

Demary, Markus

**Article**

## Lassen sich aus den Ursachen des Niedrigzinsumfeldes Wege für eine Zinswende ableiten?

Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung

**Provided in Cooperation with:**

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Demary, Markus (2016) : Lassen sich aus den Ursachen des Niedrigzinsumfeldes Wege für eine Zinswende ableiten?, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, ISSN 1861-1559, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 85, Iss. 1, pp. 159-172, <https://doi.org/10.3790/vjh.85.1.159>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/170594>

**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.*

---

# Lassen sich aus den Ursachen des Niedrigzinsumfeldes Wege für eine Zinswende ableiten?

MARKUS DEMARY

---

Markus Demary, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, E-Mail: demary@iwkoeln.de

---

**Zusammenfassung:** Das Umfeld niedriger Zinsen ist weniger auf die Geldpolitik, sondern mehr auf globale Trends in der Investitionsnachfrage und in der Sparneigung sowie einen krisenbedingten Rückgang der Investitionen zurückzuführen. Mittelfristig kann die Überwindung der Bilanzrezession zu höheren Investitionen und darüber zu einem höheren Zinsniveau führen. Ein höherer natürlicher Realzins würde es den Zentralbanken ermöglichen, ihre Leitzinsen zu erhöhen, ohne die wirtschaftliche Erholung zu bremsen. Ein höherer natürlicher Realzins ist auch für die Wirksamkeit der Geldpolitik förderlich, um die Probleme durch das Erreichen der Nullzinsgrenze in Zukunft seltener auftreten zu lassen. Dies macht zudem Strukturreformen erforderlich, die die Auswirkungen der demografischen Entwicklung auf die Ersparnis und den natürlichen Realzins abmildern.

**Summary:** The low interest rate environment is less due to monetary policy and more due to global trends in investment and savings as well as a crisis-induced reduction in investment. Finishing the balance sheet recession can lead to a higher interest rate level in the medium-run through higher investment. A higher natural real interest rate would enable central banks to lift their policy interest rates without hindering economic recovery. A higher natural real interest rate level would also foster the efficacy of monetary policy by making future problems arising from the zero lower bound less frequent. For this, structural reforms, which dampen the effects of demography on savings and on the natural real interest rate, are needed.

→ JEL Classification: E21, E22, E31, E43, E44, E52

→ Keywords: Deflation, inflation, interest rates, investment, monetary policy, savings, Zero Lower Bound

---

## I Die ökonomische Relevanz des Niedrigzinsumfelds

Seit den 1990er Jahren sinken nicht nur die nominalen Zinsen, sondern auch die realen, d.h. inflationsbereinigten, Zinsen. Mittlerweile sind nicht nur die realen Zinsen in vielen entwickelten Volkswirtschaften negativ, sondern es resultierten auch negative Zinsen auf ausfallsichere Staatsanleihen aus einer krisenbedingte Flucht in den sicheren Hafen. Inzwischen muss allerdings davon ausgegangen werden, dass negative nominale Zinsen zu einer neuen Normalität gehören könnten. Denn neben der Europäischen Zentralbank (EZB) und den Zentralbanken von Dänemark, Schweden und der Schweiz erhebt seit Februar 2016 auch die Bank of Japan einen negativen Zins auf Zentralbankguthaben. Die Problematik eines solchen Niedrigzinsumfeldes liegt in seiner Persistenz, denn eine längere Periode niedriger oder gar negativer Zinsen kann systematisch Gewinner und Verlierer hervorbringen (Demary und Niehues 2015).

Niedrige Zinsen bedeuten niedrige Erträge für diejenigen, die für die Zukunft sparen. Gleichzeitig bringen sie niedrigere Zinsaufwendungen für Schuldner mit sich, die z.B. den Kauf einer Immobilie über einen Kredit finanzieren. Eine länger anhaltende Phase niedriger, aber auch hoher Zinsen zieht Verteilungseffekte nach sich, denn jüngere Haushalte halten weniger Vermögen in zinstragenden Aktiva als ältere Haushalte. Gleichzeitig weisen die jüngeren Haushalte vergleichsweise höhere Hypothekenschulden auf. Für die jüngeren Haushalte kann ein Umfeld sinkender Zinsen vorteilhaft sein, wenn der Zinsrückgang auf Guthaben kleiner ausfällt als die Zinsersparnis auf ihre Kredite. Für die älteren Haushalte führt ein Zinsrückgang aufgrund ihrer niedrigen Schulden vor allem zu einem Rückgang ihrer Zinserträge (Demary und Niehues 2015).

Ein Niedrigzinsumfeld hat aber noch weitere Auswirkungen. Denn der Haushaltssektor hält in vielen Ländern einen Großteil seines Geldvermögens über Intermediäre, wie Banken und Versicherungen. Deren Stabilität ist durch ein persistentes Niedrigzinsumfeld gefährdet. So sanken die Zinserträge und die Zinsaufwendungen der Banken in den letzten Jahren nicht im gleichen Ausmaß, so dass sich deren Zinsergebnis reduzierte (Demary und Matthes 2014). Die Lebensversicherungsgesellschaften haben in Deutschland in der Hochzinsphase der 1980er Jahre und der 1990er Verträge mit einem Garantiezins von 3,5 bis 4 Prozent über die gesamte Vertragslaufzeit abgeschlossen. Dieser Garantiezins kommt deshalb unter Druck, weil Versicherungen aufgrund von Regulierung ausfallarme Staatsanleihen halten. Niedrige und negative Renditen auf Staatsanleihen bringen ein von den Haushalten stark nachgefragtes Produkt der Altersvorsorge unter Druck (Demary und Matthes 2014).

Zudem entstehen in einem Niedrigzinsumfeld Deflationsgefahren. Diese resultieren aus dem Erreichen der Nullzinsschranke, was den Expansionsgrad der konventionellen Geldpolitik einschränkt und damit die Inflationserwartungen der Wirtschaftsteilnehmer aus ihrer Verankerung lösen kann.

Die skizzierten Probleme eines persistenten Niedrigzinsumfelds erfordern ein mittelfristig höheres Zinsniveau. Zwar sehen Kritiker die Geldpolitik als ursächlich für das Niedrigzinsumfeld an (Freytag und Schnabel, 2015). Demnach halten die Zentralbanken die Zinsen künstlich niedrig und müssten zum Ausstieg aus dem Niedrigzinsumfeld nur ihre Leitzinsen anheben. Doch muss hier beachtet werden, dass Zentralbanken Zinsen beeinflussen, um ihre Mandate zu erfüllen. Sie können ihre Leitzinsen nicht unabhängig von wirtschaftlichen Entwicklungen erhöhen, sondern müssen auf diese Entwicklungen reagieren (Fama 2013). Deshalb beschränkt sich dieser Artikel nicht auf die Geldpolitik, sondern analysiert die Gründe für das Niedrigzinsumfeld in

einem gesamtwirtschaftlichen Kontext, um aus diesen Ergebnissen Handlungsempfehlungen für die Wirtschaftspolitik und die Geldpolitik abzuleiten.

## 2 Die Ursachen des Niedrigzinsumfelds

In einer Volkswirtschaft existiert eine Vielzahl an Zinsen, wie Bankzinsen auf Einlagen und Kredite, aber auch Renditen auf handelbare Schuldverschreibungen. Letztere weisen eine unterschiedlich lange Laufzeit auf und beschreiben die Zinsstruktur. Eine Erkenntnis der empirischen Finanzmarktforschung ist, dass die Dynamik der Zinsstruktur in die Dynamik ihres Niveaus, ihrer Steigung und ihrer Krümmung zerlegt werden kann (Dai und Singleton 2000; Rudebusch und Wu 2008). Der Niveau-Faktor ist dabei zu einem großen Teil durch langfristige Inflationserwartungen und den langfristigen Realzins bestimmt, während die Steigung und Krümmung zu einem großen Teil durch die Geldpolitik beeinflusst werden (Bekaert et al. 2010; Kozicki und Tinsley 2010). Eine Analyse des Niedrigzinsumfeldes erfordert neben einer Analyse der Geldpolitik auch eine Analyse der Inflationserwartungen und des Realzinses.

### 2.1 Sinkende Inflation und sinkender natürlicher Realzins

Zwei Niveaufaktoren der Zinsstruktur sind die Inflationserwartungen und der natürliche Realzins (Bekaert et al. 2010; Kozicki und Tinsley 2010). Der natürliche Realzins bestimmt das langfristige Zinsniveau einer Volkswirtschaft bei stabilen Preisen und voll ausgelasteten Kapazitäten aus dem Gleichgewicht aus Investitionsnachfrage und Ersparnis (Blanchard et al. 2015). Ehe auf Veränderungen dieser Faktoren im Zeitablauf geschlossen werden kann, ist ein Blick auf die zeitliche Entwicklung von Inflationsrate und Nominalzinsen erforderlich.

Abbildung 1 enthält die Medianwerte von Nominalzinsen, Inflationsraten und Realzinsen der Länder Österreich, Belgien, Kanada, Frankreich, Deutschland und USA, für die diese Daten seit 1970 verfügbar sind. Die Abbildung lässt die folgenden Beobachtungen zu:

- In den 1970er Jahren waren Nominalzinsen und Inflationsraten hoch, während die Realzinsen niedrig und zeitweise auch negativ waren.
- In den 1980er Jahren sanken Nominalzinsen und Inflationsraten, während die Realzinsen stiegen.
- Seit den 1990er Jahren verlaufen die Inflationsraten nahezu stabil, während Nominalzinsen und Realzinsen sinken.

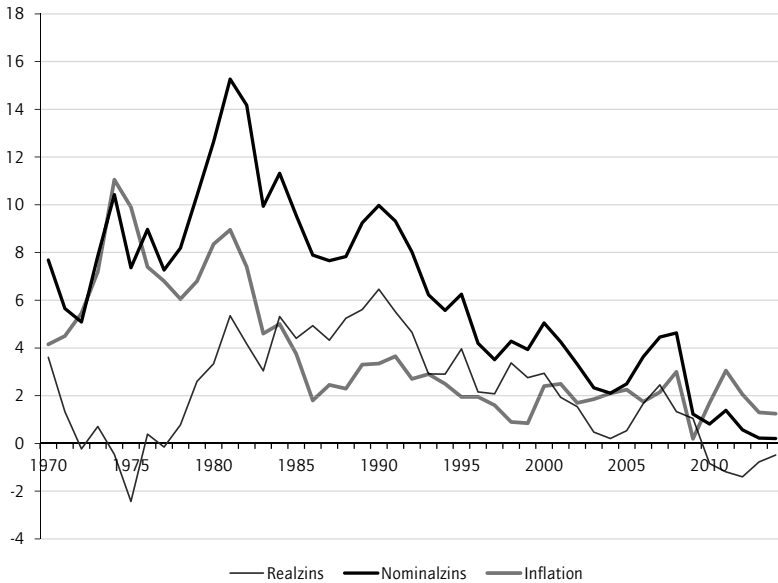
Während der Rückgang der Inflation seit ihrem Höhepunkt in den 1970er Jahren auf eine disinflationäre Geldpolitik und eine zunehmende Präferenz der Zentralbanken für niedrige Inflationsraten seit dem 1980er Jahren erklärt werden kann, so bedarf es für den Rückgang des Realzinses ab den 1990er Jahren einer tiefergehenden Analyse.

Abbildung 2 zeigt den Median der Realzinsen der OECD-Länder von 1990 bis 2014 abgetragen gegen den Median der Bruttosparquoten bzw. der Investitionsquoten der OECD-Länder. Es zeigt sich, dass die Realzinsen von rund 6,5 Prozent im Jahr 1990 auf rund -0,5 Prozent im Jahr 2014

Abbildung 1

**Nominalzinsen, Realzinsen und Inflation**

Median der Länder Belgien, Deutschland, Frankreich Kanada, Österreich und USA



Quelle: OECD, eigene Berechnung.

gefallen sind, während die Bruttosparquoten sowie die Investitionsquoten annähernd konstant geblieben sind. Da jeder Punkt in diesem Diagramm einen Schnittpunkt aus Investitionskurve und Sparkurve darstellt, kann der Rückgang der Realzinsen nur durch eine Verschiebung der Sparkurve nach außen und/oder durch eine Verschiebung der Investitionskurve nach innen erfolgt sein (Rachel und Smith 2015; Bean et al. 2016). Da bei einem niedrigeren Zinsniveau die Sparbereitschaft für sich genommen sinkt, erklärt sich die Konstanz der Bruttosparquote durch eine vom Zins unabhängige höhere Spartätigkeit. Ähnlich verhält es sich bei den Investitionen. Da bei einem niedrigeren Zinsniveau die Investitionsnachfrage höher ausfällt, kann die konstante Investitionsquote durch einen von Zins unabhängigen Rückgang der Investitionen möglich sein.

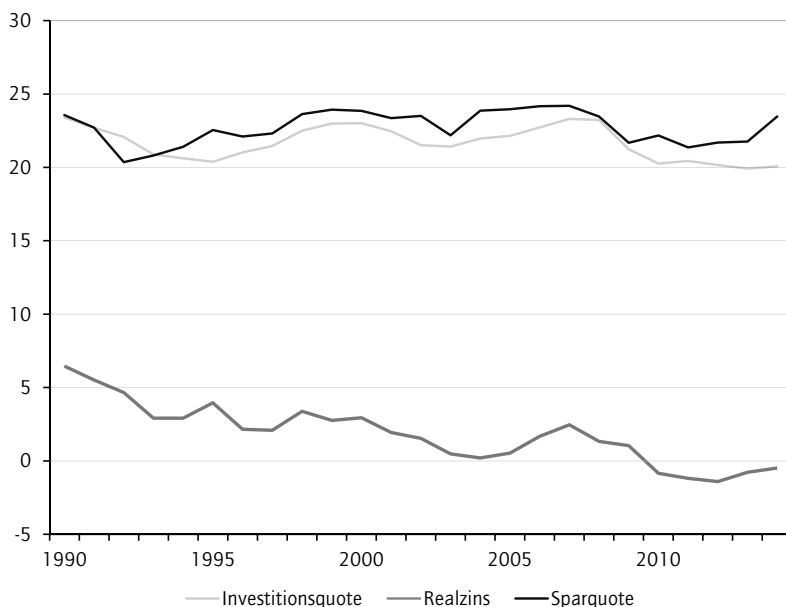
Der Anstieg der Sparneigung lässt sich durch folgende exogenen Faktoren erklären:

- Aufgrund eines höheren Wirtschaftswachstums in den Emerging Markets und deren Erfahrungen aus der Asienkrise stieg deren Ersparnis an (Bernanke 2005). Bean et al. (2016) nennen hier auch den Anstieg der Ersparnis in China durch die chinesischen Leistungsbilanzüberschüsse.
- Ein Anstieg der durchschnittlichen Sparquote kann durch die demografische Entwicklung verursacht worden sein, insbesondere durch den Rückgang des Anteils der Kinder und Rentner gegenüber dem Anteil der Erwerbspersonen (Baldwin und Teulings 2014). Im Durchschnitt der OECD-Länder ist der Anteil der unter 15-Jährigen sowie der über 64-Jährigen in Prozent der Erwerbsbevölkerung von 63 Prozent im

Abbildung 2

### Investitionsquote, Sparquote und Realzinsen

Median über 24 OECD-Länder, Bruttoersparnis in Prozent des Bruttoinlandsprodukts, Realzinsen in Prozent pro Jahr



Quelle: OECD, eigene Berechnung.

Jahr 1960 auf 52 Prozent im Jahr 2014 gefallen (Weltbank 2016a). Da Kinder und Rentner für gewöhnlich geringere Sparquoten aufweisen als die Erwerbspersonen, konnte die geburtenstarke Kohorte der Baby-Boomer, die aktuell noch im Erwerbsleben ist, die durchschnittliche Sparquote anheben. Lukasz und Smith (2015) beziffern den Rückgang des natürlichen Realzinses aufgrund der Demografie auf 90 Basispunkte. Dieser Trend kann sich aber umkehren, sobald die Babyboomer in Rente gehen (Abel 2001). Takáts (2010) schätzt für die USA, dass durch die Entspargung der Baby-Boomer die Hauspreise um 80 Basispunkte pro Jahre fallen werden. Ein ähnlicher Effekt könnte auch bei zinstragenden Aktiva möglich sein.

- Ein längere Rentenphase macht eine höhere Ersparnis über die Dauer des Erwerbslebens erforderlich, sofern der Alterskonsum den bisherigen Status Quo einigermaßen halten soll (Baldwin und Teulings 2014; Weizsäcker 2014, Bean et al. 2016). Die Lebenserwartung stieg in den OECD-Ländern von durchschnittlich 67 Jahren im Jahr 1960 auf durchschnittlich 80 Jahre im Jahr 2013 (Weltbank 2016b). Das Renteneintrittsalter ist im gleichen Zeitraum von 64 Jahren auf 63 Jahren leicht gefallen (OECD 2015).
- Ein Anstieg der Einkommensungleichheit kann ebenfalls zu einem Anstieg der Sparneigung führen (Rachel und Smith 2015). Dieser Zusammenhang entsteht dadurch, dass vermögensreiche Haushalte über eine höhere Sparquote verfügen als vermö-

gensarme Haushalte. Über eine Zunahme der Ungleichheit steigt dann die durchschnittliche Sparquote an.

Für den Rückgang der Investitionsneigung können folgende exogene Faktoren verantwortlich sein:

- Ein langsames Wachstum bei der Anzahl der Erwerbspersonen führt bei einem konstant bleibenden Verhältnis aus Kapitalstock zu Erwerbspersonen zu einem geringeren Wachstum des Kapitalstocks. Wenn der Kapitalstock weniger stark wachsen muss, sind weniger hohe Investitionen notwendig (Bean et al. 2016). Das jährliche Wachstum der Anzahl der Erwerbspersonen in den OECD-Ländern hat sich von 1,4 Prozent pro Jahr im Jahr 1961 auf 0,3 Prozent im Jahr 2014 verlangsamt (Weltbank 2016c).
- Die Investitionen der Unternehmen sind weniger kapitalintensiv geworden, da sie stärker in Informationstechnologie investieren (Bean et al. 2016). Zudem kann eine steigende Bedeutung der Dienstleistungsbranchen zu weniger kapitalintensiven Investitionen führen.
- Die öffentlichen Investitionen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind von 5 Prozent des BIP in den 1960er Jahren auf 3 Prozent des BIP im Jahr 2012 gefallen (IWF 2015). Zudem bestehen auch Komplementaritäten zwischen öffentlichen und privaten Investitionen.

## 2.2 Rückgang des risikolosen Zinses

Eine andere Erklärung des Niedrigzinsumfeldes liegt in einem Rückgang des risikofreien Zinses aufgrund eines Rückgangs des Angebots an ausfallsicheren Aktiva und einer gesteigerten Nachfrage nach diesen Aktiva (Caballero und Farhi 2014; Bean et al. 2016). Nach dem Capital Asset Pricing Modell (CAPM) möchten Investoren für ihren Kaufkraftverzicht sowie für ihr eingegangenes Risiko kompensiert werden. Demnach besteht jede Rendite aus dem risikofreien Zins zuzüglich eines Risikoaufschlags (Sharpe 1964).

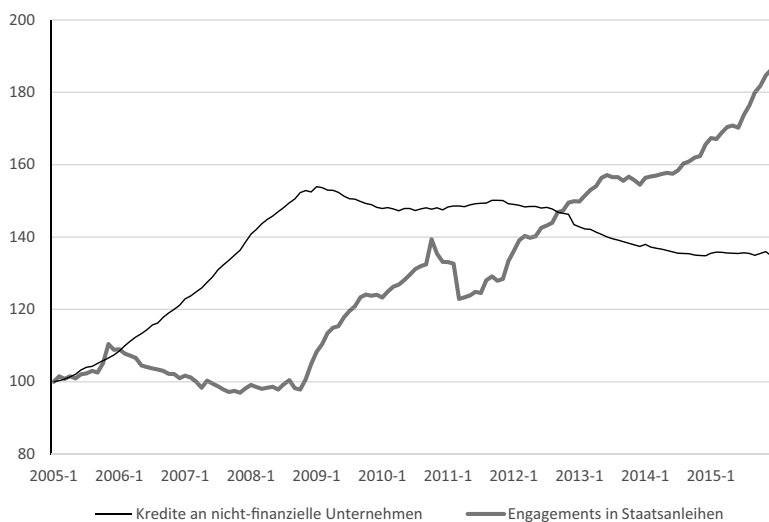
Nach der Safe-Asset-Shortage Hypothese von Caballero und Farhi (2014) ist der Rückgang des risikofreien Zinses auf einen Rückgang im Angebot von hypotheke-besicherten Wertpapieren und Staatsanleihen zurückzuführen. Beide Asset-Klassen galten zu Beginn der Immobilienkrise in den USA und der Staatsschuldenkrise im Euroraum als risikoarm. Durch die Neubewertung von hypotheke-besicherten Wertpapieren nach dem Platzen der Immobilienblase in den USA und der Neubewertung der Staatsanleihen der Euro-Länder im Zuge der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum ist das Angebot an sicheren Anlagen gesunken (Caballero und Farhi 2014). Die Autoren geben einen Rückgang von 2007 bis 2011 von 37 Prozent des globalen BIP auf 18 Prozent des globalen BIP an.

Die hohe Nachfrage nach ausfallsicheren Anlagen entstand durch eine Flucht in sichere Häfen. Im Nachgang zur Asienkrise haben die Schwellenländer ihre Engagements in ausfallsichere US-Staatsanleihen stark ausgeweitet (Bean et al. 2016). Im Zuge der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum kam es über eine Flucht der Investoren in Sicherheit und Liquidität zu einer sehr starken Nachfrage nach Bundesanleihen, so dass deren Renditen temporär negativ wurden.

Abbildung 3

### Kredite an Unternehmen und Engagements in Staatsanleihen

Index: Januar 2005 = 100



Quelle: Europäische Zentralbank, eigene Berechnungen.

Die Nachfrage nach sicheren Anlagen kann aber auch aufgrund der Finanzmarktregulierung, insbesondere der Liquidity Coverage Ratio (LCR) gestiegen sein. Diese privilegiert Staatsanleihen als besonders liquide Assets (Demary und Schuster 2013). Eine hohe Nachfrage nach Staatsanleihen des Euroraums kann zudem daraus resultieren, dass diese von Banken nicht mit Eigenkapital unterlegt werden müssen (Demary 2015). Aus Abbildung 3 ist ersichtlich, dass die Banken des Euroraums ihre Kreditvergabe an Unternehmen zurückgefahren haben, während sie ihre Engagements in Staatsanleihen erweitert haben.

### 2.3 Schuldenabbau und Bilanzrezession

Niedrige Zinsen können aber auch die Konsequenz aus einer noch nicht überwundenen Bilanzrezession sein (Koo 2015). Diese entsteht, wenn ein Kreditboom durch das Platzen einer Immobilienblase beendet wird und überschuldete Unternehmen und Haushalte ihre Schulden reduzieren müssen. Die Entschuldung hat dann Vorrang vor Investitionen, so dass die Investitionsneigung auch deswegen sinken wird (vgl. 2.1). Eine Bilanzrezession verläuft zudem deutlich länger und schärfer als eine normale Rezession, da die Konsum- und Investitionszurückhaltung das Wachstum der Wirtschaft verlangsamt, was wiederum den Schuldenabbau erschwert (Buttigione et al. 2014). Abbildung 4 zeigt, dass der Prozess des Schuldenabbaus im Euroraum sehr schwierig ist und die Investitionstätigkeit lange Zeit dämpfen dürfte.

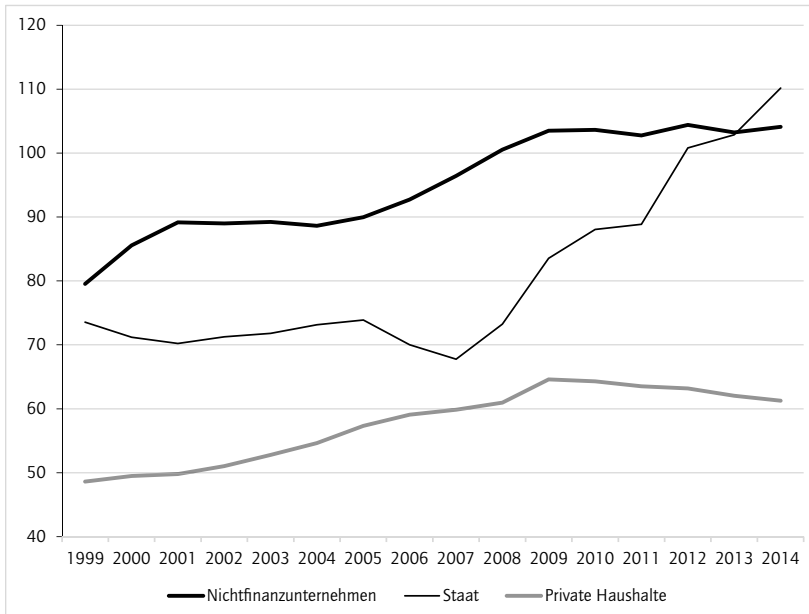
Zudem schränken die hohen Schuldenstände die Spielräume einer Zentralbank ein, die Zinsen zu erhöhen (Demary und Matthes 2014; Demary und Hüther 2015a). Denn höhere Zinsen können die Schuldentragfähigkeit nachteilig beeinflussen. Durch eine Gefährdung der Schulden-



Abbildung 4

**Schuldenquoten im Euroraum**

In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Europäische Zentralbank, Eurostat, eigene Berechnungen.

tragfähigkeit kann die Bilanzrezession verstärkt werden, was eine Überwindung des Niedrigzinsumfeldes zusätzlich erschwert.

## 2.4 Geldpolitik und Deflationsrisiken an der Nullzinsgrenze

Die Geldpolitik ist nicht losgelöst vom Realzins einer Volkswirtschaft. Dies zeigt sich anhand der Taylor-Regel (Taylor 1993):

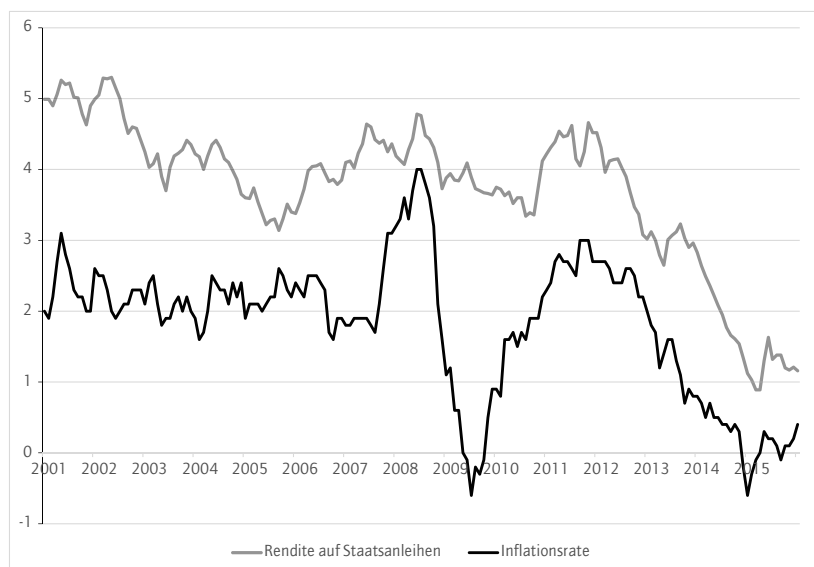
$$\dot{i}_t = i^* + \pi_t + 0,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(y_t - y^*)$$

Wenn die Inflation dem Inflationsziel entspricht und das BIP dem Potentialoutput, dann entspricht der neutrale reale Zentralbankzins dem natürlichen Realzins. Die Taylor-Regel hat somit den natürlichen Realzins und das Inflationsziel der Zentralbank als Niveaufaktor. Abweichungen der Inflation und des BIP von ihren Zielwerten führen zu zyklischen Schwankungen des Zentralbankzinses, sofern die Geldpolitik Inflation und BIP zu ihren Zielwerten zurückführen kann. Bei den hier unterstellten Parametern der Gleichung ist dies jedoch der Fall.

Sinkt der natürliche Realzins, so hat dies Implikationen für die Geldpolitik, sobald die Nullzinsgrenze erreicht ist (Demary und Hüther 2015b). Ein negativer natürlicher Realzins würde dazu führen, dass ein realer Zentralbankzins von 0 Prozent zu hoch ist. In diesem Fall entstehen Deflationserwartungen, sofern die Wirtschaftsteilnehmer erwarten, dass die Zentralbank ihr Inflationsziel aufgrund der Nullzinsschranke nicht effektiv verteidigen kann. Die effektive Zins-

Abbildung 5

### Entwicklung von Inflationsrate und Median der Rendite auf Staatsanleihen Euroraum, in Prozent



Quelle: Europäische Zentralbank, eigene Berechnungen.

untergrenze liegt unter, aber möglicherweise nahe 0 Prozent. Denn ein geringer negativer Zins kann als Gebühr für die sichere Lagerung von liquiden Mitteln interpretiert werden.

Die Hypothese, dass ein negativer natürlicher Realzins die Geldpolitik einschränkt, scheint für den Euroraum recht plausibel zu sein. Zwar können unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen, wie Forward Guidance und Quantitative Easing die längerfristigen Marktzinsen senken, wenn der Zentralbankzins die Zinsuntergrenze erreicht hat. Doch zeigt sich, dass diese Maßnahmen in bank-basierten Finanzsystemen, wie dem Euroraum und Japan, nur eingeschränkt erfolgreich sind, während sie in kapitalmarkt-basierten Finanzsystemen, wie den USA, erfolgreicher zu sein scheinen. Aus Abbildung 5 ist ersichtlich, dass die Geldpolitik aufgrund der sinkenden Zinsen als expansiv betrachtet werden kann, während sie aufgrund der fallenden Inflationsrate nicht expansiv erscheint. Die Berechnungen aus Tabelle 1 bestätigen dies. Dort enthalten sind der Inflation-Gap, d.h. die Abweichung der Inflationsrate vom Inflationsziel der EZB, der Output-Gap, das heißt die Abweichung des BIP vom Potentialoutput, sowie der Leitzins der EZB. Darunter enthalten sind Berechnungen des hypothetischen Leitzinses einer Taylor-Regel für verschiedene unterstellte natürliche Realzinsen von  $-0,5$  Prozent bis  $1,5$  Prozent. Selbst für den natürlichen Realzins von  $1,5$  Prozent empfiehlt die Taylor-Regel für das Jahr 2015 einen negativen Leitzins. Für die Jahre davor gelangt sie jedoch zu deutlich höheren Leitzinsen als von der EZB implementiert. Zu der beobachteten fallenden Inflationsrate im Euroraum passt ein negativer natürlicher Zins deutlich besser. Dem kann zwar entgegengehalten werden, dass der Rückgang der Inflation auch auf einen Rückgang des Ölpreises zurückzuführen ist. Doch die Berechnungen zeigen, dass die EZB den Leitzins nicht künstlich niedrig hält, sondern dass die negativen Inflation- und Output-Gaps es ihr nicht erlauben, einen höheren Leitzins zu setzen.

Tabelle 1

**Natürlicher Realzins und Taylor-Regel für den Euroraum**

In Prozent

	2012	2013	2014	2015
Inflation-Gap	0,2	-0,4	-0,3	-1,8
Output-Gap	-2,6	-3,4	-3,3	-2,7
EZB-Leitzins	0,88	0,54	0,16	0,05
Taylor-Zins für einen unterstellten natürlichen Realzins von				
$r^* = 1,5$	2,4	1,1	1,3	-0,7
$r^* = 0,5$	1,4	0,1	0,3	-1,7
$r^* = 0,0$	0,9	-0,4	-0,2	-2,2
$r^* = -0,5$	0,4	-0,9	-0,7	-2,7

Quelle: OECD, Europäische Zentralbank, eigene Berechnung.

Vergleichbare Berechnungen zeigen, dass diese Einschränkung für die USA weniger stark als für den Euroraum ist.

### 3 Ausstiegsvoraussetzungen

Für den Ausstieg aus dem Niedrigzinsumfeld benötigen Zentralbanken neben einer Normalisierung von Inflation und BIP-Wachstum auch ein Ausstiegsziel, d.h. einen Zielwert für den neutralen Zentralbankzins in der näheren Zukunft, sowie einen Anpassungsweg dorthin (Demary und Matthes 2014). Möglicherweise sind aber noch weitere wirtschaftspolitische Maßnahmen erforderlich, die es der Zentralbank ermöglichen, ihren Leitzins anzuheben, ohne die wirtschaftliche Entwicklung nachteilig zu beeinflussen. Dazu gehört eine Erhöhung des natürlichen Realzinses, sofern dieser niedrig oder negativ ist, worauf die Daten aber hindeuten.

#### 3.1 Ausstiegsziel und Anpassungsweg

Bevor eine Zentralbank ihren Leitzins erhöhen kann, muss sie klären, auf welchen Zielwert der Leitzins gebracht werden muss. Der Federal Reserve Act von 2015 schlägt hierzu gemäß der Taylor-Regel vier Prozent vor (House of Representatives 2015). Dieser Wert setzt sich zusammen aus zwei Prozent natürlichem Realzins und einem Inflationsziel von zwei Prozent. Gemäß der obigen Analyse ist die Annahme eines natürlichen Realzinses von zwei Prozent für den Euroraum und auch für die USA zu hoch. Nach Überwindung der Bilanzrezession sind unter Berücksichtigung des trendmäßig fallenden Realzinses vermutlich ein neutraler Realzins von einem Prozent und damit ein neutraler, nominaler Zentralbankzins von drei Prozent realistischer. Es ist zu beachten, dass Schätzwerte des neutralen Zinses mit hoher Unsicherheit behaftet sind (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2015).

Nach Festlegung ihres Zins-Ziels müssen die Zentralbanken bestimmen, wie der Pfad hin zu diesem Zielwert aussehen soll. John Taylors Empfehlung, die Anpassung gemäß der Taylor-Regel folgen zu lassen, hätte gewisse Vorteile (Taylor 2009). So könnte die Zentralbank ihren Zins in Reaktion auf die Entwicklungen von Inflation und Konjunktur anheben und so trotz höherer Zinsen neutral oder aber auch noch expansiv sein. Dies würde auch dafür sprechen, dass die Zentralbank den Leitzins frühzeitig in kleinen Schritten anhebt anstatt später einen sehr großen Zinsschritt durchführen zu müssen. Berechnungen aus Hüther und Demary (2015) zeigen, dass eine frühzeitige Zinsanhebung trotz niedriger Inflation und negativem Output-Gap möglich ist. Wichtig ist vor allem, dass die Inflationserwartungen und Konjunkturerwartungen stabilisiert sind und Inflation und BIP zu ihren Zielwerten zurückkehren.

### 3.2 Stabilisierung der Inflationserwartungen

Krugman (1998) empfahl der Bank of Japan als Weg aus der Liquiditätsfalle, die Inflationserwartungen stark zu erhöhen. Die aktuelle Niedriginflation und die niedrigen Inflationserwartungen sind in der Tat ein Hindernis für den Ausstieg aus dem Niedrigzinsumfeld (Demary und Hüther 2015a). So können niedrige Inflationserwartungen schnell in Deflationserwartungen umschlagen, woraus dann eine Konsum- und Investitionszurückhaltung resultieren kann. Dies ist gerade auch an der Nullzinsschranke gegeben. Hieraus leitet sich ab, dass das Quantitative Easing der EZB, das der Stabilisierung der Inflationserwartungen dient, in keinem Widerspruch zu einem Ausstieg aus dem Niedrigzinsumfeld steht, sondern über die Stabilisierung der Inflationserwartungen einen Ausstieg erst ermöglicht (Demary und Hüther 2015a).

### 3.3 Erhöhung des natürlichen Realzinses

Ein niedriger bzw. negativer natürlicher Realzins schränkt die Geldpolitik aufgrund der Nullzinsschranke ein. Es mag deshalb aus Sicht einer Zentralbank vorteilhaft sein, wenn der natürliche Realzins höher ist, so dass die mit der Nullzinsschranke verbundenen Probleme seltener eintreten. Dies macht es aber erforderlich, an den Ursachen für den niedrigen natürlichen Realzins anzusetzen (Demary und Niehues 2015). Zum einen ist eine Schuldentrückführung auf Seiten der Unternehmen und Haushalte notwendig. Dafür sind aber Reformen im Insolvenzrecht in einigen Ländern erforderlich. Zum anderen kann die Bilanzbereinigung die Investitionsnachfrage wiederbeleben und zum anderen kann die EZB bei bereinigten Bilanzen die Zinsen erhöhen, ohne dass ein Verlust der Schuldentragfähigkeit droht. Zum anderen muss der Nenner der Schuldenquote erhöht werden. Hierzu muss eine Deflation durch die Geldpolitik verhindert sowie Strukturreformen für ein höheres Potentialwachstum durchgeführt werden (Demary und Hüther 2015a). Durch eine Erhöhung des Renteneintrittsalters lassen sich die demografischen Effekte auf den natürlichen Realzins abmildern. Hierdurch verkürzt sich die Rentenbezugsdauer, was eine geringere Ersparnis während der Erwerbsphase erforderlich macht (Demary und Niehues 2015).

### 3.4 Erhöhung des risikofreien Zinses

Die Erhöhung des risikofreien Zinses setzt an den Ursachen für sein niedriges Niveau an, nämlich an dem geringen Angebot an sicheren Anlagen und einer hohen Nachfrage nach diesen (Demary und Niehues 2015). Eine Erhöhung des Angebots an sicheren Anlagen kann durch tragfähige öffentliche Schuldenstände sowie eine Belebung des Marktes für sichere Verbriefungen und Covered Bonds erreicht werden. Durch eine Verbesserung der Tragfähigkeit der öffentlichen

Schuldenstände können Staaten ein besseres Rating erhalten. Das Ziel sollte hierbei sein, dass alle EU-Staaten risikoarme Anleihen emittieren. Der europäische Verbriefungsmarkt hat trotz niedriger Ausfallraten das Vertrauen der Marktteilnehmer nicht zurückerlangt. Die Bestrebungen der Europäischen Kommission, diesen Markt wiederzubeleben, können einen wichtigen Beitrag zur Erhöhung des Angebots an risikoarmen Anlagen leisten. Eine Senkung der Nachfrage nach sicheren Anlagen muss hingegen an der Finanzmarktregulierung in Form der Abschaffung der Privilegierung von Staatsanleihen in der Bankenregulierung ansetzen.

## 4 Fazit und Ausblick

Die vorangegangene Analyse zeigt, dass der Ausstieg aus dem Niedrigzinsumfeld an den Ursachen für das Niedrigzinsumfeld ansetzen muss, d.h. sowohl an den zyklischen Faktoren als auch an den Trendfaktoren. Zentral sind hierbei eine Wiederbelebung der Investitionen und eine Abmilderung der demografischen Faktoren auf den natürlichen Realzins. Sowohl für eine Erhöhung der Investitionsnachfrage als auch für eine Erhöhung des Zentralbankzinses ist aber eine Rückführung der Schuldenquoten notwendig. Die Geldpolitik kann helfen die Schuldenquoten zu stabilisieren, indem sie die Deflationsgefahren entschärft.

Es gibt aber auch eine technische Herausforderung für die Zentralbanken. Denn eine Anhebung des Zentralbankzinses wird durch die überschüssigen Einlagen von Banken bei ihren Zentralbanken eingeschränkt. Diese sind durch die Wertpapierkaufprogramme der Zentralbanken, aber auch durch die Vollzuteilungspolitik im Falle der EZB entstanden. In der Vergangenheit konnten Zentralbanken durch eine leichte Verknappung dieser Einlagen höhere Zinsen auf dem Interbankenmarkt erreichen. Da dies aufgrund der überschüssigen Einlagen aktuell nicht möglich ist, hat die Fed ihr traditionelles Zins-Ziel für ihren Leitzins durch einen Zins-Kanal ersetzt. Dessen Obergrenze ist ein Zins auf Zentralbankeinlagen (Interest on Excess Reserves), seine Untergrenze ein Zins auf Reverse Repurchase Agreements, die Verbindlichkeiten der Fed darstellen. Über eine Anhebung dieses Zinskanals um 25 Basispunkte wird die Fed ihre Zinserhöhungen gestalten (Federal Open Market Committee, 2015).

Aktuell stehen jedoch globale Faktoren einer Anhebung der Zentralbankzinsen im Weg. Dazu gehören der niedrige Ölpreis, der zu globalen niedrigen Inflationsraten geführt hat, sowie die sich abschwächende globale Konjunktur. Bei den Zentralbanken geht der Trend zurzeit eher in Richtung Zinssenkung. Die Bank of Japan hat im Februar 2016 einen Negativzins auf Zentralbankguthaben eingeführt. Die Sveriges Riksbank hat ihren ohnehin schon negativen Zins im gleichen Monat weiter gesenkt. Die EZB hat ihren negativen Zins im März erneut gesenkt und auch die Fed hat die Einführung von Negativzinsen geprüft. Ein Ausstieg aus dem Niedrigzinsumfeld ist erst einmal nicht in Sicht.

## Literaturverzeichnis

- Abel, A. (2001): Will Bequests Attenuate the Predicted Meltdown in Stock Prices When Baby Boomers Retire? *Review of Economics and Statistics*, 83, (4), 589–595.

- Bean, C., C. Broda, T. Ito und R. Kroszner (2016): Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates, Geneva Report on the World Economy 17, CEPR Press, London.
- Bekaert, G., S. Cho und A. Moreno (2010): New Keynesian Macroeconomics and the Term Structure, *Journal of Money, Credit and Banking*, 42 (1), 33–62.
- Bernanke, B. (2005): The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Stand: 17.02.2016, [www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm)
- Blanchard, O., D. Furceri und A. Pescatori (2014): A Prolonged Periods on Low Real Interest Rates?. In: C. Teulings und R. Baldwin (Hsrg.): *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. CEPR Press, London, 101–110.
- Caballero, R. und E. Farhi (2014): On the Role of Safe Asset Shortages in Secular Stagnation. In: C. Teulings und R. Baldwin (Hsrg.): *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. CEPR Press, London, 101–110.
- Dai, Q. und K. Singleton (2000): Specification Analysis of Affine Term Structure Models. *Journal of Finance*, 55 (5), 1943–1978.
- Demary, M. (2015) IW-Bankenmonitor: 2015, Schleppende Kreditentwicklung trotz oder wegen der Rekapitalisierungsfortschritte. *IW-Trends* 3-2015, Köln.
- Demary, M. und M. Hüther (2015a): Gefährden die unkonventionellen Maßnahmen der EZB den Ausstieg aus dem Niedrigzinsumfeld? *IW policy paper* 7-2015, Köln.
- Demary, M. und M. Hüther (2015b): When Low Interest Rates Cause Low Inflation. *Inter-economics*, 50 (6), 350–355.
- Demary, M. und J. Niehues (2015): Die Auswirkungen von Niedrigzinsen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf die Vermögensverteilung. *IW policy paper* 15-2015, Köln
- Demary, M. und J. Matthes (2014): Das aktuelle Niedrigzinsumfeld: Ursachen, Wirkungen und Auswege, Studie für den Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, Köln.
- Demary, M. und T. Schuster (2013): Die Neuordnung der Finanzmärkte: Stand der Finanzmarktregulierung fünf Jahre nach der Lehman-Pleite, *IW-Analysen* Nr. 90, Köln
- Fama, E. (2013): Does the Fed Control Interest Rates? *The Review of Asset Pricing Studies*, 3 (2), 180–199.
- Federal Open Market Committee (2015): Minutes of the Federal Open Market Committee, 17.-18. März 2015. Stand: 30.10.2015. [www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc-minutes20150318.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc-minutes20150318.htm)
- Freytag, A. und G. Schnabel (2015): Zurück zur marktwirtschaftlichen Ordnung! – Die Risiken der Niedrigzinspolitik der EZB. Stand 16.2.2016. [www.insm-oekonomenblog.de/12886-zurueck-zur-marktwirtschaftlichen-ordnung-die-zahlreichen-risiken-der-niedrigzinspolitik-der-ezb-2/#more-12886](http://www.insm-oekonomenblog.de/12886-zurueck-zur-marktwirtschaftlichen-ordnung-die-zahlreichen-risiken-der-niedrigzinspolitik-der-ezb-2/#more-12886)
- House of Representatives, 2015, Federal Reserve Reform Act of 2015. [www.congress.gov/114/bills/hr3189/BILLS-114hr3189rfs.pdf](http://www.congress.gov/114/bills/hr3189/BILLS-114hr3189rfs.pdf)
- Hüther, M. und M. Demary (2015): *IW-Monetary Outlook* October 2015: Low Inflation – A Challenge for Central Banks, *IW policy paper* 33-2015, Köln.
- Internationaler Währungsfonds, 2015, Making Public Investment More Efficient, Staff Report, 11. Juni 2015. [www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/061115.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/061115.pdf)
- Koo, R. (2014) Balance Sheet Recession is the Reason for Secular Stagnation. In: C. Teulings und R. Baldwin (Hsrg.): *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, CEPR Press, London, 131–142.

- Kozicki, S. und P. Tinsley (2010): Shifting Endpoints in the Term Structure of Interest Rates, *Journal of Monetary Economics*, 47 (3), 613–652.
- Krugman, P. (1998): It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 137–187.
- OECD (2015): Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 indicators, OECD Publishing, Paris, DOI: [http://dx.doi.org/10.1787/pension\\_glance-2015-en](http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2015-en)
- Rachel, L. und T. Smith (2015): Secular Drivers of the Global Real Interest Rate, Bank of England Staff Working Paper No. 571, London.
- Rudebusch, G. und T. Wu (2008): A Macro-Finance Model of the Term Structure, Monetary Policy, and the Economy, *Economic Journal*, 118 (530), 906–929.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2015): Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt, Jahresgutachten 2015/16, Wiesbaden
- Sharpe, W. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, 19 (3), 425–442.
- Takáts, E. (2010): Ageing and Asset Prices, Bank for International Settlements Working Papers No 318, August 2010, Stand: 6.4.2016, <https://www.bis.org/publ/work318.pdf>.
- Taylor, J. (2009): The Need for a Clear and Credible Exit Strategy. In: J. Ciorciari und J. Taylor (Hsrg.): *The Road Ahead For the Fed*, Hoover Institution Press, Stanford, 85–100.
- Taylor, J. (1993): Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214.
- Teulings, C. und R. Baldwin (2014): Introduction. In: C. Teulings und R. Baldwin (Hsrg.): *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, CEPR Press, London, 1–26.
- Weltbank (2016a): Age Dependency Ratio (% of Working-Age Population). Stand: 10.2.2016. <http://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.DPND>.
- Weltbank (2016b): Life Expectancy at Birth, Total (Years). Stand: 10.02.2016. <http://data.worldbank.org/indicator/SP.DYN.LE00.IN>.
- Weltbank (2016c): World Development Indicators, Population, ages 15–64 (% of total). Population total. Stand: 10.2.2016. <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#>.
- Weizsäcker, C. (2014): Public Debt and Price Stability. *German Economic Review*, 15, (1), 42–61.

## DIE AUTOREN UND AUTORINNEN

*Christine Annuß* studierte International Economics an der Georg-August-Universität Göttingen und der Rijksuniversiteit Groningen (NL). Seit 2013 arbeitet sie als Volkswirtin in der Gruppe der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung in der geldpolitischen Abteilung der Deutschen Bundesbank. Hier analysiert sie Fragestellungen zu Themen wie dem Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte, der Unternehmensfinanzierung, dem Schattenbankensystem oder der Wirkungsweise geldpolitischer Maßnahmen. Sie wirkte an zahlreichen Veröffentlichungen der Bundesbank mit, etwa in Form von Beiträgen zum Monatsbericht. Seit 2015 ist sie zudem Mitglied im Organisationskomitee einer Arbeitsgruppe bei der OECD in Paris, die sich schwerpunktmäßig mit der Finanzierungsrechnung beschäftigt.

*Marco Bargel, Dr.*, studierte Volkswirtschaftslehre an der Universität Freiburg. 1990 bis 1993 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Allgemeine Wirtschaftsforschung der Universität Freiburg. Seine Promotion zum Thema „Wohlfahrtswirkungen internationaler Kapital- und Technologietransfers multinationaler Unternehmen im neoklassischen Ansatz“ schloss er im Jahr 1993 ab. Nach einer Station in der volkswirtschaftlichen Abteilung der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) leitete er ab 1998 die volkswirtschaftliche Abteilung der DEPFA Deutsche Pfandbriefbank. Seit 2004 Chefvolkswirt der Deutsche Postbank AG. Hauptarbeitsgebiete: Kapitalmärkte und Geldpolitik.

*Andreas Bley, Dr. rer. pol.*, geb. 1965 in Bonn. 1986–1992 Studium der Volkswirtschaftslehre an der FU Berlin. 1993 bis 1997 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftstheorie der FU Berlin und Promotion zu einem arbeitsmarkttheoretischen Thema. 1997 bis 2001 Mitarbeiter der Abteilung Volkswirtschaft der Landeszentralbank in Berlin und Brandenburg. 2001 bis 2008 Referent beim Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR) in Berlin. Seit 2008 Leiter der Abteilung Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik beim BVR. Arbeitsgebiete: Konjunkturanalyse und -prognose, Finanzierung, Geldpolitik, Mittelstandspolitik.

*Catharina Claußen, M.Sc.*, geb. 1989. Studium der Betriebswirtschaftslehre mit Schwerpunkt Finance und Accounting an der Universität Hamburg mit Auslandsaufenthalt an der UC Berkeley (USA). Seit 2015 wissenschaftliche Mitarbeiterin am Institut für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster. Forschungsschwerpunkt: Bankenregulierung.

*Markus Demary, Dipl.-Volkswirt, Dr.*, geboren 1978 in Bonn, Studium der Volkswirtschaftslehre an der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn und Promotion an der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel; Lehrtätigkeit im Fach Behavioral Finance an der Universität Ulm; seit 2008 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

*Sebastian Dullien, Prof. Dr.*, ist seit 2007 Professor für Volkswirtschaftslehre, insbesondere International Economics, an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW). Zudem ist er seit 2011 Senior Policy Fellow beim European Council on Foreign Relations. Von 2000 bis 2007 arbeitete er als Redakteur bei Financial Times Deutschland, zunächst zuständig für Leitartikel und Gastkommentare, dann für die Weltwirtschaftsseite der Zeitung. Seine aktuellen Forschungsinteressen sind Finanzmarktregulierung und Geldpolitik, europäische Integration und internationale Finanzströme.



*Heike Joebges*, Prof. Dr., ist seit 2010 Professorin für Volkswirtschaftslehre, mit dem Schwerpunkt International Economics, an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW) Berlin. Nach der Promotion zu Ansteckungseffekten bei Währungskrisen an der FU Berlin im Jahr 2005 arbeitete sie zunächst im Research der BayernLB und danach als Referatsleiterin für internationale Konjunkturforschung am Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung. Ihre Forschungsinteressen sind Finanz- und Währungskrisen, insbesondere die Eurokrise, globale Handelsungleichgewichte und die Exportorientierung Deutschlands.

*Rolf Ketzler*, Dr. rer. pol., Dipl.-Vw., geb. 1974. Nach dem Studium der Volkswirtschaft zunächst wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Bank- und Finanzwirtschaft der Freien Universität Berlin. Weitere Stationen u. a. bei der Deutschen Bundesbank und der Poznan School of Economics. Von 2005 bis 2011 persönlicher Referent des Präsidenten am DIW Berlin. Seit 2012 tätig als Senior Economist beim Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, dabei u. a. auch Mitglied im Statistischen Beirat des Statistischen Bundesamts. Arbeitsgebiete: Konjunkturentwicklung, Geldpolitik, Niedrigzinsumfeld, wirtschaftliche Lage der Versicherungsmärkte.

*Thomas Lehmann* studierte im Anschluss an eine Ausbildung zum Bankkaufmann Betriebswirtschaftslehre und Immobilienwirtschaft an der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin. Derzeitig arbeitet er als Unternehmensberater in Berlin für die Treuhandstelle Berlin Brandenburgischer Wohnungsunternehmen (BBT) GmbH und berät Wohnungsunternehmen in immobilienwirtschaftlichen Fragestellungen. Seine Forschungsschwerpunkte liegen in der Immobilienökonomie, Ökonometrie und Wohnungspolitik.

*Christoph Maidl*, M.Sc., geb. 1985. Studium der Betriebswirtschaftslehre mit Schwerpunkt Finance an der Universität Regensburg, am Trinity College Dublin und der Wirtschaftsuniversität Wien. Von 2011 bis 2014 bei Allianz Capital Partners in München tätig. Seit 2014 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster. Forschungsschwerpunkte: Bankenregulierung und Finanzstabilität.

*Alejandro Márquez-Velázquez*, Dr., hat Ökonomie an der Universidad Central de Venezuela in Caracas studiert und einen Master in International and Development Economics an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW) Berlin abgeschlossen. Im Jahr 2015 Promotion an der Freien Universität Berlin. Von 2009 bis 2014 war er Projektkoordinator des DAAD-finanzierten Interuniversitären Netzwerks „Economic Development Studies on Money, Finance and Trade“ an der HTW Berlin. Seit 2014 ist er wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lateinamerika-Institut der Freien Universität Berlin. Seine aktuellen Forschungsinteressen sind der Einfluss der Wirtschaftspolitik auf den realen Wechselkurs und die Export-Struktur in Lateinamerika sowie die Wirtschaftspolitik erdölexportierender Entwicklungsländer.

*Andreas Pfingsten*, Prof. Dr. rer. pol. habil., Dipl.-Wirtschaftsing., geb. 1957. Studium Wirtschaftsingenieurwesen an der Universität TH Karlsruhe, Volkswirtschaftslehre an der University of British Columbia in Vancouver (Kanada); Promotion und Habilitation in Volkswirtschaftslehre in Karlsruhe zur Messung der Steuerprogression bzw. zu Facetten des Teilens. Berufstätigkeiten bei der Landeskreditbank Baden-Württemberg und der FIDUCIA Informationszentrale. Universitätsprofessor für Volkswirtschaftslehre an der Universität-GH Siegen. Seit 1994 Universitätsprofessor für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebswirtschaftslehre der Banken, und Direktor des Instituts für Kreditwesen der Universität Münster, Teil des Finance Center Münster.

Lehr- und Forschungsaufenthalte in Graz (Österreich), Calgary (Kanada), Urbana-Champaign (USA) und Philadelphia (USA). Mitglied der Nordrhein-Westfälischen Akademie der Wissenschaften und der Künste. Publikationen in internationalen wissenschaftlichen und in praxisorientierten Zeitschriften; Mitautor der „Bankbetriebslehre“ (6. Aufl. 2015, Springer). Hauptarbeitsgebiete: Kreditgeschäft, Risikomanagement, Bankenrechnungslegung und -regulierung.

*Manuel Rupprecht*, Dr., leitet die Gruppe „Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung“ in der geldpolitischen Abteilung der Deutschen Bundesbank. Er studierte Volkswirtschaftslehre an der Westfälischen Wilhelms-Universität in Münster mit Schwerpunkten im Bereich der Geldpolitik und internationalen Wirtschaftsbeziehungen. Es folgte ein postgraduales Studium an der Lincoln University in Christchurch (NZ). In seiner sich anschließenden Promotion an der Frankfurt School of Finance and Management beschäftigte er sich mit dem Zusammenhang zwischen Bankenregulierung, Finanzstabilität und dem Internationalisierungsverhalten von Banken. Hernach folgte der Eintritt in die Deutsche Bundesbank, zunächst als Volkswirt in der geldpolitischen Abteilung, seit 2011 dann als Leiter der oben genannten Gruppe. Er wirkt an diversen internationalen Gremien und Arbeitsgruppen (EZB, EU Kommission, OECD) mit. Seine derzeitigen Hauptarbeitsgebiete umfassen die Portfolioallokation privater Haushalte im Niedrigzinsumfeld, die wirtschaftspolitische Unterstützung des privaten Schuldenabbaus im Euro-Raum sowie die Wirkungsweise der quantitativen Lockerungen des Eurosystems.

*Dorothea Schäfer*, Dipl.-Vw., Dr. rer. pol., habilitiert in Betriebswirtschaftslehre, Forschungsdirektorin Finanzmärkte am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin); außerordentliche Professorin an der Jönköping University – Jönköping International Business School (Economics); Leiterin diverser Forschungsprojekte u. a. gefördert von der Deutschen Forschungsgemeinschaft (DFG), der EU-Kommission, der Fritz Thyssen Stiftung und der Stiftung Geld und Währung; Gutachterin u. a. für LOEWE (Landes-Offensive zur Entwicklung Wissenschaftlich-ökonomischer Exzellenz) und das BMBF. Sie hat unter anderem in den Zeitschriften *International Journal of Money and Finance*, *Economics of Transition*, *Journal of Comparative Economics*, *Small Business Economics*, *Economic Modelling* und *Journal of Institutional and Theoretical Economics* veröffentlicht. Sie war Sachverständige für den Finanzausschuss des Bundestages und für die Projektgruppe IV „Nachhaltig gestaltende Ordnungspolitik“ der Enquete-Kommission „Wachstum Wohlstand Lebensqualität“. Sie ist Chefredakteurin und Herausgeberin der wirtschaftspolitischen Zeitschrift „Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung“. 2001 erhielt Schäfer zusammen mit ihrem Koautor den Best-Paper Award der Deutschen Gesellschaft für Finanzwirtschaft und 2002 den des DIW Berlin. Arbeits- und Forschungsgebiete: Finanzmarktkrise und -regulierung, Finanzierungsbeschränkungen, Start-up-Finanzierung, Finanzmarkt und Gender.

*Jan Philip Weber*, Diplom-Volkswirt, geb. 1980. Nach dem Studium der Volkswirtschaftslehre an der FU Berlin und der Universität von Göteborg in Schweden arbeitete er als wissenschaftlicher Assistent am Otto-Suhr-Institut sowie als Dozent im Bereich Wirtschaft am John-F.-Kennedy-Institut für Nordamerikastudien der FU Berlin. Seit 2008 ist er Senior Economist beim Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR). Seine Schwerpunkte sind neben der Finanzmarktanalyse und der Geldpolitik vor allem der deutsche Immobilienmarkt sowie die (private) Altersvorsorge. Seit 2012 forscht er an der Universität von Regensburg als externer Doktorand über die Regulierung von Wohnmietmärkten.

*Klaus Wiener*, Dr., ist seit dem 1. Dezember 2015 Chefvolkswirt des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft. Der promovierte Ökonom verantwortet als Geschäftsführer die

Bereiche Volkswirtschaft und Kapitalanlage. Wiener kommt von der Assicurazioni Generali, wo er zuletzt die taktische Vermögensverwaltung leitete und ebenfalls die Funktion des Chefvolkswirts im Asset Management der Generali Gruppe ausübte (verwaltetes Vermögen: über 400 Milliarden Euro). Zuvor hat er in verschiedenen Funktionen der Finanzwirtschaft Erfahrung sammeln können. Dem Studium der Volkswirtschaft in Deutschland und den USA (Schwerpunkte: International Trade and Finance, Econometrics) folgten erste berufliche Stationen bei der Commerzbank in Frankfurt und der Westdeutschen Landesbank in Düsseldorf. Im Jahr 1998 wechselte er in die Versicherungsbranche. Er verfügt über Erfahrungen aus akademischer Lehrtätigkeit und ist Autor von regelmäßig erscheinenden Publikationen zu aktuellen Fragen von Konjunktur, Finanzmärkten und institutioneller Kapitalanlage. Zudem ist er Verfasser zahlreicher Gastkommentare in führenden deutschen und internationalen Publikationen.

*Michael Wolgast*, Dr., Studium der Volkswirtschaftslehre und der Rechtswissenschaften an der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel, der Université Paris-IX-Dauphine und der London School of Economics and Political Science. Im Anschluss wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftspolitik der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel, 1996 Promotion zum Dr. sc. pol. 1995 bis 1996 Referent in der Abteilung Volkswirtschaft/Wirtschaftspolitik des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes e. V. (DSGV) in Bonn, 1997 bis 1999 Regierungsrat im Bundesministerium für Wirtschaft, 1999 bis 2001 Senior Economist bei der Deutschen Bank AG/DB Research. Von 2001 bis 2014 Chefvolkswirt und Leiter der Abteilung Volkswirtschaft beim Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (GDV) in Berlin. Seit April 2014 Direktor und Chefvolkswirt sowie Leiter der Abteilung Volkswirtschaft und Finanzmärkte des DSGV, ebenfalls in Berlin.

*Corinna Woyand*, M. Sc., geb. 1988. Studium der Betriebswirtschaftslehre mit Schwerpunkt Finance an der Universität Hamburg und der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster. Seit 2015 wissenschaftliche Mitarbeiterin am Institut für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster. Forschungsschwerpunkt: Bankenregulierung.

## **HINWEISE FÜR AUTOREN UND AUTORINNEN DER VIERTELJAHRSHEFTE**

Die Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung werden seit 1927 vom DIW Berlin herausgegeben. Sie veröffentlichen Aufsätze zu aktuellen wirtschaftspolitischen Fragestellungen und wenden sich an Wissenschaft, Politik und Wirtschaft.

Zwischen Abgabetermin des Manuskripts und Erscheinen des Beitrags in den Vierteljahrsheften liegen im Allgemeinen weniger als drei Monate. Alle Beiträge werden begutachtet. Die Themen der nächsten Schwerpunkthefte und ausführliche Hinweise für Autoren können der DIW-Internetseite entnommen werden ([www.diw.de](http://www.diw.de)).

Beiträge sind an die Redaktion, an das jeweils zuständige Redaktionsmitglied oder zu Händen Ellen Müller-Gödtel einzusenden. Berücksichtigt werden nur Originalbeiträge, die im Falle der Annahme auch tatsächlich zur Veröffentlichung in den Vierteljahrsheften zur Verfügung stehen.

Die Beiträge sind in deutscher Sprache zu verfassen. Beiträge von englischsprachigen Autoren können in deutschsprachige Hefte nur Eingang finden, wenn sie vorher übersetzt wurden. Es gilt die neue deutsche Rechtschreibung. Eine Zusammenfassung des Beitrags ist in deutscher und in englischer Sprache gesondert zu erstellen. Diese soll jeweils nicht mehr als 150 Wörter umfassen. Außerdem müssen dem Manuskript mindestens drei Begriffe der JEL-Klassifikation ([www.aeaweb.org/journal/jel\\_class\\_system.html](http://www.aeaweb.org/journal/jel_class_system.html)) und mindestens drei englischsprachige Keywords beigelegt werden. Neben dem Regelfall des deutschsprachigen Heftes sind auch Vierteljahrshefte in englischer Sprache möglich, wenn die Themenstellung dies nahelegt.

Das Manuskript ist in Schriftgröße 12 pt im Zeilenabstand von 1,5 zu erstellen und mit einem linken und rechten Rand von 2,5 cm zu versehen. Der Umfang des Manuskripts sollte 15 Seiten (circa 30 000 Zeichen, ohne Tabellen und Abbildungen) nicht überschreiten. Die Zitierweise ist den Aufsätzen des Vierteljahrsheftes beziehungsweise der oben genannten Internetseite zu entnehmen.

Der Textteil ist in MS Word zu liefern. Tabellen und Abbildungen sind als separate Dateien (Tabellen in MS Excel, Abbildungen zusammen mit den zugrunde liegenden Daten – entweder ebenfalls in Excel oder einem anderen gängigen Grafikprogramm) zu liefern. Die Stellen, an denen sie im Text erscheinen sollen, müssen im Manuskript markiert werden. Die maximale Breite von Tabellen und Abbildungen beträgt 12,6 cm. Bei Tabellen die Zeilen- und Spaltenmerkmale bitte übersichtlich aufteilen. Anmerkungen und Fußnoten sowie Quellenangabe(n) bitte unter dem Tabellenfeld beziehungsweise der Grafik positionieren.

**Wichtiger Hinweis:** Falls Sie Abbildungen oder Ähnliches aus dem Internet entnehmen, bitten wir um Mitlieferung einer Kopie der Druckgenehmigung.



**David B. Adler**

## **Die Anwendung und Durchsetzung US-amerikanischer Handelsbeschränkungen innerhalb der Europäischen Union**

### **Wie schutzlos ist die EU?**

Die EU hat die Verordnung (EG) 2271/96 als Abwehrgesetz (*blocking statute*) erlassen, welches die hiesigen Unternehmen vor den Auswirkungen der extraterritorialen Anwendung von Rechtsakten eines Drittlandes sowie darauf beruhender oder sich daraus ergebender Maßnahmen schützen will. Dennoch machen zahlreiche US-amerikanische Sanktionsverstoßverfahren gegen Unternehmen mit Sitz innerhalb der EU deutlich, dass der Erlass der Verordnung die USA auch weiterhin nicht davon abhält, ihre Handelsbeschränkungen innerhalb der EU durchzusetzen.

Die Arbeit legt durch die Darstellung der extraterritorial zur Anwendung kommenden US-amerikanischen Handelsbeschränkungen an den Beispielen Kuba und dem Iran das Spannungsverhältnis zwischen den US-amerikanischen Regelungen und der EG-Verordnung 2271/96 offen. Sie zeigt auf, dass vor dem Hintergrund der jüngst eingeleiteten historischen Wende in der US-amerikanischen Kuba- und Iran-Politik und den derzeit stattfindenden Verhandlungsrunden über das Transatlantische Freihandelsabkommen der Zeitpunkt günstig ist, das aufgeworfene Problem umfassend mit den USA zu diskutieren und einer Lösung zuzuführen.

97 Seiten, 2016  
ISBN 978-3-428-14983-4, € 39,90  
Titel auch als E-Book erhältlich.

[www.duncker-humblot.de](http://www.duncker-humblot.de)



Max Danzmann

## **Das Verhältnis von Geldpolitik, Fiskalpolitik und Finanzstabilitätspolitik**

Seine Implikationen für das finanzstabilitätspolitische Mandat  
der Zentralbank am Beispiel der Eurorettungspolitik

Eine Zentralbank kann Verluste im Nichts auflösen, ebenso wie sie Geld aus dem Nichts schöpfen kann. Ihre finanziellen Kapazitäten sind unbegrenzt. Sie kann als Bad Bank fungieren und Finanzstabilität gewährleisten. Sie ist der mächtigste Akteur der Finanzwirtschaft.

Derzeit versucht die EZB, die Europäische Währungsunion durch Wertpapierkäufe und Verlustübernahmen finanziell zu stabilisieren, obwohl dies zu Umverteilungen zwischen den beteiligten Volkswirtschaften führt. Durch den Erwerb von Staatsschuldpapieren nimmt sie wesentlichen Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen der Staatshaushalte. Sie beruft sich dabei auf ihre geldpolitische Unabhängigkeit, die ihr wegen ihres auf das Preisstabilitätsziel beschränkten Mandats eingeräumt ist. Eine Untersuchung der betroffenen Finanzpolitikbereiche und deren Verhältnisse zueinander zeigt jedoch, dass die EZB dabei die Grenzen ihres Mandats überschreitet. Sie betreibt Wirtschaftspolitik (Finanzstabilitätspolitik), obwohl sie nur zu Währungspolitik (Geldpolitik) befugt ist. Das Bundesverfassungsgericht hat deswegen die Vertragsmäßigkeit des OMT-Programms kritisiert.

Studien zu Finanzen, Geld und  
Kapital, Band 17  
379 Seiten, 2015  
ISBN 978-3-428-14642-0, € 99,90  
Titel auch als E-Book erhältlich.



[www.duncker-humblot.de](http://www.duncker-humblot.de)