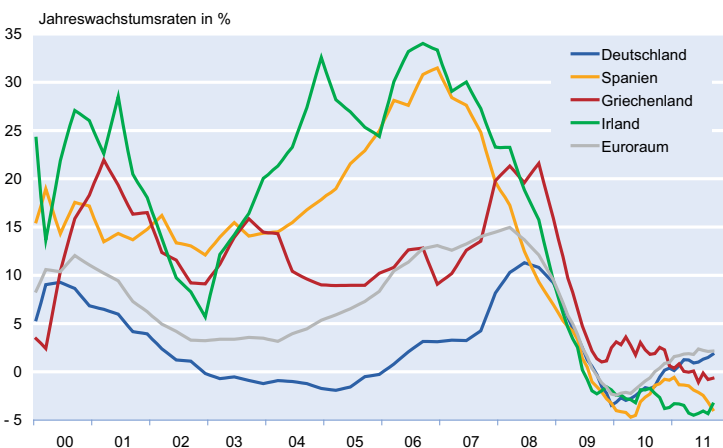
^{a)} Zinsen sind volumengewichtet. – ^{b)} Peripherie umfasst Spanien, Portugal, Italien, Irland, Griechenland.
Quelle: EZB; IWF.

Abb. 3b
Arbeitslosenquote ausgewählter Länder im Euroraum, 2000–2012



Quelle: EZB.

Abb. 4
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, 2000–2011



Quelle: EZB.

mals als »Kranker Mann Europas« galt, mit unangemessen hohen Zinsen belastete. Abbildung 4 zeigt eindrucksvoll wie stark das jährliche Kreditwachstum in Spanien und Irland während der Boom-Phase – besonders im Vergleich zu Deutschland – war. Die Lehren aus diesem systemischen Problem der einheitlichen Geldpolitik sollten nun endlich erkannt und entsprechende Reformvorschläge umgesetzt werden.

Um die Störung im derzeitigen Transmissionsmechanismus der Geldpolitik im Euroraum zu beheben, hat die EZB zuletzt angekündigt, entsprechende Maßnahmen vorzubereiten und zu gegebener Zeit anzukündigen und zu implementieren. Die Reaktionen der US-Notenbank Fed, die in der kritischen Zeit der Lehman-Krise massiv in ausgewählten Kapitalmärkten intervenierte, könnten der EZB dabei als gutes Beispiel einer erfolgreichen und stabilisierenden Geldpolitik dienen.

Des Weiteren haben die letzten fünf Jahre gezeigt, wie wichtig – und schwierig – erfolgreiche makroprudentielle Regulierung wirklich ist. In neueren Studien wird immer wieder auf die wichtige Rolle von ausreichend hohen – und im Boom steigenden – Eigenkapitalanforderungen bei der Hypothekenkreditvergabe hingewiesen.¹¹ Allerdings zeigt gerade die Erfahrung in Spanien auch, dass sog. »dynamische Eigenkapitalanforderungen« – wie sie in Spanien seit 2000 bei der Hypothekenkreditvergabe angewendet wurden – zwar mildernd wirken können, aber auch keine endgültige Absicherung vor Blasenbildung sind. Insofern gilt es sich klar zu machen, dass Vermögenspreisblasen auch in Zukunft eine weiterhin andauernde Gefahr für unsere Ökonomien darstellen werden. Jedoch müssen wir versuchen, die wirtschaftspolitischen und institutionellen Rahmenbedingungen dahingehend zu ändern, dass die Schocks in Zukunft sowohl geringer ausfallen, als auch besser abgefedert werden können.

Literatur

Altunbas, Y., L. Gambacorta, und D. Marques-Ibanez (2010), »Does Monetary Policy Affect Bank Risk-taking?«, ECB Working Paper No. 1166.

¹¹ Vgl. z.B. Gelain et al. (2012) oder Jimenez et al. (2012).

Borio, C. und H. Zhu (2008), »Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism«, BIS Working Paper No. 268.

Deutsche Bundesbank (2012), *Monatsbericht*, Februar, Frankfurt am Main.

EZB (2012), *Monatsbericht*, August, Frankfurt am Main.

Gambacorta, L. (2009), »Monetary Policy and the Risk-taking Channel«, *BIS Quarterly Review*, Dezember, 43–53.

Gelain, P., K.J. Lansing und C. Mendicino (2012), »House Prices, Credit Growth, and Excess Volatility: Implications for Monetary and Macroprudential Policy«, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2012-11.

Henger, R., K. Pomogajko und M. Voigtländer (2012), »Gibt es eine spekulative Blase am deutschen Wohnimmobilienmarkt?«, *IW Trends* (3), online verfügbar unter: <http://www.iwkoeln.de/de/studien/iw-trends/beitrag/88825>.

Illing, G. (2004), »Geldpolitik in den USA – die Fed in der Zinsfalle?«, *ifo Schnelldienst* 57(6), 31–37.

IWF (2012), *Euro Area Policies, Article IV Consultation*, Country Report No. 12/181, Washington.

Jimenez, G., S. Ongena, J.-L. Peydro und J. Saurina (2012), »Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments«, Working Paper.

Kajuth, F. und S. Watzka (2011), »Inflation Expectations from Index-linked Bonds: Correcting for Liquidity and Inflation Risk Premia«, *Quarterly Review of Economics and Finance* 51(3), 225–235.

Meltzer, A.H. (1995), »Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective«, *Journal of Economic Perspectives* 9(4), 49–72.

Rajan, R.G. (2005), *Has Financial Development Made the World Riskier?*, Proceedings of the Jackson Hole Conference, organized by the Federal Reserve Bank of Kansas City.

Rajan, R.G. (2010), *Fault Lines*, Princeton University Press, Princeton.

Schenkelberg, H. und S. Watzka (2011), »Real Effects of Quantitative Easing at the Zero-Lower Bound: Structural VAR-based Evidence from Japan«, CESifo Working Paper No. 3486.



Jörg Hinze*



Leon Leschus**

Expansive Geldpolitik der EZB zur Eurorettung – mit ungewissem Ende

Als auf dem Höhepunkt der Finanz- und Wirtschaftskrise Ende 2008/Anfang 2009 weltweit mit immer expansiveren geld- und finanzpolitischen Maßnahmen gegen die Ausweitung der Finanz- und Wirtschaftskrise angekämpft wurde, wurde zugleich über den rechtzeitigen und angemessenen »Exit« aus dieser Politik diskutiert. Hintergrund der Diskussion waren die mit der damals als extrem expansiv erscheinenden Politik einhergehenden Inflationsbefürchtungen und ausufernden Staatsdefizite. Heute steigen die Schuldenstände der meisten Industrieländer weiter kräftig an, und die Geldpolitik ist noch expansiver ausgerichtet. Angesichts der hohen Finanzierungskosten einiger Euroländer, Bankenproblemen und der rezessiven Wirtschaftstendenzen in weiten Teilen des Euroraums hat die Europäische Zentralbank (EZB) nach umfangreichen Liquiditätsmaßnahmen Ende 2011/Anfang 2012 im Juli – obwohl die durchschnittliche Inflationsrate im Euroraum weiterhin über der Stabilitätsmarke von 2% verharrt – ihren Leitzins, den Hauptrefinanzierungssatz, mit 0,75% auf einen historischen Tiefstand abgesenkt, die Einlagefazilität, den Zinssatz für Übernachteinlagen der Banken bei der EZB, sogar auf 0%. Die (Nominal-)Renditen für kürzerfristige (zweijährige) Anleihen der Bundesrepublik Deutschland sanken unter null, aber auch längerfristige (zehnjährige) Papiere weisen bei einer Verzinsung von knapp über 1% und einer Inflationsrate von fast 2% eine negative Realrendite aus. Auch private Sparer tun sich schwer, ihr Geld noch so anzulegen, dass es keinem realen Wertverzehr unterliegt, oder sie weichen in riskantere Anlagen wie Aktien oder Anleihen mit schlechterem Rating aus. Unter den niedrigen Renditen »leidet« letztlich auch die private Altersvorsorge. Die Bundesrepublik Deutschland ist als Kreditnehmer »Krisengewinnler« der Niedrigzinspolitik, während sie in den Krisenländern kaum greift, sondern

* Jörg Hinze ist Senior Economist am Hamburgischen WeltWirtschaftsinstitut (HWWI).

** Leon Leschus ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Hamburgischen WeltWirtschaftsinstitut (HWWI).

lediglich zeitweilig für Linderung des Zinsdrucks gesorgt hat. Dort sind die Risikoaufschläge nach wie vor sehr hoch.

Trotz dieser extrem expansiven Geldpolitik lahmt die Wirtschaft, einige Euroländer befinden sich in einer Rezessionsspirale, und mehr und mehr Staaten bekommen Finanzierungsprobleme. Die Eurokrise spitzt sich trotz der Hilfsmaßnahmen auf europäischer Ebene sowie eingeleiteter Reformen und Konsolidierungsmaßnahmen in den Problemländern immer weiter zu. Ende Juli hat der EZB-Präsident Draghi erklärt, die EZB werde »im Rahmen ihres Mandats alles Notwendige tun, um den Euro zu erhalten«. Das wurde vielfach dahin interpretiert, dass die EZB bereit sei, wieder – wie schon 2010 und 2011 – Staatsanleihen der Krisenländer anzukaufen, um deren Refinanzierungskosten zu senken. Inzwischen hat Draghi Anleihekäufe zwar an die Bedingung geknüpft, dass die betreffenden Krisenländer sich zuerst unter den europäischen Rettungsschirm begeben und dessen Auflagen akzeptieren müssten. Viele Marktbeobachter sehen diese Konditionierung jedoch einmal vor dem Hintergrund des noch ausstehenden Bundesverfassungsgerichtsurteils Mitte September und halten im Falle einer weiteren Zuspitzung der Eurokrise selbst unkonditionierte Staatsanleiheankäufe durch die EZB oder die Ausstellung einer Banklizenz für den ESM für nicht ausgeschlossen. Derartige Ankäufe sind allerdings höchst umstritten, denn das Mandat der EZB sieht diese eigentlich nicht vor. Das gleiche gilt für die Variante, dass der Rettungsschirm ESM mit einer Banklizenz ausgestattet würde und dieser Staatsanleihen aufkauft. Die Deutsche Bundesbank, namentlich ihr Präsident Weidmann, hielt weitere Staatsanleiheankäufe, sei es durch die EZB oder den ESM, mit der Begründung, dass sich dadurch die Zuständigkeit und Verantwortung zwischen Fiskal- und Geldpolitik vermische, für äußerst bedenklich. Angesichts der sich verschlechternden Konjunktur in vielen Euroländern und der jüngsten Äußerungen von EZB-Präsident Draghi erwarten die meisten Marktbeobachter, dass die EZB ihre Leitzinsen noch weiter senken könnte, den Einlagenzins für Banken bei der Notenbank dann sogar unter 0%.

Befürchtungen, die expansive Geld- und Fiskalpolitik könnten zu Inflation führen, sind angesichts der rezessiven Rückschläge in vielen Ländern im Moment nicht gerechtfertigt. In der Eurozone wird vielmehr über Deflationsrisiken und die Notwendigkeit von neuen Wachstumsprogrammen bzw. stimulierenden Maßnahmen diskutiert. Allerdings fehlt dafür zumeist das Geld. So wird die Verantwortung mehr und mehr der Geldpolitik zugeschoben. Die EZB hat dabei, um eine weitere Eskalation der Eurokrise zu verhindern, ihr Mandat weit gedehnt und durch »ungewöhnliche« Liquiditätshilfen und Zinssenkungen bislang Schlimmeres verhütet. Gleichwohl ist der Druck seitens der Politik und auch des IWF auf die EZB groß, noch weiter zu lockern, sei es durch weitere Zinssenkungen, noch ausgedehntere Liquiditätshil-

fen oder Ankäufe von Staatspapieren, um die Finanzierungsbedingungen der von der Krise am stärksten betroffenen Euroländer erschwinglich zu halten.

In der aktuellen Wirtschaftslage, insbesondere in der Eurozone, scheint diese Politik – wie es immer heißt – alternativlos. Die Fragen, die sich aber stellen, sind: »Erstens, inwieweit wirkt diese Politik im gegenwärtigen Umfeld überhaupt noch. Zweitens, welche langfristigen Effekte hat diese Politik möglicherweise? Und wie stellt sich diese Geldpolitik aus deutscher Sicht dar?«

Die Problematik einer einheitlichen Geldpolitik für einen zwar einheitlichen Währungs- aber strukturell sehr unterschiedlichen Wirtschaftsraum mit unterschiedlichen Konjunkturzyklen zeigt sich nicht zuletzt in den stark divergierenden Zinsspreads zwischen den Ländern. Die extrem expansive Geldpolitik soll vor allem den Krisenländern helfen. Denen »laufen« die Zinsen aber dennoch »nach oben« davon, weil sie in dem einheitlichen Währungsraum »gefangen« sind und über ihnen mangels eigener monetärer Handlungsspielräume, insbesondere fehlender Wechselkurspielräume, stets das Insolvenzgespenst schwebt. So kommen diesen Ländern denn auch die positiven Wirkungen historisch niedriger Leitzinsen auf die Konjunktur kaum zugute. Vielmehr geraten die Problemländer, einmal, weil deren Risikoprämien dies weit überkompensieren, zum anderen, weil sie die erforderliche Konsolidierung vielfach statt durch nachhaltige Strukturreformen durch allgemeine Sparmaßnahmen und Steuererhöhungen angehen, immer tiefer in die Rezession.

Aus deutscher Perspektive hat diese Politik Vor- wie Nachteile. Die deutsche Regierung kann ihre Verschuldung zu außergewöhnlich günstigen Konditionen refinanzieren, teilweise, wie zuletzt bei den zweijährigen Schuldverschreibungen, wo der Ausgabekurs knapp unter dem Rücknahmekurs blieb, »verdient« sie sogar noch daran. Die Zinsausgaben aller deutschen öffentlichen Haushalte bewegen sich seit Mitte der 1990er Jahre, obwohl sich der Schuldenstand seitdem etwa verdoppelt hat, um die 65 Mrd. Euro. Die durchschnittliche Rendite öffentlicher Anleihen ist in der Zeit von knapp 6½ auf annähernd 3% gesunken. Nicht auszudenken, was wäre, wenn die Zinsen für deutsche Staatsanleihen wieder auf frühere Niveaus ansteigen würden. Was dann passieren würde, sehen wir in den Problemstaaten, die trotz zumeist niedrigerer Zinsen als vor Einführung der Währungsunion kaum mehr in der Lage sind, wegen zu hoher Schuldenstände ihre Zinsbelastungen zu tragen. Die Frage, was bei einem etwaigen Anziehen der Inflation, und dann auch der Zinsen, geschehen würde, scheint sich niemand zu stellen zu trauen. Auch wenn sich die durchschnittliche Rendite öffentlicher Anleihen erst allmählich erhöhen würde, würde das doch mehr und mehr die öffentlichen Haushalte belasten. Dass die Bundesrepublik ihre Anleihen trotz dieser

niedrigen, teils negativen Renditen überhaupt an den Finanzmärkten platzieren kann, liegt auch an den Anlagevorschriften für Banken und Versicherungen, an Regelwerken wie Basel III und Solvency und nicht zuletzt an dem schwindenden Vertrauen in die Eurozone und den Euro.

Verlierer dieser Niedrigzinspolitik sind die Sparer in Deutschland. Liegen die Zinssätze für Ersparnisse, nicht nur bei Banken, auch bei Lebensversicherungen und Versorgungswerken, unter der Inflationsrate, sinkt der reale Wert dieser Vermögen bzw. mindern sich die Zahlungen daraus. Die Steuern auf die noch erzielbaren Minimalrenditen reduzieren die Realrendite noch weiter. Wer spart, riskiert Realverluste. Gleichzeitig heizen diese niedrigen Zinsen die Nachfrage und Preise von Immobilien und letztlich die Mietpreise an. Die Flucht in Sachkapital wiederum birgt die Gefahr von Blasen. Von einer effizienten Allokation des Kapitals kann unter diesen Bedingungen nicht die Rede sein. Überdies belastet diese Geldpolitik – bzw. die Eurokrise, die wiederum diese Geldpolitik erforderlich macht – den Euro-Wechselkurs. Der Euro hat in den vergangenen zwölf Monaten gegenüber vielen Währungen deutlich an Wert eingebüßt; gegenüber dem US-Dollar hat er um 15% abgewertet. Dass der Wertverlust gegenüber dem US-Dollar nicht noch stärker ausfiel, dürfte an den ebenfalls nicht unerheblichen Schuldenproblemen in den USA gelegen haben. Die Abwertung verbessert zwar die preisliche Wettbewerbsfähigkeit, mit ihr wird aber auch Inflation importiert. Dies wurde bislang noch teils durch sinkende Rohstoffpreise kompensiert, zudem dämpfte die schwache Nachfrage den Preisaufrtrieb. Bei erneuter Eskalation der Eurokrise drohen weitere Wechselkursverluste bis hin zur Gefahr einer Abwertungsspirale.

Was wäre die Alternative? Die Geldpolitik wäre weniger expansiv, die Liquiditätsausstattung wäre weniger großzügig und die Zinsen wären generell höher. Für viele Staaten, nicht nur die akuten Euro-Krisenländer, wäre der Zinsdienst kaum mehr tragbar, Staatspleiten und damit das Auseinanderbrechen der Eurozone wären nicht nur nicht auszuschließen, sondern wohl unvermeidlich. Mit fortschreitender Lockerung der Geldpolitik gehen der EZB die Optionen für weitere Maßnahmen aus. Würde sich die Lage in Spanien und Italien gleichzeitig zuspitzen, wären die Euro-Rettungsschirme wohl zu klein. Dann bliebe nur noch die EZB oder der ESM mit Banklizenz. Der politische Druck wird denn auch größer, Staatsanleihen der Krisenländer zu kaufen. Doch dies ist unter den Notenbankern bzw. den verschiedenen Regierungen sehr umstritten. Der ehemalige Bundesbankpräsident Axel Weber und der ehemalige Chefvolkswirt der EZB Jürgen Stark, sind nicht zuletzt deshalb zurückgetreten, weil die EZB begonnen hatte, am Sekundärmarkt Anleihen der Krisenländer aufzukaufen, um deren Renditen zu drücken. Auch der jetzige Bundesbankpräsident Weidmann ist grundsätzlich gegen diese Form der

Staatsfinanzierung. Sollte es bei weiterer Eskalation der Eurokrise zu einem verstärkten Aufkauf von Staatsanleihen der Krisenländer kommen, läge hierin sicherlich erhebliches Konfliktpotenzial zwischen der EZB und verschiedenen nationalen Notenbanken, nicht nur der deutschen, sowie verschiedenen nationalen Regierungen.

Vielfach wird befürchtet, eine derartige Geldpolitik der EZB würde letztendlich in die Inflation führen. In der aktuellen, rezessiven Lage besteht zwar keine akute Gefahr. Aber es würde Inflationspotenzial aufgebaut. Soweit eine solche Geldpolitik aus der Krise führe, wären die Inflationsorgen wohl berechtigt. Hinzu kommt, dass nicht allein der Verbraucherpreisindex Inflationsmaßstab sein sollte. Die einseitige Ausrichtung des Augenmerks darauf, hat schon in der Vergangenheit mit dazu beigetragen, dass die Finanzkrise 2008/2009 nicht rechtzeitig und nicht in ihren Ausmaßen erkannt wurde. Nicht allein ein zu starker Anstieg der Verbraucherpreise ist zu vermeiden, sondern auch Blasen auf den Asset-Märkten, wie auf den Immobilienmärkten. Die gegenwärtig sehr niedrigen Zinsen bergen durchaus diese Gefahr in einzelnen Ländern wie Deutschland oder auch auf den internationalen Rohstoffmärkten. Die niedrigen Zinsen, Liquiditätsspritzen und Bankenrettungsprogramme verhindern zudem die notwendige Bereinigung des Finanzsystems. Solange es keine europäische Bankenaufsicht gibt, kann die Rettung von Banken in einzelnen Ländern wie Spanien nicht die Aufgabe von EFSF bzw. EMS oder der EZB sein. Vor allem aber wird befürchtet, dass es über weitere Ankäufe von Anleihen der Problemländer zu einer Vergemeinschaftung der Staatsschulden – ohne Kontrolle und Konditionierung – kommt und die Anreize dort für Reformen und Konsolidierung der Staatsfinanzen gemindert werden. Die bisherigen Verletzungen der Maastricht-Verträge, fortgesetzten Aufweichungen der Konsolidierungsvorgaben und stetigen Versuche der Hilfe benötigten Ländern sich damit verbundenen Reform- und Konsolidierungsvorgaben zu entziehen, stützen diese Befürchtungen. Die Folgen unbegrenzter und womöglich unkonditionierter Ankäufe von Staatsanleihen, egal ob durch die EZB oder einen ESM mit Banklizenz, wären langfristig kaum kalkulierbar; sie würden allenfalls vorübergehend für eine gewisse Entspannung sorgen.

Das Dilemma der Eurokrise liegt darin, dass die systemimmanenten Konstruktionsfehler der Eurozone entweder durch eine rasche, verstärkte Integration der Euroländer – also eine politische Union – gelöst oder die Eurozone entsprechend der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit seiner Mitglieder neu strukturiert werden müsste. Weder zu der einen noch zu der anderen Lösung sind aber die Regierungen in der Mehrzahl der Euroländer bereit. Die meisten Euro-Regierungen wollen in ihrem politischen Handlungsspielraum autonom bleiben und möglichst wenige Kompetenzen auf die Euroebene übertragen. Die Geldpolitik aber kann die Struktur- und

Wettbewerbsprobleme innerhalb der Eurozone nicht lösen, sie kann nur »Zeit kaufen«, d.h. die Liquidität für eine Übergangsphase zur Verfügung stellen. Die Lösung der Probleme der Eurozone liegt in der Hand der Regierungen der einzelnen Euroländer. Ein Weiter so wie bisher wird die Eurokrise nicht lösen, sondern die Probleme drohen sich bei unzureichenden Reformen eher zu verschärfen. Hinzu kommt, dass mit zunehmenden Aufkäufen von Staatsanleihen sowohl die EZB wie auch die Rettungsschirme EFSF bzw. ESM es sich immer weniger leisten werden können, die Länder, deren Anleihen sie halten, insolvent werden zu lassen – und damit erpressbar werden. Die EZB begäbe sich auf diese Weise immer stärker in die Abhängigkeit der Finanzpolitik – mit ungewissem Ende.



Gunther Schnabl*

Leitzinssenkung auf Allzeittief: Auf dem Weg in die japanische Nullzins- und Hochverschuldungsfalle?

Am 5. Juli 2012 hat die Europäische Zentralbank den Hauptrefinanzierungssatz auf ein historisches Tief von 0,75% gesenkt. Die Zinssenkung ist als weitere Stabilisierungsmaßnahme in Reaktion auf die schwelende europäische Schuldenkrise zu sehen. Längst ist aber der Leitzins nicht mehr das alleinige Steuerungsinstrument der Zentralbank. Unkonventionelle Geldpolitik in Form von Kaufprogrammen für Wertpapiere von Krisenstaaten, geringeren Qualitätsanforderungen an Sicherheiten sowie der Absenkung der Mindestreservequote trägt zur Stabilisierung von Krisenländern und Finanzmärkten bei. Der Geldmarktzins in der Eurozone konvergiert durch die unkonventionelle Geldpolitik – ähnlich wie in den USA und Japan – gegen null.

Die Europäische Zentralbank hat sich durch die beispiellose monetäre Expansion weit von ihrem ursprünglichen Ziel der Geldwertstabilität entfernt. Zwar hat Zentralbankpräsident Draghi auf den Erfolg historisch niedriger Inflationsraten im Euroraum hingewiesen, doch ziehen die geldpolitischen Rettungsaktionen immer weitere Kreise von einschneidenden Nebeneffekten. Mittelfristig zeigen sich inflationäre Effekte in Form von Boom-und-Krisen-Zyklen auf den internationalen Finanzmärkten. Langfristig kommt es zu einer schleichenden Verstaatlichung des Finanzsystems, die das Wachstum in Europa nachhaltig lähmen wird. Kein Land zeigt dies deutlicher als Japan, das nicht nur gut 15 Jahre vor Europa einen Boom-und-Krisen-Zyklus auf den Aktien- und Immobilienmärkten durchschritten hat, sondern auch wichtige Erfahrungen mit den Auswirkungen sehr expansiver Geldpolitik als Krisentherapie gemacht hat.

Während die europäische Schuldenkrise und das Absinken des Leitzinses gegen null weithin als Ereignisse gesehen

* Prof. Dr. Gunther Schnabl leitet das Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig.

werden, die mit der Einführung des Euro verbunden sind (Stichwort »Eurokrise«), fügt sich das Allzeitzinstief in ein verändertes Umfeld globaler geldpolitischer Entscheidungen seit Mitte der 1980er Jahre ein. Geldpolitische Entscheidungen blieben auf Preis- (und Outputentwicklungen) auf den Gütermärkten ausgerichtet, während die wirtschaftliche Entwicklung zunehmend auf den Finanzmärkten bestimmt wurde. Bei unveränderten Regelmechanismen folgte die Geldpolitik scheinbar weiter dem Ziel der Preisstabilität, wurde aber zunehmend als Instrument zur Finanzmarktstabilisierung eingesetzt.

Dieser Prozess ging von Japan und den USA aus. In Japan, wo die Exportindustrie eine zentrale Rolle für das Wachstum spielt, wurden seit den 1980er Jahren in Aufwertungsperioden des Yen die Zinsen stärker gesenkt (um die Aufwertung abzdämpfen) als sie in Abwertungsperioden erhöht wurden. In den USA wurde unter Alan Greenspan und Ben Bernanke eine ähnlich asymmetrische Politik mit Fokus auf die Vermögensmärkte verfolgt. Zwar sah die Federal Reserve Bank keine Notwendigkeit, gegen mögliche Übertreibungen auf den Vermögensmärkten zu intervenieren. Doch wurden in Reaktion auf stark fallende Vermögenspreise die Zinsen entschieden gesenkt.

Bedingt durch solche asymmetrische Geldpolitiken als Form des Krisenmanagements (vgl. Hoffmann und Schnabl 2011) sanken die Leitzinsen in den großen Volkswirtschaften schrittweise gegen null. Die auf Güterpreisstabilität ausgerichteten Zielgrößen der Zentralbanken wurden nicht verletzt, da mit der Integration Chinas und Mittel- und Osteuropas in die Weltwirtschaft ein globaler Deflationsdruck wirkte. Die von den Zentralbanken emittierte Liquidität wurde nicht mehr in die Güter-, sondern in die dadurch schnell wachsenden Finanzmärkte gelenkt.

Die Folge war eine von Japan ausgehende Welle von wandernden Blasen (vgl. Schnabl und Hoffmann 2008). Mitte der 1980er Jahre verursachten entschlossene Zinssenkungen als Mittel gegen Aufwertungsdruck auf den Yen eine Blase auf den japanischen Aktien- und Immobilienmärkten. Deren Platzen im Dezember 1989 löste das graduelle Absenken des japanischen Zinsniveaus gegen null aus. Diese geldpolitische Krisentherapie bewirkte Kapitalabflüsse nach Südostasien, wo diese Blasen auf den Aktien- und Immobilienmärkten einer Reihe von Tigerstaaten trieben, die mit der Asienkrise (1997/98) endeten. Es folgten – getrieben von erneuten Zinssenkungen in Reaktion auf Krisen – die Dotcom-Blase, die Übertreibungen auf dem US-Hypothekenmarkt, nicht nachhaltige Boomphasen auf den Aktien- und Immobilienmärkten Mittel- und Osteuropas, Irlands und Spaniens, Konsumeuphorien in Griechenland und Portugal, Überinvestition im chinesischen Immobilien- und Exportsektor, Spekulationsblasen auf den Weltrohstoffmärkten etc. Die geldpolitische Krisentherapie von heute ist die Ursache für

die Krise von morgen. Immer neue, immer größere Liquiditätsspritzen werden nötig, um Krisen einzudämmen.

Obwohl die Gefahr neuer spekulativer Blasen als Folge übermäßiger geldpolitischer Expansion inzwischen weithin anerkannt ist, werden die beispiellosen Zentralbankinterventionen zur Rettung von Banken, Finanzsystemen und Ländern als alternativlos angesehen, um den möglichen großen Zusammenbruch des Weltfinanzsystems zu verhindern. Die Folgen des graduellen Absenkens des Weltzinsniveaus gegen null bleiben aber nicht auf die Finanzmärkte beschränkt, sondern es entsteht ein Anreiz für steigende Staatsverschuldung, mit nachhaltigen Rückwirkungseffekten auf die Geldpolitik (vgl. Schnabl 2012a).

Übertriebene Boomphasen auf den Finanzmärkten generieren zunächst nicht erwartete Steuereinnahmen, die öffentliche Defizite reduzieren und Regierungen zu zusätzlichen Ausgaben verleiten. Der Staat bildet in Boomphasen in der Regel keine Rücklagen für die Folgekosten von geplatzten Blasen. Dies war lange Zeit auch nicht nötig, weil in Krisen die Finanzmärkte durch Zinssenkungen stabilisiert wurden. Die Finanzpolitik war damit lange von der antizyklischen Funktion in Boom und Krise befreit, die ihr Keynes zugeacht hatte. Sie war in »finanzpolitischen Fitterwochen«.

Ist jedoch bei null der Spielraum für Zinssenkungen weitgehend ausgereizt, dann steigt die öffentliche Verschuldungslast schnell an. Nach dem Platzen von Blasen ist ein »Bilanzeffekt« zu beobachten, der den Staat in höhere Verschuldung drängt. Da die Haushalte und Unternehmen Verluste auf ihre Vermögenswerte erleiden, bauen diese Verschuldung ab und schränken Konsum und Investitionen ein. Der Staat fühlt sich in der Pflicht, den negativen Konjunkturreffekt aus dem Rückgang der privaten Nachfrage durch eine kreditfinanzierte Ausweitung der Staatsausgaben auszugleichen. In Japan wurde beispielsweise seit dem Platzen der Blase eine lange Reihe von Konjunkturprogrammen mit Schwerpunkt auf die öffentliche Infrastruktur umgesetzt. In Reaktion auf die US-Hypothekenmarktkrise wurden auch in den USA und Deutschland große Konjunkturprogramme aufgelegt. Eine höhere Zinslast entstand für die Staaten trotz steigender Verschuldung nicht, da eine expansive – nun unkonventionelle Geldpolitik, z.B. in Form von direkten Ankäufen von Staatsanleihen – den Zins am langen Ende drückt.

Je mehr die Staatsverschuldung gewachsen ist, desto stärker ist der Druck auf die Zentralbanken, die Zinsen niedrig zu halten. Es kommt zur »Hysterese der Liquiditätsfalle« (vgl. Schnabl 2012a). Wenn einmal ein Zinsniveau von (nahe) null erreicht ist, kann der Leitzins nicht mehr angehoben werden, um das Risiko spekulativer Übertreibungen zu reduzieren. Denn der Zinsanstieg würde die Lasten des Staates potenzieren: Die Zinszahlungen auf den bestehenden Schul-

denberg und Neuverschuldung würde steigen. Der negative Konjunkturreffekt der Zinserhöhung würde neue keynesianische Konjunkturpakete nötig machen und zu Steuerausfällen führen. Steigende Instabilität im Finanzsektor würde weitere Rekapitalisierungen von Banken erzwingen. Alle Effekte zusammen würden die Risikoprämien auf öffentliche Anleihen weiter nach oben treiben.

Je mehr risikobehaftete Wertpapiere die Zentralbank im Zuge von unkonventioneller Geldpolitik in ihrer Bilanz angehäuft hat, desto geringer ist auch ihr eigener Anreiz aus der Niedrigzinspolitik wieder auszusteigen. Bei hohen Buchungsverlusten auf marode Vermögenswerte in ihrer Bilanz würde das Eigenkapital aufgezehrt. Die Zentralbank wäre auf die Rekapitalisierung durch den Staat angewiesen, was ihre Unabhängigkeit weiter einschränken würde. Das Leitzinsniveau verbleibt damit nahe null. Mit Hilfe von direkten Aufkäufen von Staatsanleihen kann das Zinsniveau am langen Ende weiter gedrückt werden, was einen erneuten Anreiz für steigende Staatsverschuldung setzt. Das Land sitzt in der Nullzins- und Hochverschuldungsfalle.

Doch damit ist die Signalfunktion des Zinses außer Kraft gesetzt. Der Zins zeigt nicht mehr das Risiko steigender (Staats-) Verschuldung an, da diese von der Zentralbank implizit garantiert wird. Ebenso erfüllt der Zins nicht mehr seine Allokationsfunktion, die zwischen Investitionsprojekten mit hoher erwarteter Rendite und Investitionsprojekten mit niedriger erwarteter Rendite trennt. Die Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen sinkt.

Kein Land zeigt diesen Prozess besser als Japan, wo seit dem Platzen der japanischen Blase in Dezember 1989 das kurzfristige Zinsniveau auf null gefallen und die Brutto-staatsverschuldung auf ein Rekordniveau von 235% des BIP gestiegen ist (vgl. Schnabl 2012b). Während der Leitzins seit 1999 bei (nahe) null verharrt, wurde das langfristige Zinsniveau durch Staatsanleihenkäufe der Zentralbank und der Geschäftsbanken – trotz immer weiter steigender Weltrekordverschuldung – Schritt für Schritt auf unter 2% gedrückt. Die Zinslasten des Staats blieben damit als Anteil des Staatshaushalts weitgehend unverändert.

Die Niedrigzinspolitik hält auch Banken mit schlechten Kreditportfolios (Zombiebanken) durch die Zufuhr von fast kostenloser Liquidität am Leben. Die Basel-Bestimmungen, nach denen Kreditvergabe an den Staat nicht mit Eigenkapital unterlegt werden muss, tragen dazu bei, dass in den Bilanzen der Geschäftsbanken Kredite an den privaten Sektor durch Staatsanleihen ersetzt werden. Die Eigenkapitalquoten der Banken sind durch die Nullzinspolitik geschönt. Würde das Zinsniveau angehoben, dann wären die meisten Banken bankrott und müssten – wir schon viele andere japanischen Finanzinstitute seit dem Platzen der Blase – verstaatlicht werden.

Mit der direkten und indirekten Verstaatlichung des japanischen Bankensektors wird auch der Unternehmenssektor subventioniert. Die Zombiebanken vergeben Kredite zu »nachsichtigen Konditionen«, um im Interesse der Regierung schmerzhaftige Restrukturierungen und Insolvenzen zu vermeiden. Ein »Gesetz zur Verbesserung der Finanzierung des Mittelstands« zwingt die japanischen Banken sogar, klein- und mittelständischen Unternehmen günstige Konditionen zu gewähren. Die großen Exportunternehmen werden subventioniert, weil die Niedrigzinspolitik den Aufwertungsdruck auf den Yen dämpft.

Die Grenzen zwischen Staat, Zentralbank, Finanzsektor und Unternehmen sind verschwommen. Marktwirtschaftliche Prinzipien wie Gewinnorientierung und Haftung sind aufgehoben. Durch die Nullzinspolitik, keynesianische Konjunkturprogramme sowie die Quasi-Verstaatlichung von Banken wird die gesamte japanische Volkswirtschaft schrittweise verstaatlicht. Lag der Anteil der privaten Investitionen am japanischen BIP im Jahr 1990 noch bei 32%, ist dieser auf 20% im Jahr 2011 abgesunken. Der Anteil der Staatsausgaben ist im gleichen Zeitraum von 13% auf 21% angestiegen. Der Nikkei 225 liegt heute mit knapp 9 000 Punkten weit unter dem Niveau von 15 000 Punkten zu Beginn der japanischen Blase im Jahr 1985.

Trotz wesentlicher Unterschiede hinsichtlich des Verlaufs von Boom, Krise und Krisentherapien hat die Europäische Währungsunion einen ähnlichen wirtschaftspolitischen Entscheidungspfad wie Japan beschritten. Es besteht keine Aussicht auf einen zeitnahen Ausstieg aus dem Allzeitzinstief. Ebenso ist eher die Ausweitung der unkonventionellen Geldpolitik als deren Rückführung zu erwarten. Die Staatsverschuldung steigt in den Krisenländern weiter. In Deutschland steigt – trotz robuster wirtschaftlicher Entwicklung – die erwartete Staatsverschuldung aufgrund der hohen Kosten der Rettungsmaßnahmen an.

Der europäische Fiskalpakt kann zwar ein ähnliches Ansteigen der Staatsverschuldung wie in Japan vermeiden helfen. Doch werden de facto die Finanzierungslasten des Krisenmanagements nur von den nationalen Regierungen zur Europäischen Zentralbank verschoben. Wie in Japan und den USA ist damit eine Verstärkung der sehr expansiven Geldpolitik zu erwarten. Nicht nur die Banken in den derzeitigen Krisenstaaten bleiben vom Allzeitzinstief abhängig, sondern auch die Banken in Deutschland (und anderen Retterländern), die hohe Forderungen gegenüber den Krisenstaaten halten. Die Stresstests für das europäische Bankensystem werden durch die sehr expansive Geldpolitik geschönt. Der Weg Europas in die Niedrigzins- und Hochverschuldungsfalle scheint unvermeidlich.

Auch wenn die beispiellose geldpolitische Expansion aufgrund der trüben Konjunkturaussichten nicht mit Inflation

auf den Gütermärkten verbunden ist, zeichnen sich schmerzhaft Einschnitte ab. Zum einen hat die sehr expansive Geldpolitik trotz Güterpreisstabilität Umverteilungswirkungen. Im Verlauf von Boom-und-Krisen-Zyklen profitieren die Akteure in den Finanzmärkten mehr von den großzügigen Liquiditätsspritzen der Zentralbanken als andere Bevölkerungsschichten, die später die Kosten der Krise tragen. Seit der Jahrtausendwende sind beispielsweise die Gehälter im deutschen Finanzsektor deutlich stärker gestiegen als in den meisten anderen Sektoren der Volkswirtschaft. Zu beobachten ist auch eine Umverteilung von den Aktionären der Finanzinstitute (fallende Aktienkurse) zum Management (hohe Gehälter). Auf supranationaler Ebene wird durch die Sozialisierung der Kosten der Krise in der Bilanz der Europäischen Zentralbank wohl auf Dauer von Deutschland in die Krisenstaaten umverteilt.

Zum anderen zementiert die Quasi-Verstaatlichung des Finanzsystems strukturelle Verkrustungen, was das Wachstum lähmt und den Wohlstand gefährdet. In Japan ist das durchschnittliche reale Lohneinkommen seit Ende der 1990er Jahre um knapp 1% pro Jahr gefallen. Die Zins-einkünfte und Dividenden haben sich seit dem Platzen der Blase fast halbiert. Insbesondere für den deutschen Sparer und Steuerzahler dürften damit weitere Lasten in Form von realer Entwertung von Ersparnissen, steigender Staatsverschuldung, höherer Steuerbelastung bzw. erzwungener Lohnzurückhaltung aufgrund steigender Staatsverschuldung zu erwarten sein.

In Europa dürften sich in einer Phase anhaltender Stagnation – wie sie in Japan seit mehr als zwei Dekaden zu beobachten ist – die Verteilungskonflikte mehren. Die Akzeptanz des europäischen Integrationsprozesses würde weiter untergraben. Dies sollte Anlass genug zu einer wirtschaftspolitischen Umkehr sein, die marktwirtschaftliche Grundprinzipien wie Haftung und Gewinnorientierung sowie die Allokations- und Signalfunktion von Zinsen und Preisen wiederherstellt. Nur so können – trotz hoher Anpassungskosten – Wachstum und Wohlstand in Europa gesichert werden.

Literatur

Hoffmann, A. und G. Schnabl (2011), »A Vicious Cycle of Manias, Bursting Bubbles and Asymmetric Policy Responses – An Overinvestment View«, *The World Economy* 34(3), 382–403.

Schnabl, G. (2012a), »Monetary Policy Reform in a World of Central Banks«, *Global Financial Markets Working Paper* 26.

Schnabl, G. (2012b), »Die japanischen Lehren für die europäische Krise«, *Global Financial Markets Working Paper* 36.

Schnabl, G. und A. Hoffmann (2008), »Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – An Overinvestment View«, *The World Economy* 31(9), 1226–1252.