ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Michels, Jürgen et al.

Article

Gewinner und Verlierer in der Welt dauerhafter Niedrigzinsen

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:
Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Michels, Jürgen et al. (2019) : Gewinner und Verlierer in der Welt dauerhafter Niedrigzinsen, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 72, Iss. 20, pp. 3-23

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/206926

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Gewinner und Verlierer in der Welt dauerhafter Niedrigzinsen

Sparer, Unternehmen, Versicherungen und Staatshaushalt müssen sich auf langfristig niedrige oder sogar Negativzinsen einstellen. Welche Folgen hat die ultralockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank? Drohen in Europa mit niedrigen Zinsen und einer Geldschwemme japanische Verhältnisse?

*Jürgen Michels**

Zuviel des (ursprünglich) Guten

Die ultralockere Geldpolitik der großen Notenbanken hat nach der Finanzkrise einen wesentlichen Beitrag zur globalen wirtschaftlichen Erholung geliefert. Die positive Wirkung der geldpolitischen Instrumente nimmt aber mit zunehmender Dauer der expansiven Geldpolitik ab, und die negativen Nebenwirkungen werden immer größer. Im Vergleich zu den anderen Zentralbanken zeigen sich diese Trends am stärksten bei der EZB. Diese hat ihre Politik zwar erst später als z.B. die Fed und die BoE aggressiv gelockert. In der Folge hat sie durch die Kombination von negativen (Einlage-)Zinsen und massiver Überschussliquidität, die durch die verschiedenen Kaufprogramme (QE-Maßnahmen) und sehr generöse Refinanzierungsgeschäfte generiert wird, aber einen sehr viel aggressiveren Weg eingeschlagen. Gemessen an den Schattenzinsen, bei diesem Maß werden alle unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf einen theoretischen Zins umgerechnet, ist die EZB nach der BoJ derzeit die aggressivste unter den Zentralbanken. Diese Politik wird die EZB laut ihrer eigenen *Forward Guidance* noch für eine lange Zeit fortsetzen. In einem schwierigeren globalen Konjunkturumfeld rechnen wir in den nächsten fünf Jahren nicht mit einer Trendwende. Wir sehen in Niedrigzinsen vielmehr einen Megatrend, der uns mit seinen gesamtwirtschaftlichen und gesellschaftlichen Folgen über Jahre, wahrscheinlich Jahrzehnte, begleiten wird. Konkretere Aussagen über Gewinner und Verlierer lassen sich für den Euroraum treffen.

* Dr. Jürgen Michels ist Chefvolkswirt bei der BayernLB.

GEWINNER: NETTOSCHULDNER UND REAL ASSETS

Jürgen Michels

Grundsätzlich profitieren alle Nettoschuldner von außergewöhnlich niedrigen Zinsen. Eine klare Unterscheidung zwischen Gewinnern und Verlierern dauerhafter Niedrigzinsen wird aber dadurch erschwert, dass viele Akteure sowohl von den positiven als auch von den negativen Folgen betroffen sind. Dennoch lassen sich einige Gruppen finden, bei denen die positiven Effekte deutlich überwiegen. Ein (abruptes) Ende der Niedrigzinspolitik würde diese Gruppen dann auch am stärksten belasten. Gewinner von Niedrig- und Negativzinsen profitieren von der Kombination aus der anhaltenden Jagd von Investoren nach Rendite, bei der es keine Alternative zu höheren Risiken gibt (TINA: There is no alternative).

Dauerhaft niedrige Zinsen in Kombination mit massiver Überschussliquidität sprechen dabei für dauerhaft hohe Bewertungen für Aktien, niedrige Liquiditäts- und nach unten verzerrte Risikoaufschläge (= TINA). Daher sind per se, sofern es keine konterkarierenden regulatorischen Einschränkungen gibt, Investoren in Aktien, Immobilen und risikoreichere Schuldtitel auf der Gewinnerstraße.

Zu den Gewinnern gehören auch zahlreiche nicht-finanzielle Unternehmen. Darunter befinden sich zum einen Unternehmen, die aufgrund ihrer Größe und ihrer guten Bonität direkten Zugang zum Kapitalmarkt haben und sich dort sowohl Eigenkapital als auch Fremdkapital (oftmals mit negativen Renditen) sehr günstig beschaffen können. Idealerweise könnten diese ultragünstigen Finanzierungskonditionen dazu genutzt werden, zukunftsweisende und mit höherem Risiko verbundene Investitionen zu tätigen. Zum anderen profitieren aber auch schwache Unternehmen, die bei höheren Zinsen den Geschäftsbetrieb hätten einstellen müssen und durch den Eingriff der Geldpolitik am Leben gehalten werden. Dieses Phänomen wird auch als »Zombi-

fizierung« bezeichnet. Auf der Branchenebene profitieren der Bausektor vom anhaltenden Immobilienboom durch die Niedrigzinsen und, abhängig von der Ausgestaltung der Politik der anderen Zentralbanken, die Exportindustrie von einem geschwächten Außenwert des Euro.

Unabhängig von Vermögens- bzw. Verschuldungsposition dürften Haushalte, die in den Gewinnerbranchen oder davon abhängigen Branchen beschäftigt sind und/oder überwiegend in den prosperierenden Asset-Klassen investiert sind, ebenfalls von den niedrigen Zinsen profitieren. Darüber hinaus zählen die nettoverschuldeten Haushalte zu den Gewinnern, die sich mit niedrigen Hypothekenzinsen (die in absehbarer Zeit ins Negative rutschen dürften) und Kreditzinsen finanzieren.

Auf der Gewinnerseite stehen auch alle öffentlichen Haushalte der Euroländer. Diese profitieren von den niedrigen Leitzinsen und den Anlagekäufen der EZB. Zudem partizipieren sie an den üppigen Seignorage-Gewinnen der EZB. Derzeit sind alle Staaten im Euroraum (selbst Griechenland) in der Lage, sich mit negativen Renditen am kurzen Ende zu finanzieren. Zudem können sich Staaten mit guter Bonität auch am ultralangen Ende (Laufzeiten bis 100 Jahre) das derzeitige Zinsniveau sichern, wovon Deutschland bisher leider kaum Gebrauch macht. Zudem reduziert die anhaltende ultralockere Geldpolitik die Notwendigkeit fiskalpolitischer Konsolidierungsmaßnahmen und länderübergreifender Fiskalmaßnahmen, die eine Überarbeitung des bisherigen Regelwerks der Währungsunion erforderlich machen würden.

VERLIERER: BANKEN, FINANZSTABILITÄT UND INNOVATIONSKRAFT

Während die Staaten und alle andere Nettoschuldner per saldo von den sinkenden Zinsen profitieren, leiden die Nettogläubiger unter den sinkenden Zinseinnahmen. Dieses Problem wird mit zunehmender Dauer der Niedrigzinsen immer gravierender und hat weitreichende ökonomische und gesellschaftliche Folgen. In der Frühphase der ultralockeren Geldpolitik konnten die Halter festverzinslicher Schuldtitel noch von substanziellen Kursgewinnen ihrer mit deutlich positiven Coupons versehenen Papiere profitieren. Zehn Jahre nach der Finanzkrise wurde jedoch ein Großteil der fälligen Altbestände durch Papiere mit niedrigerer Rendite, teils mit langen Laufzeiten ersetzt. Diese Entwicklung trifft in immer größerem Umfang die kapitalgedeckten Alterssicherungssysteme im Euroraum, die überwiegend in festverzinsliche Wertpapiere und nicht in Aktien oder Immobilen investiert sind. Laut OECD-Daten beträgt selbst beim europäischen Spitzenreiter, den Niederlanden, die Aktienquote nur knapp über 40%, was jedoch im globalen Vergleich hoch ist.

Bei der Wirkung dauerhaft niedriger Zinsen auf die Altersvorsorge muss unterschieden werden zwischen beitragsorientierten (*defined contribution*) Systemen, bei denen die Auszahlung abhängig vom Anlageerfolg der eingezahlten Beträge ist, und leistungsorientierten (*defined benefit*) Systemen, bei denen der Auszahlungsbetrag vorab vertraglich festgeschrieben ist. Im ersten Fall obliegt es tendenziell den künftigen Rentenempfängern, individuell in Abstimmung mit dem Leistungsanbieter auf die dauerhaft niedrigen Zinsen zu reagieren. Zur Wahl stehen dabei eine Umschichtung (sofern rechtlich möglich) in höherrentierliche Anlageformen, die Akzeptanz geringerer Pensionszahlungen (Konsumverzicht in der Zukunft) oder höhere Beiträge zur Altersvorsorge (Konsumverzicht heute). Im Fall höherer Beitragszahlungen heute würde der rückläufige Konsum dem konjunkturstimulierenden Ziel der Niedrigzinsen entgegenwirken und den Anlagenotstand verschärfen, was zu einem noch tieferen Niveau der Renditen auf festverzinsliche Wertpapiere führen würde.

Der überwiegende Teil der Pensionskassen und die zur Altersvorsorge genutzten Lebensversicherungen sind jedoch nach dem leistungsorientierten System ausgerichtet. Somit sind die fallenden Zinserträge zunächst durch die Anbieter auszugleichen. Zugleich werden die Anbieter versuchen, die bisher zugesicherten Leistungen zu reduzieren oder die Verträge zu kündigen. Dies könnte sowohl die zukünftigen Empfänger (Senkung der Mindestauszahlungen bei Pensionen oder Reduktion der Mindestverzinsung der Lebensversicherung) und/oder die jetzigen Empfänger (geringere Zuwächse oder gar Nominalkürzungen der Renten) treffen. Neben den ökonomischen Konsequenzen dürfte dies auch gesellschaftspolitische Auswirkungen haben und den ohnehin vorhandenen Trend zu populistischen Parteien unterstützen.

Es ist daher davon auszugehen, dass Leistungskürzungen nur schwer umgesetzt werden können. Daher werden sowohl nicht-finanzielle Unternehmen als auch Banken vermehrt mit steigenden Pensionsrückstellungen reagieren müssen. Dies reduziert vor allem bei nicht-finanziellen Unternehmen den Spielraum für Investitions- und Innovationsfähigkeit, was sich negativ auf die Konjunktur und, aufgrund eines geringeren Kapitalstocks, auch auf das mittelfristige Produktionspotenzial auswirken dürfte. Einige bonitätsstarke nicht-finanzielle Unternehmen dürften jedoch in der Lage sein, zusätzliches Eigenkapital am Markt zu mobilisieren. Dieses ist für finanzielle Unternehmen und vor allem Banken dagegen eher auszuschließen.

Aus der Kombination von Niedrigzinsen und QE resultiert eine sehr flache Zinsstrukturkurve, die das auf Fristentransformation ausgelegte Geschäftsmodell der Banken massiv beeinträchtigt. Dieses Problem wird durch die weitere Absenkung der Einla-

gesätze trotz der Einführung von Freibeträgen auf Negativzinsen verschärft, da die Weitergabe von Negativzinsen an den Großteil der privaten Einlagen (abgesehen von sehr hohen Vermögen) nur schwer darstellbar ist. Dauerhafte Niedrig-/Negativzinsen schmälern somit die Zinserträge, die den Großteil der Erträge europäischer Banken ausmachen. Wie die Erfahrungen aus Japan zeigen, dürfte es schwer sein, dies kurz- und mittelfristig durch neue Geschäftsmöglichkeiten zu kompensieren. Da sich große und bonitätsstarke Kundenadressen aufgrund der geldpolitischen Rahmenbedingungen zunehmend günstig direkt am Kapitalmarkt finanzieren, versiegt an dieser Stelle eine zusätzliche Zinsertragsquelle der Banken. Zudem sind die Banken stark von den Maßnahmen der Finanzmarktregulierer und Aufseher (darunter ebenfalls die EZB) betroffen, die zur Verbesserung der Finanzmarktstabilität führen sollen. Viele dieser Regeln haben einen prozyklischen Charakter. Daher dürften im aktuellen Konjunkturumfeld steigende Risikovorsorge und zunehmende Kreditausfälle Banken stärker als in der Vergangenheit zu schaffen machen. Um Blasen an den Finanzmärkten und am Immobilienmarkt zu vermeiden bzw. diese abzubauen, werden die Aufseher zusätzlich diskretionär aktiv, wie die Einführung des antizyklischen Kapitalpuffers in einem Umfeld nachlassender Wirtschaftstätigkeit in Deutschland belegt.

Mit zunehmender Kapitalbindung der Banken für steigende Pensionsverpflichtungen und aufgrund von steigenden regulatorischen sowie konjunkturell bedingten Eigenkapitalanforderungen sinkt der Risikoappetit der Banken. Trotz günstiger und im Überfluss vorhandener Liquidität dürfte dies zu einer restriktiveren Kreditvergabe führen, von denen vor allem Unternehmen mit schlechterer Bonität betroffen sein werden. Darunter dürften sich viele kleine und mittlere Unternehmen befinden, die die (über die Zeit zwar sinkende) Hürde für den direkten Zugang zum Kapitalmarkt nicht überwinden können.

In einer Welt dauerhaft niedriger Zinsen dürfte es zudem eine deutliche Konsolidierungswelle im Bankensektor geben, von der insbesondere die stark von den Zinserträgen abhängigen Institute betroffen sein werden. Auch diese neue Struktur im Bankensektor dürfte Auswirkungen auf den nicht-finanziellen Unternehmensbereich haben. Dort werden es die etablierten mittelständischen und kleineren Unternehmen ohne Kapitalmarkzugang, die es vor allem in Deutschland gibt, zunehmend schwer haben.

Die Regulierer versuchen seit einiger Zeit, die Stabilität des Finanzsystems mit mikro- und makroprudenziellen Maßnahmen zu verbessern. Dabei zielen erstere auf die Tätigkeit der einzelnen Institute und versuchen, übermäßig risikoreiche Geschäfte möglichst unattraktiv zu machen, während letztere gesamtwirtschaftlichen bzw. branchenweiten Übertreibungen entgegenwirken sollen. Sollten diese Instrumente die Gefahr von Preisblasen an den Kapitalmärkten nicht verringern, wird es mittelfristig zu einem Platzen dieser Blasen kommen. Die dadurch ausgelösten Bilanzprobleme dürften eine Rezession zur Folge haben, von der große Teile der Wirtschaft betroffen wären und die nur schwer durch weitere geldpolitische Lockerungsmaßnahmen überwunden werden könnten.

FAZIT

Die ultralockere Geldpolitik der EZB und anderer Zentralbanken hat einen maßgeblichen Beitrag zur wirtschaftlichen Erholung nach der globalen Finanzkrise und der darauffolgenden Staatsschuldenkrise im Euroraum geleistet. Mit zunehmender Dauer der Maßnahmen nimmt der stimulierende Effekt dieser Politik jedoch ab, und die negativen Faktoren nehmen überhand. Vor allem die Aussicht auf eine lange Phase von liquiditätszuführenden Maßnahmen und noch niedrigeren Zinsen lässt die Sorgen über deren Nebenwirkungen steigen.

*Gunther Schnabl**

Die anhaltend lockere Geldpolitik hat gesellschaftlich unerwünschte Verteilungseffekte

Gunther Schnabl

Im September 2019 hat der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) entschieden, die Anleihekäufe wieder aufzunehmen und die Negativzinsen erhöht, so dass die europäische Geldpolitik auf Dauer locker blieben dürfte. Das macht es dringlicher, über die langfristigen Nebeneffekte der ultralockeren Geldpolitik nachzudenken. Zwar können, wie Forscher der Europäischen Zentralbank zeigen (vgl. Ampudia et al. 2018), Zinssenkungen und Ankäufe von Vermögenswerten in Krisen die Finanzmärkte stabilisieren und Arbeitsplätze sichern. Doch geht die Verstetigung der ultralockeren Geldpolitiken mit negativen Wachstums- und Verteilungseffekten einher, die einige zu Gewinnern und viele zu Verlierern machen (vgl. Schnabl 2019).

ASYMMETRISCHE GELDPOLITIK

Die Ursache sind asymmetrische Geldpolitiken, wie sie seit Ende der 1980er Jahre in den Industrieländern zu beobachten sind: In Krisen wurden die Zinsen stark gesenkt, um die Finanz- und Gütermärkte zu stabilisieren. Hingegen wurden in den Erholungsphasen nach den Krisen die Zinsen nicht mehr entsprechend wieder anhoben, um die wirtschaftliche Erholung nicht zu gefährden. Über die Zeit hinweg sind so die kurzfristigen Zinsen auf (oder nahe) null abgesunken. Mit dem Erreichen der Nullzinsgrenzen entstanden zahlreiche unkonventionelle geldpolitische Instrumente wie Ankäufe von Staats- und Unternehmensanleihen, negative Zinsen oder nichtverzinste langfristige Refinanzierungsgeschäfte für Banken, die zu einer starken Ausweitung der Zentralbankbilanzen geführt haben.

Die Konjunkturtheorie von Friedrich August von Hayek (1931) zeigt, dass zu niedrige Leitzinsen nicht nachhaltige Boomphasen auf den Kreditmärkten auslösen können, wie sie beispielsweise zwischen 1985 und 1989 in Japan sowie zwischen 2003 und 2007 im US-Hypothekenmarkt und in vielen europäischen Ländern zu beobachten waren. Die niedrigen Zinsen stoßen eine übermäßige Kreditschöpfung und damit viele Investitionen mit vergleichsweise niedrigen Renditeerwartungen an. Spekulationswellen bei Aktien, Immobilien und anderen Sachwerten entstehen. Wenn in einer späteren Phase des Booms die Inflation steigt, hebt in der Theorie die Zentralbank die Leitzinsen an. Dann müssen Investitionsprojekte mit niedriger Rendite abgebrochen werden. Es kommt zur Rezession.

Senken die Zentralbanken die Zinsen jedoch stark, um die Rezession einzudämmen, dann bleiben wenig rentable Investitionsprojekte bestehen. Neue Investitionsprojekte mit noch geringeren Renditen werden angestoßen. Arbeitslosigkeit wird zwar verhindert. Doch die durchschnittliche Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen sinkt, so dass die Wachstumskräfte erlahmen.

Da aufgrund einer zunehmend nachsichtigen Kreditvergabe der Zentral- und Geschäftsbanken unprofitable Unternehmen am Leben erhalten werden[1], sind die volkswirtschaftlichen Produktivitätsgewinne seit den 1990er Jahren deutlich abgesunken. Das Potenzial für Reallohnerhöhungen und den Ausbau der Sozialsysteme wurde dadurch maßgeblich eingeengt. Gleichzeitig hat das billige Geld der Zentralbanken die Vermögenspreise stark nach oben getrieben. Aus diesen Entwicklungen lassen sich acht Verteilungsmuster ableiten.

Begünstigt werden Schuldner, ...

Erstens begünstigen Zinssenkungen auf null und umfangreiche Ankäufe von Staatsanleihen die Schuldner auf Kosten der Gläubiger. Traditionell sind die Staaten die größten Schuldner auf dem Kapitalmarkt. Sie profitieren, wenn die Zentralbanken über umfangreiche Ankäufe von Staatsanleihen die Verzinsung der Staatsanleihen drücken. Die EZB hat zwischen 2015 und 2018 Staatsanleihen im Gegenwert von 2 000 Mrd. Euro gekauft. Zudem steigen im Kreditboom die Steuereinnahmen und die Staaten erhalten die Gewinne aus der Geldschöpfung der Zentralbanken. So wäre die Staatsverschuldung Japans in Höhe von 240% des Bruttoinlandsprodukts längst nicht mehr haltbar, wenn die Bank von Japan nicht große Anteile der ausstehenden Staatsanleihen gekauft hätte.

Hingegen verlieren die Haushalte als wichtigste Gläubiger, weil sich die Ersparnisse nicht mehr verzinsen. Private Pensionskassen und Lebensversicherungen werden deshalb in Zukunft nur noch geringere Auszahlungen leisten können. Zudem steigt mit wachsenden Schuldenständen die Wahrscheinlichkeit, dass aufgrund von Zahlungsausfällen Forderungen ganz entwertet werden.

... der Finanzsektor ...

Zweitens begünstigen niedrige Zinsen den Finanzsektor, weil das von den Zentralbanken geschaffene billige Geld dort zuerst ankommt (Cantillon-Effekt). Wenn niedrige Zinsen die Vermögenspreise steigen lassen, schafft das hohe Gewinnmöglichkeiten. Kaufen Finanzinstitute beispielsweise mit dem fri-

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

[1] Caballero, Hoshi und Kashyap (2008) sprechen von einer Zombifizierung.

schen Geld der Zentralbanken Aktien oder Immobilien, dann sind die Preise zunächst noch niedrig. Für die Käufer in der zweiten Runde – zum Beispiel Haushalte und Unternehmen – sind die Preise bereits angestiegen. Je weiter also eine Person oder Institution von der Zentralbank entfernt ist, desto ungünstiger ist für sie der Verteilungseffekt steigender Vermögenspreise. Das gilt insbesondere deshalb, weil Zentralbanken in Finanzkrisen einem Verfall der Vermögenspreise entgegenwirken und so einen impliziten Versicherungsmechanismus gegen Kursverluste schaffen.

Banken profitieren, wenn Zentralbanken mit niedrigen Zinsen das Kreditwachstum anheizen. Platzen die Blasen jedoch und werden in Reaktion auf die vorangegangenen Übertreibungen Kreditvergabe und Eigenhandel stärker reguliert, dann verlieren die Banken. Denn die anhaltend lockere Geldpolitik drückt die Margen zwischen Kredit- und Einlagenzinsen bzw. zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen als der wichtigsten Einkommensquelle. Banken mit traditionellem Geschäftsmodell wie Sparkassen und Genossenschaftsbanken werden gezwungen, Arbeitsplätze abzubauen, Filialen zu schließen und zu fusionieren. Hingegen boomt das Geschäft der Vermögensverwalter und Investmentbanken aufgrund steigender Vermögenspreise sowie zahlreicher Fusionen und Übernahmen weiter.

… und große Unternehmen

Drittens profitieren große Unternehmen im Vergleich zu kleinen und mittleren Unternehmen aufgrund der unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen. Während kleine und mittlere Unternehmen auf die Finanzierung durch Banken angewiesen sind, können sich große Unternehmen durch die Ausgabe von Wertpapieren direkt auf dem Kapitalmarkt finanzieren. Seit Ausbruch der globalen Finanz- und Schuldenkrise wird die Kreditvergabe der Banken stärker reguliert und durch strengere Eigenkapitalvorschriften eingeschränkt. Hingegen konnten die großen Unternehmen die Emission von Wertpapieren stark ausweiten.

Die EZB hat im Rahmen ihrer Anleihekäufe sogar direkt die Wertpapiere großer Unternehmen gekauft und damit für Großunternehmen die Zinsen auf historische Tiefstände gedrückt. Diese haben das zusätzliche Kreditvolumen oft dazu genutzt, durch die Übernahme von Konkurrenten Monopolrenten zu schaffen (z.B. Bayer durch die Übernahme von Monsanto). Die neue Marktmacht dient oft auch dazu, Druck auf die kleinen und mittleren Zuliefererunternehmen auszuüben, die Kosten zu senken. Schließlich hat die von der EZB bewirkte Abwertung des Euro um immerhin 30% seit 2008 vor allem zusätzliche Gewinne in die Kassen der Großunternehmen gespült, weil diese exportorientierter sind. Vor allem das hohe Management hat davon in Form höherer Gehälter profitiert.

VERTEILUNGSEFFEKTE

Viertens gibt es Verteilungseffekte durch unterschiedliches Anlageverhalten. Mittlere und untere Einkommensschichten sparen in Deutschland traditionell in Bankeinlagen, weil die Deutsche Bundesbank die Währung lange stabil hielt. Bankeneinlagen lieferten deshalb eine gute reale Verzinsung ohne Risiken. Die Verzinsung der Bankeinlagen wurde von der EZB jedoch auf (nahe) null gedrückt. Bei Inflationsraten zwischen 1 und 2% verlieren die Spareinlagen preisbereinigt stetig an Wert. Hingegen haben die anhaltend niedrigen Zinsen insbesondere die Preise von Aktien und Immobilien, die überproportional reichen Bevölkerungsschichten gehören, steil in die Höhe getrieben. Große Anteile der DAX-Unternehmen werden zudem im Ausland gehalten.

Fünftens sind mit den sinkenden Produktivitätsgewinnen der Unternehmen die realen Löhne unter Druck gekommen. Dies ist am deutlichsten in Japan, wo die Blase schon 1989 geplatzt ist und die sehr lockere Geldpolitik damit schon sehr viel länger anhält. Dort sinken seit 1998 im Trend die realen Löhne; die prekären Beschäftigungsverhältnisse nehmen immer weiter zu. Da die Verträge für die älteren Alterskohorten bereits gemacht sind, werden insbesondere die Löhne von jungen, weniger qualifizierten Menschen abgesenkt. Auch in Deutschland sinken die realen Einstiegsgehälter im Vergleich zu den vorangegangenen Generationen.

Daraus ergeben sich – sechstens – Verteilungswirkungen zwischen Jung und Alt, die durch die Auswirkungen der Geldpolitik auf dem Immobilienmarkt verstärkt werden. Mit steil steigenden Immobilienpreisen wird es für junge Menschen sehr viel schwieriger, ein Eigenheim zu erwerben. Hingegen wächst das Immobilienvermögen der Älteren im Wert schnell an. Weil die Mieten mit den Immobilienpreisen wachsen, müssen junge Menschen höhere Mieten bezahlen. Die Altmieter bleiben durch die Mietgesetzgebung gegen höhere Wohnkosten geschützt. Zwar können junge Menschen mit reichen Eltern auf ein üppiges Erbe hoffen. Für alle anderen ist jedoch der soziale Aufstieg durch Vermögensbildung schwer geworden.

Siebtens gibt es Umverteilungswirkungen zwischen einzelnen Regionen, wenn sich reiche Menschen, große Unternehmen, Vermögensverwaltungen und öffentliche Institutionen regional konzentrieren. Es wachsen noch die Regionen, wo viele große, exportorientierte Unternehmen und Vermögensverwaltungen angesiedelt sind. In Deutschland beispielsweise Bayern, Baden-Württemberg und die Region Frankfurt. Die ostdeutschen Flächenländer dürften hingegen aufgrund

der kleinteiligen Wirtschaftsstruktur und geringerer Kaufkraft der Bürger zu den Verlierern gehören (vgl. Schnabl und Sepp 2019).

Zudem profitieren Verwaltungszentren und Universitätsstädte, wenn der öffentliche Sektor dank zusätzlicher Einnahmen und beträchtlicher Zinsersparnisse neue Stellen in der öffentlichen Verwaltung sowie im Forschungs- und Hochschulsektor schafft. In Deutschland hat seit Einsetzen der ultralockeren Geldpolitik insbesondere Berlin profitiert, wo seit 2009 400 000 zusätzliche Erwerbstätige registriert wurden und 360 000 Menschen zugezogen sind.

Schließlich gibt es, achtens, Verteilungseffekte zwischen Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen (z.B. Deutschland) und Leistungsbilanzdefiziten (z.B. USA). Denn Leistungsbilanzüberschüsse (-defizite) müssen mit entsprechenden Nettokapitalexporten (-importen) finanziert werden. Seit 2001 ermöglichen umfangreiche Kapitalabflüsse aus Deutschland im Ausland den Kauf deutscher Güter, wovon zwar die Exportindustrie profitiert hat. Solche Kredite sind jedoch mit Konsumzurückhaltung in der Gegenwart und damit mit einer relativen schwachen Binnenkonjunktur verbunden. Nur bei Rückzahlung steigt der Konsum in der Zukunft.

Mit dem anhaltenden globalen Niedrigzinsumfeld ist jedoch die Wahrscheinlichkeit von spekulativen Übertreibungen und Finanzkrisen deutlich angestiegen. In den vergangenen Krisen wurden bereits viele deutschen Auslandforderungen entwertet, beispielsweise die Investitionen deutscher Landesbanken im US-Hypothekenmarkt, die Anteile der Commerzbank an Schiffscontainern oder die argentinischen Staatsanleihen deutscher Kleinanleger. Auch die Target2-Forderungen der Deutschen Bundesbank innerhalb des Eurosystems in Höhe von gut 900 Mrd. Euro werden von einigen Beobachtern als wertlos betrachtet (vgl. Sinn 2012). Je nach Definition können die Verluste auf das deutsche Nettoauslandsvermögen seit 2001 auf bis zu 30 000 Euro pro Bürger geschätzt werden (vgl. Murai und Schnabl 2018).

SCHWERWIEGENDE GESELLSCHAFTLICHE FOLGEN

Während es möglich ist, einzelne Verteilungsmuster herauszuarbeiten, sind die individuellen Verteilungseffekte ungewiss, weil jeder Bürger mehrfach unterschiedlichen sozialen Gruppen angehört. Zudem hat der Staat mit dem von der Geldpolitik geschaffenen zusätzlichen Ausgabenpotenzial neue Leistungen wie Mütterrente, Baukindergeld oder Rente mit 63 geschaffen, um den negativen Wachstums- und Verteilungseffekten entgegenzuwirken.

Dennoch scheint es, dass vor allem die Mittelschicht unter der Entwertung der Ersparnisse und geringen realen Lohnzuwächsen leidet. Abseits der wirtschaftlichen Zentren (meist in kleinen Städten und Dörfern) ist ein Verfall der Kaufkraft zu beobachten. Vielerorts haben vor allem Discounter und Selbstbedienung Hochkonjunktur. Zudem scheint trotz wachsender Staatseinnahmen und Steuerlast die Qualität vieler öffentlicher Güter wie Straßen, Schienenverkehr, Verteidigung oder Gesundheitsversorgung abgenommen zu haben.

Die Verteilungseffekte der Geldpolitik sind aus gesellschaftlicher Sicht bedenklich, weil die Allokation der Ressourcen nicht mehr an Leistung gebunden ist. Die Größe des Vermögens hängt vor allem von der EZB ab. Das erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass Menschen die gegebene Ordnung als ungerecht empfinden und sich von etablierten Parteien abwenden (vgl. Duarte und Schnabl 2018). In ganz Europa hat auch deshalb die politische Polarisierung seit den 1990er Jahren deutlich zugenommen.

Wird auf die wachsende Frustration in der Bevölkerung mit neuen Eingriffen in das Marktsystem wie Mindestlöhnen, Mietpreisbremsen, Zöllen und Einschränkungen bei der internationalen Arbeitskraftmobilität reagiert, dann werden marktwirtschaftliche Prinzipien weiter unterminiert. Das schwächt das Wachstum weiter und treibt die politische Destabilisierung weiter voran. Gerade deshalb sollte die ultralockere Geldpolitik zeitnah grundlegend überdacht werden.

LITERATUR

Ampudia, M., D. Georgarakos, J. Slacalek, O. Tristiani, P. Vermeulen und G. Violante (2018), »Monetary Policy and Household Inequality«, ECB Working Paper 2170.

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

Duarte, P. und G: Schnabl (2019), »Monetary Policy, Income Inequality and Political Instability«, *The World Economy* 42(2), 614–634.

Hayek, F. (1931), *Preise und Produktion*, Springer, Wien und New York.

Murai, T. und G. Schnabl (2018), »'Stupid German Money' Verschenktes Geld«, *Neue Zürcher Zeitung*, 7. November.

Schnabl, G. (2019), »Die Verteilungseffekte der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und deren Einfluss auf die politische Stabilität«, Universität Leipzig Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät Working Paper 160.

Schnabl, G. und T. Sepp (2019), »30 Jahre nach dem Mauerfall: Ursachen für Konvergenz und Divergenz zwischen Ost- und Westdeutschland«, Universität Leipzig Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät Working Paper.

Sinn, H.-W. (2012), *Die Target Falle – Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, Hanser, München.

*Helmut Schleweis**

Mehr Schaden als Nutzen – was eine dauerhaft expansive Geldpolitik für die Gesellschaft bedeutet

Helmut Schleweis

Am Anfang der expansiven Geldpolitik stand der ausdrückliche Wille, das Wachstum anzuheizen und dadurch den Euro zu retten. Doch durch die Übertreibungen der letzten Jahre hat die Geldpolitik ihre Anreizfunktion verloren. Auch eine nochmals expansivere Geldpolitik kann heute keine ausreichenden Wachstumsimpulse mehr setzen. Sie beginnt vielmehr, Strukturen zu schädigen, die ein wesentlicher Faktor für Stabilität sind: In der Finanzwirtschaft und in der Gesellschaft. Daraus entsteht eine immense politische Bürde – europaweit.

Aus der Entwicklung in Japan kann man lernen, dass eine langjährige Geldschwemme wirtschaftliche Dynamik erstickt, die Stabilität des Finanzsystems gefährdet und zu deutlich höheren Preisen für Bankdienstleistungen führt. Auch Deutschland muss sich jetzt auf eine Phase gedämpften wirtschaftlichen Wachstums bei gleichzeitig steigenden gesellschaftlichen Aufgaben einstellen. Das verdient aus unserer Sicht mehr Aufmerksamkeit – auch weil die heutige Geldpolitik diese Probleme verschärft.

GESELLSCHAFT: AUSWIRKUNGEN BRAUCHEN MEHR GEHÖR

Wir sind eine alternde Gesellschaft. Schon das verringert die Wachstumsdynamik. Und es begünstigt, dass die Menschen aktiv für sich selber vorsorgen – dass sie also sparen. Das hat nicht nur kulturelle und geschichtliche Gründe, sondern es ist auch wirtschaftlich rational: Denn die Deutschen gehen mit nur rund 50% des letzten Einkommens[1] in den Ruhestand. Anderswo in Europa ist es deutlich mehr. Die Menschen sparen also aus guten Gründen gegen das Zinstief an. Die Sparquote der privaten Haushalte ist von 2013 (8,9%) auf 2018 (10,4%) immer gestiegen. Inzwischen jedoch mit einem Ertrag nahe null – weil niemand Zinsen auszahlen kann, die es am Markt nicht mehr gibt.

Die dauerhaft expansive Geldpolitik wird langfristig für weite Teile Gesellschaft negative Auswirkungen haben. Sie besetzt selbst die attraktiven Anlageklassen und entwertet so die Leistungsfähigkeit aller kapitalgedeckten Vorsorgesysteme, vor allem Pensionskassen, betriebliche Altersversorgungen, Lebensversicherungen und Stiftungen. Fehlende Zinsen und Zinseszinsen werden zu immensen Lücken und Nachfinanzierungsbedarfen führen. In alternden Gesellschaften – und damit in weiten Teilen Europas – wird das die Kapitalspielräume der jungen Generation und der Unternehmen in der Zukunft deutlich einengen.

Als Sparkassen-Finanzgruppe besorgt uns das, weil jeder Wandel ein festes gesellschaftliches Fundament braucht, um zu gelingen – auch der Wandel hin zu einer digitalen und nachhaltigeren Wirtschaft, an der die Bundesregierung ebenso wie die neugewählte Europäische Kommission bauen wollen.

Für weniger Gutbetuchte steigt jedoch gerade die Wahrscheinlichkeit, von staatlichen Leistungen abhängig zu werden. Schwächere Bevölkerungskreise verlieren schrittweise ihre Altersversorgung. Das trifft Millionen Familien. Wer etwas Risiko aushalten kann, geht vielleicht in Wertpapiere – muss sich dann aber mit einer ausufernden Informationsbürokratie oder sogar mit einer Finanztransaktionssteuer auseinandersetzen. Das verbaut Kleinsparern lukrativere Wege. Und es ist noch völlig offen, ob alle Arbeitgeber die Zinslücke in der betrieblichen Altersvorsorge werden ausgleichen können. Das trifft kleine wie große Betriebe.

Die jüngere Generation wird also nicht nur die Folgen des Klimawandels tragen müssen – sondern auch die sozialen Folgekosten der expansiven Geldpolitik. Das trifft uns alle.

NACHHALTIGKEIT: NICHT IN DER GELDPOLITIK

Dabei müsste »Sparen« hoch im Trend sein. Denn es bedeutet, mit Ressourcen zu haushalten und nicht alles jetzt und heute zu verbrauchen. Es ist in diesem Sinne zutiefst nachhaltig. Als Sparkassen tragen wir diesen Kern nachhaltigen Wirtschaftens in uns und behalten ihn auch in einer neuen Wirtschaftswelt bei – die von Nachhaltigkeit spricht, aber vor allem Anreize für Sofortkonsum schafft.

Die gesellschafts- und finanzwirtschaftlichen Folgen der dauerhaft expansiven Geldpolitik widersprechen zutiefst dem Auftrag der Sparkassen, den Vermögensaufbau für alle Teile der Bevölkerung möglich – vor allem: möglichst *einfach* – zu machen. Die Sparkassen haben deshalb bereits sehr lange Zeit die Kunden vor Negativzinsen bewahrt. Die EZB hat die Marktbedingungen aber so definiert, dass negative Zinsen gewollt sind. Zwischen Kreditinstituten und der EZB sowie auf den Anleihemärkten sind negative Zinsen seit Jahren Realität. Das wird sich weiter verschärfen.

Durch die dezentrale Verankerung können Sparkassenvorstände aufmerksam und besonnen notwendige Veränderungen steuern. Sie tun das mit einem verantwortlichen Rundumblick auf die Kundenbeziehung. Sie tragen aber eben auch Verantwortung für die langfristige wirtschaftliche Tragfähigkeit der Institute.

* Helmut Schleweis ist Präsident des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes e. V.

[1] Bezogen auf die Leistungen der gesetzlichen Rentenversicherung.

POLITIK: UMVERTEILUNG »ZURÜCK ORGANISIEREN«

Die Geldpolitik führt auch zu einer Umverteilung von unten nach oben. Kapitalstärkere Bevölkerungskreise können Anlagechancen auf Kapital- und Immobilienmärkten nutzen. Sie laufen damit all jenen wirtschaftlich davon, die weniger Risiko tragen oder nur in geringem Umfang investieren können. Dadurch vertieft sich die wirtschaftliche Spaltung der Gesellschaft.

Die Sparkassen sind der Auffassung, dass die öffentliche Hand ersparte Zinsen an die Sparer zurückgeben sollte. 16,6 Billionen Euro Staatsanleihen rentieren heute negativ. Das ist etwa ein Viertel der Euro-Staatsanleihen. Allein die öffentliche Hand in Deutschland hat gut 360 Mrd. Euro durch Negativzinsen gespart.[2] Diese Summe ergibt sich durch den Vergleich der aktuellen Zinsniveaus mit dem höheren Zinsniveau von 2007, also bevor die globale Finanzkrise ausbrach und die Notenbanken mit der Niedrigzinspolitik darauf antworteten. Und die öffentlichen Haushalte werden auch weiterhin für sich milliardenschwere Entlastungen schöpfen, wenn sie die aktuellen Negativzinskonditionen für ihre Finanzierung nutzen. Die Sparer haben demgegenüber 300 Mrd. Euro an Zinsen verloren.

Wir begrüßen, dass in der Politik jetzt die längst überfällige Diskussion beginnt, wie man die breite Bevölkerung vor den negativen Auswirkungen schützen kann. Ein Verbot von Negativzinsen widerspricht jedoch unserer Wirtschafts- und Rechtsordnung. Weder der Freistaat Bayern noch der Bund verzichten ja auf negative Zinsen bei den von ihnen begebenen Anleihen.

Vielmehr sollte die öffentliche Hand die eingesparten Milliardenbeträge den Bürgerinnen und Bürgern zurückgeben. Hierfür ist eine Fülle von Maßnahmen denkbar.

Wertzuwächse sind aktuell nur bei Vermögenspreisen zu beobachten. Es ist deshalb eine wichtige politische Zielsetzung, die breite Bevölkerung daran teilhaben zu lassen. Möglich wäre dies durch eine Erleichterung (also Entbürokratisierung) der Anlage in Wertpapieren, eine Modernisierung des Vermögensbildungsgesetzes (etwa eine spürbare Erhöhung der Arbeitnehmersparzulage sowie eine Ausweitung des Kreises der Anspruchsberechtigten durch Anhebung der Einkommensgrenzen) und die schwerpunktmäßige Ausrichtung auf das Wertpapiersparen, und eine Senkung der Grunderwerbsteuern.

FINANZWIRTSCHAFT: ANLEIHEKAUFPROGRAMM BELASTET FINANZMARKTSTABILITÄT

Unter dem Strich bringt das jüngste Maßnahmenpaket der EZB für Kunden und Kreditinstitute mehr Schaden als Nutzen. Das ist die Haltung der Sparkassen, und ähnlich äußerten sich auch viele Andere – darunter die französische Notenbank, die italienische Bankenvereinigung und zahlreiche Player des deutschen Bankenmarktes. Der Vorwurf richtet sich sowohl an den nochmals gesenkten negativen Leitzins, als auch – und vor allem – an das wieder ausgeweitete Anleihekaufprogramm.

Zuvor hatte der Nettoaufbau nur für zehn Monate pausiert, bei einem bereits sehr hohen aufgelaufenen Bestand. Die EZB ist bereits der dominierende Kreditgeber der Euroländer. Sie hält im Rahmen ihres Anleihekaufprogramms bereits rund ein Drittel der europäischen Staatsanleihen in ihrem Portfolio. Die Wiederbelebung des Anleihekaufprogramms mit neuen Nettokäufen verstärkt weiter die Vermengung von Finanzpolitik und Geldpolitik.

Für die Finanzmärkte hat dies noch einen weiterreichenden Effekt: Die EZB verknappt durch die umfassenden Anleihekäufe die Anlagemöglichkeiten anderer Marktteilnehmer und lässt ihnen die »Wahl« zwischen Negativrendite[3] oder deutlich erhöhten Risiken. Und wenn es dann starke, gleichgerichtete Ausweichbewegungen in Risikowertpapiere und Immobilien gibt, drohen dort mit der Zeit Bewertungsblasen. So entstehen durch eine überzogene Gelpolitik auch neue Risiken für die Finanzstabilität – was ja »der andere Arm der Notenbanken«, also die Aufsicht, stets zu verhindern sucht.

Die Banken im Euroraum haben mit den widersprüchlichen Zielsetzungen von Geldpolitik und Regulierung Geduld bewiesen und sind damit unternehmerisch umgegangen. Sie haben auch dafür gesorgt, dass Kunden von dem unorthodoxen Zinsumfeld profitieren konnten, denn sie haben die Zinssenkungen deutlich stärker im Kreditgeschäft weitergereicht als im Einlagenbereich. Kredite wurden um 3,5 Prozentpunkte günstiger für Kunden. Die Einlagenverzinsung hat nur um rund 2 Prozentpunkte nachgegeben. So vorteilhaft das für die Kunden war: Die sich daraus für die Kreditinstitute ergebende Lücke wird aber immer größer und muss geschlossen werden.

STAFFELZINSEN: KEIN AUSGLEICH FÜR DIE DAUERHAFT VERÄNDERTEN MARKTBEDINGUNGEN

Vor diesem Hintergrund ist die Einführung von Staffelzinsen zwar ein richtiger Schritt, allerdings werden damit nur die direkten Auswirkungen der Negativzinsen abgefedert. Die indirekten Belastungen der expansiven Geldpolitik sind jedoch erheblich größer und steigen mit dem neuen Maßnahmenpaket der EZB nochmals an. Wir haben es mit dauerhaft prägenden Marktverzerrungen in

[2] Fiskalische Zinsgewinne durch Niedrigzinsen, 2008–2018, lt. Deutsche Bundesbank.

[3] Zum Beispiel aktuell Bundesanleihen mit 30-jähriger Laufzeit.

allen wichtigen Märkten – bei Einlagen, Krediten und im Anlagebereich – zu tun.

Die Sparkassen passen derzeit jeweils ihre Mittelfristplanungen der neuen Lage an. Deshalb stehen weitere Einsparungen und Preisanpassungen auf der Tagesordnung. Das geht auch Wettbewerbern nicht anders. Was an Zinsüberschuss fehlt, ist auch durch erhöhte Provisionsüberschüsse und verstärkte Vertriebsanstrengungen nicht vollständig auszugleichen – zumal die Politik die Entgelte immer weiter deckelt.

Insofern sind alle Kreditinstitute in derselben Situation: Sie können sich in ihrer Geschäftspolitik nicht dauerhaft gegen die Marktbedingungen stellen. Und es wird immer schwerer, wenigstens noch Minizinsen auszuzahlen, weil es auch die in weiten Teilen des Marktes nicht mehr gibt. Niemand kann eben die Grundrechenarten neu erfinden.

AUSBLICK: ZEIT FÜR INVESTITIONEN – WIRTSCHAFTSPOLITIK IST GEFRAGT

In der Abwägung zwischen »Schaden« und »Nutzen« für die Finanzwirtschaft wird gern argumentiert, dass die jahrelange Geldschwemme immerhin deutliche wirtschaftliche Impulse gesetzt habe. Doch auch dieses Argument zieht in der aktuellen Situation nicht und liefert keine hinreichende Begründung für eine erneute Ausdehnung der Geldpolitik.

Es stimmt: Unsere Mittelstandskunden haben ihre Wachstumsimpulse zuverlässig geliefert. Sie haben für steigende Einkommen gesorgt und zunehmend in digitale Geschäftsmodelle investiert. Durch den technologischen Fortschritt kann das Anlagevermögen immer effizienter eingesetzt werden.[4] Zusätzlich haben die Unternehmen eine Eigenkapitalquote von inzwischen fast 40% erwirtschaftet, wie der Mittelstands-Fitness-Index der Sparkassen-Finanzgruppe zeigt.[5] Das ist international ein Spitzenwert, der auch anzeigt, dass die Kreditportfolien von Sparkassen und Landesbanken für einen möglichen Abschwung gerüstet sind.

In diesem Umfeld kann die Geldpolitik keine weiteren Wachstumsimpulse mehr setzen. Denn Finanzierungskosten sind auf dem inzwischen erreichten Niveau für Kreditnehmer wirtschaftlich gar nicht mehr ausschlaggebend. Und bei Investitionsentscheidungen ist für die Unternehmen ohnehin ihre Einschätzung der Stabilität der Umfeldbedingungen wichtiger als das Zinsumfeld.

Die bisherige Dynamik stößt an Grenzen, weil den Unternehmen die nötige Infrastruktur und damit Planungssicherheit fehlt. Dämpfend wirken vor allem der Fachkräftemangel, die demografische Alterung, weltpolitische Unsicherheit, und große Lücken bei digitalen und Verkehrsnetzen. Die Unternehmen werden also nicht stärker investieren, nur weil Kredite durch billiges Geld noch billiger werden.

Wir brauchen heute ganz andere Weichenstellungen, auf allen Feldern der Wirtschaftspolitik – für Produktivitätssteigerungen, die unsere Gesellschaft demografiefest machen, der Wissensgesellschaft eine passende Infrastruktur geben und den ökologischen Umbau voranbringen. Die Geldpolitik ist aus- und überreizt. Die Finanz- und Wirtschaftspolitik der Nationalstaaten ist gefragt.

[4] So zeigt der S-Mittelstands-Fitness-Index 2019 der Sparkassen-Finanzgruppe, dass 2004 mit einem Euro Sachanlagen noch ca. 1,70 Euro Umsatz erzielt wurden. 2018 waren es bereits 2,20 Euro.
[5] S-Mittelstands-Fitness-Index: https://www.dsgv.de/newsroom/termine/mittelstands-fitnessindex-2019.html.

*Dominik Löber**

Quo vadis, Kapital?

Dominik Löber

NIEDRIGZINSEN SIND WEDER EIN EUROPÄISCHES PROBLEM NOCH VON ZENTRALBANKEN VERURSACHT

Mit den jüngsten Ankündigungen einer Senkung des Einlagesatzes auf –0,50% und der Aufnahme neuer Anleihekäufe macht die Europäische Zentralbank (EZB) deutlich, dass sie ihre ultralockere Geldpolitik weiterhin verfolgen wird (vgl. EZB 2019). Schwache Konjunkturdaten und anhaltend niedrige Inflationsraten erfordern laut der EZB das neue Maßnahmenpaket, das umfangreiche Ankäufe von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren vorsieht.

Seit der Einführung der unbegrenzten Anleihekäufe 2012 durch die EZB als Reaktion auf die europäische Staatsschuldenkrise hat die EZB die Leitzinsen schrittweise gesenkt. Mit der Fortführung ihrer expansiven Geldpolitik befeuert sie den öffentlichen Diskurs um die Risiken expansiver Geldpolitik in einer Welt der Niedrigzinsen. Kritiker mahnen, dass die EZB mit ihrem Vorgehen zunehmend die Stabilität des Wirtschaftssystems gefährde (vgl. *Handelsblatt* 2019). Besonders die Einführung von Strafzinsen auf die Einlagefazilitäten (»Negativzinsen«) 2014 durch die EZB wurde stark kritisiert.

Während Leitzins und nominale Zinsen in der öffentlichen Debatte besonders präsent sind, wird die Frage nach dem »tatsächlichen« Zinsniveau, dem Realzins, oft vernachlässigt. Unabhängig von der vorliegenden Inflationsrate zeigt der Realzins die tatsächlichen Kosten des Kapitals auf. Grundsätzlich gilt: Je mehr verfügbares Kapital im Markt, desto niedriger der Realzins. Um den Realzins zu messen, werden häufig inflationsindexierte Staatsanleihen herbeigezogen. Ihre Entwicklung (vgl. Abb. 1) zeigt einen fortlaufenden Abwärtstrend des Realzinses seit der Jahrtausendwende. Die kurzfristigen starken Anstiege der Realzinsen nach der Krise 2007 sind auf starke und kurzfristige Preisentwicklungen am Kapitalmarkt zurückzuführen und sollten nicht als fundamentale Veränderungen der Realzinsen in der »Realwirtschaft« gedeutet werden.

Hierbei wird sichtbar, dass sinkende Realzinsen keine neue Entwicklung sind. Bereits weit vor der Finanzkrise war das Realzinsniveau rückläufig. Diese Entwicklung beschränkt sich nicht auf den Euroraum, sondern ist in den meisten Industrieländern zu finden, z.B. in den USA sowie in Kanada. Besonders Japan kämpft bereits seit Jahrzehnten mit den Auswirkungen anhaltender Niedrigzinsen.

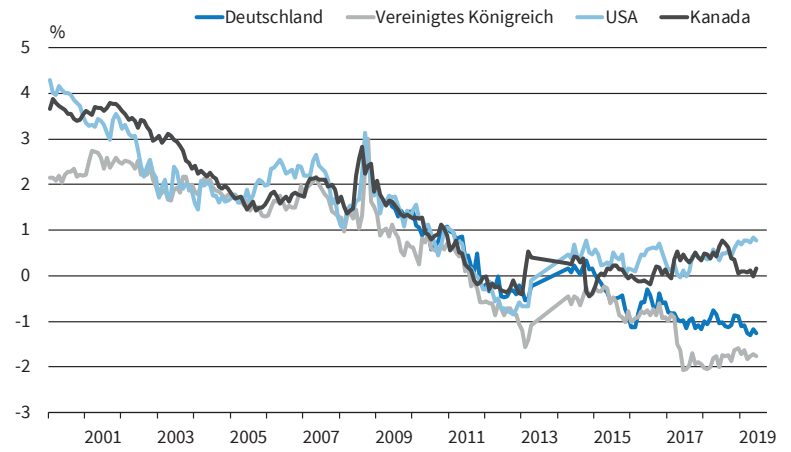
Dies deutet darauf hin, dass die expansive Geldpolitik zahlreicher Zentralbanken der Industrienationen nicht als Ursache des niedrigen Realzinsniveaus in Frage kommt. Die aktuellen Leitzinsen sind vielmehr ein Symptom sinkender Realzinsen im Wirtschaftssystem. Die Gründe für das Absinken des Realzinses sprechen dabei für ein Überangebot an Kapital im Markt, das mit geringem Produktivitätswachstum einhergeht. Dabei wird die Suche nach Kapitalrendite für viele Investoren zunehmend schwieriger.

Die Gründe für das Überangebot von Kapital sind vielschichtig. Viele Industrieländer, allen voran Japan und Deutschland, aber auch die EU im Allgemeinen, erleben einen tiefgreifenden demografischen Wandel. Ihre geburtenstarken Jahrgänge sind teils bereits verrentet oder werden in den kommenden Jahren aus dem Berufsleben ausscheiden. Die akkumulierten Ersparnisse der Altersvorsorge – sowohl in den Pensionsrückstellungen als auch in der privaten Vorsorge – tragen zu einem hohen Angebot an Kapital bei, das sichere Anlageoptionen sucht und den Realzins weiter nach unten treibt. Hier sind zusätzlich auch Staatsfonds zu nennen, die mit ihren großen Anlagevermögen zu einem weiteren Überangebot führen.

Während das Angebot von Kapital steigt, bleibt die Nachfrage zurück. Um gute Renditen zu erzielen, werden Innovationen benötigt. Doch die Steigerung wirtschaftlicher Produktivität durch die Entwicklung technologischer Innovation bleibt nach Meinung vieler Beobachter seit Längerem hinter den Erwartungen zurück. Die Anwendung innovativer Technologien, wie beispielsweise des

Abb. 1

Inflationsindizierte Rendite auf Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg.

© ifo Institut

* Dr. Dominik Löber ist Senior Partner bei der Roland Berger GmbH.

Internets, ist weit fortgeschritten – viele bisherige Entwicklungen optimieren eher, statt zu revolutionieren, und die Produktivitätsschübe der »kleinen Revolutionen« (z.B. IoT, autonomes Fahren) stehen noch aus. Es stellt sich eine zunehmende Sättigung ein. Auch die Monopolisierung von Innovationen im Technologiebereich durch Großkonzerne wie Alphabet, Amazon oder Apple trägt zu einer Verlangsamung technologischer Innovation bei. Und letztendlich führt der Wandel zur Dienstleistungsgesellschaft in den entwickelten Volkswirtschaften zu einer reduzierten Nachfrage nach Kapital für neue Geschäftsmodelle. Selbst traditionelle Geschäftsmodelle mit hohem Kapitalbedarf können aufgrund zunehmend effizienterer Nutzung von kapitalintensiven Anlagen optimierter genutzt werden (Stichworte: *Sharing Economy* und *Cloud Computing*).

Mit der Verlangsamung von Innovationen bleibt die Nachfrage nach Kapital hinter dem Angebot zurück. Demografischer Wandel, Marktsättigung und die hohe (politische) Stabilität sowie die gestiegene Risikoaversion tragen dazu bei, dass der Realzins auf niedrigem Niveau bleibt – und wir auch langfristig mit niedrigen (realen) Zinsen rechnen müssen.

GEWINNER UND VERLIERER? – NUR EINE KURZFRISTIGE BETRACHTUNG!

Natürlich lassen sich Gewinner und Verlierer eines Niedrigzinsumfeldes identifizieren. Vereinfacht lässt sich sagen, dass Investoren, auf der Suche nach (sicheren) Anlagemöglichkeiten verlieren, da sie real Kapital über die Laufzeit verlieren, wenn sie in Zinspapiere wie Staats- und Unternehmensanleihen oder Pfandbriefe sowie in Bankguthaben investieren, oder in risikoreichere Anlageklassen ausweichen müssen. Konkret bedeutet das, dass institutionelle Anleger (insbesondere Pensionskassen und andere Versorgungswerke) und sowohl kleine als auch große private Sparer negativ betroffen sind. Aufgrund der Flucht in Anlageklassen wie Immobilien sind wegen wachsender Renditeanforderungen der Käufer auch Mieter vom Niedrigzinsumfeld betroffen. Zusätzlich sind Intermediäre (z.B. Retailbanken), die negative Einlagezinsen nur sehr begrenzt an ihre Kunden weitergeben können, nachhaltig in ihrem Geschäftsmodell betroffen.

Wenn Anleger verlieren, müssen (zumindest kurzfristig) Schuldner gewinnen. Hierbei sind insbesondere hoch verschuldete Staaten und Unternehmen zu nennen, die aufgrund der günstigen Finanzierungen auch über den Zeitpunkt des (normalerweise) eintretenden »ökonomischen Tods« hinaus überleben können – spiegelbildlich sind hier die gesunden, erfolgreichen Unternehmen durch höheren Wettbewerb im Nachteil. Auch Aktionäre konnten sich in den letzten Jahren, insbesondere bei Anlage in US-Papieren, über hohe Kurszuwächse freuen. Doch auch Immobilienbesitzer und Besitzer alternativer Investitionsgegenstände gewinnen aufgrund der durch die Niedrigzinsen getriebenen Flucht der Finanzinvestoren in andere Assetklassen. Auch wenn sich positive und negative Effekte, und damit Gewinner und Verlierer in der Gesamtperspektive, die Waage halten, so hat das Niedrigzinsumfeld doch einen erheblichen Umverteilungseffekt zur Folge – zwischen sozialen Schichten, und auch zwischen verschiedenen Volkswirtschaften.

Doch so richtig diese Aussagen in einer kurzfristigen Betrachtung sind, so falsch sind diese langfristig betrachtet. Die gesamtgesellschaftlichen Konsequenzen sind weitestgehend negativ: Ineffiziente Kapitalallokationen und Marktverwerfungen entstehen und bleiben bestehen. Zum Beispiel unterstützt der immense Anlagedruck der Investoren das Entstehen von langfristig unwirtschaftlichen Geschäftsmodellen, die ohne Berücksichtigung von Refinanzierungskosten weder ökonomisch noch ökologisch betrieben werden können.

Parallel zu der Entstehung von Blasen auf Einzelunternehmensebene (»Zombie-Unternehmen«) entwickeln sich auch sektorale Blasen in den verschiedenen Anlageklassen. Darüber hinaus entstehen für die bestehenden kapitalgedeckten Altersvorsorge- und Sozialsysteme enorme Herausforderungen, da deren Funktionsweise nur mit adäquaten (realen) Zinsen gewährleistet werden kann. Auch müssen die politischen Folgen der beschriebenen Umverteilungseffekte berücksichtigt werden.

Letztendlich sind weder Gewinner noch konkrete Verlierer zu identifizieren, sondern unsere gesellschaftlichen Strukturen und Grundprinzipien sind in Gefahr. Langfristig und in der bestehenden marktwirtschaftlichen Grundordnung gibt es nur Verlierer des dauerhaften Niedrigzinsumfeldes. So können, um am konkreten Beispiel zu bleiben, auch die Kursentwicklungen am Aktienmarkt und sind global gesehen vom schwächer werdenden Wirtschaftswachstum limitiert. Auch der bisherige Wachstumstreiber China sieht sich mittlerweile mit zurückgehendem Wirtschaftswachstum konfrontiert und wird sich langfristig den gleichen Problemen stellen müssen. Das führt uns zur Kernfrage unserer Diskussion: Quo vadis, Kapital? Oder sogar grundsätzlicher gefragt: Quo vadis, marktwirtschaftliche Grundordnung?

AUSSITZEN DES NIEDRIGZINSUMFELDES IST KEINE LÖSUNG – EVOLUTION DER MARKTWIRTSCHAFTLICHEN GRUNDORDNUNG ALS ZIEL

Zusätzlich zu der Erkenntnis, dass es keine langfristigen Gewinner der negativen Zinsen gibt, kann ein weiteres Kernergebnis konstatiert werden: Derzeit ist weder eine kurz- noch langfristige Verbesserung des (realen) Zinsumfeldes in Sicht. Wir müs-

sen uns daher langfristig auf negative Realzinsen vorbereiten.

Kann unsere soziale, marktwirtschaftliche Grundordnung dauerhafte Niedrigzinsen verkraften? Oder können wir Lösungen finden, um die Realzinsen innerhalb des bestehenden Systems wieder zu steigern? Dazu sind grundsätzlich zwei Arten von Lösungen denkbar: solche, die das Kapitalangebot reduzieren, und solche, die die Kapitalnachfrage stimulieren.

Die Stimulation der Kapitalnachfrage ist hierbei der klassische Ansatz, um die Realzinsen zu steigern. Nachdem viele Jahrhunderte lang das Wachstum des Arbeitskräftepools der Haupttreiber für Wirtschaftswachstum war, so hat seit der industriellen Revolution die Steigerung der Produktivität jedes Einzelnen durch technologischen Fortschritt diesen als Haupttreiber abgelöst. Mit Blick auf drängende und gesellschaftsverändernde Herausforderungen unserer Zeit ergeben sich jedoch potenzielle Möglichkeiten. Die ungelösten Fragen der Migration sowie des Klimawandels sind ohne Zweifel Herausforderungen, die einen fundamentalen Wandel (einen »Strukturbruch« im volkswirtschaftlichen Sinn) der Gesellschaft erfordern. Es ergeben sich deshalb verschiedene Optionen, um mittelfristig den Realzins über die Stimulation der Kapitalnachfrage zu steigern oder wenigstens zu stabilisieren:

- **Steigerung des Arbeitskräfteangebots:** Im Kampf gegen den demografischen Wandel können eine noch stärkere Beteiligung von Frauen am Erwerbsleben durch den Abbau struktureller Benachteiligungen helfen ebenso wie eine erhöhte Geburtenrate durch den konsequenten Ausbau einer Kinderbetreuung und den Einsatz für eine verbesserte Vereinbarkeit von Beruf und Familie. Gleichzeitig kann eine Neuordnung der Migrationspolitik sowohl zum Ausbau der Fachkräftezuwanderung dienen als auch die humanitären Verpflichtungen einer modernen Gesellschaft erfüllen.
- **Große Schritte wagen:** Um die Produktivität zu steigern und technologischen Fortschritt zu schaffen, sind große Schritte notwendig. Die Klimakrise beispielsweise erfordert die Erforschung neuer Technologien zur Deckung des Energiebedarfs, zur Schonung der Ressourcen und zur Bewältigung der Folgen des Klimawandels und kann daher ein wichtiger Anknüpfungspunkt sein. Aber darüber hinaus muss unsere Gesellschaft wieder den Mut finden, scheinbar unmögliche Visionen zu denken (der »neue Flug zum Mond«), um neue und bisher nicht vorstellbare Innovationen und Techniken zu ermöglichen. Durch das »Versammeln« hinter einer zentralen Idee und die Entwicklung der notwendigen technischen Voraussetzungen ergibt sich oftmals eine Vielzahl an »Neben-Ideen«, die wiederum in der Privatwirtschaft genutzt werden können und weitere Investitionen erfordern.

Hierbei ist jedoch klar, dass alle Optionen einer starken politischen Treibkraft und einer breiten Unterstützung in der Bevölkerung bedürfen.

Historisch betrachtet waren es nicht immer nur Veränderungen der Nachfrage an Kapital, sondern insbesondere auch Veränderungen des Kapitalangebots, die einen Effekt auf Wachstum und Realzinsen hatten. Es waren vor allem extreme Ereignisse und Strukturbrüche, die Wachstum und Verzinsung durch eine Verknappung (oder besser, eine »Vernichtung«) des Kapitalangebots befeuert haben. Das Wirtschaftswunder in Deutschland wäre nicht ohne den zweiten Weltkrieg möglich gewesen. Auch die Hochwasserkatastrophen 2002 in Sachsen haben dem Land ein höheres Wirtschaftswachstum beschert (vgl. Berlemann und Vogt 2007).

Durch die Vielzahl an Auseinandersetzungen im 19. und 20. Jahrhundert waren immer wieder, durch die daraus resultierende Vernichtung eines Großteils des Kapitalstocks, hohe Investitionen notwendig, die sowohl Herstellung des notwendigen Kriegsgeräts als auch den Wiederaufbau im Anschluss ermöglicht haben. Seit Ende des kalten Krieges haben jedoch die Konflikte und daraus entstehenden Zerstörungen stark abgenommen. Es muss sich noch zeigen, ob unsere marktwirtschaftliche Grundordnung auf eine bisher noch nie so lang anhaltende Friedensphase eingestellt ist.

Es bleibt festzustellen, dass alle Bemühungen, den Realzins wieder zu steigern, nur kurzfristig Erfolg haben können, da sie nicht das fundamentale Problem unserer marktwirtschaftlichen Grundordnung – das langfristige Überangebot an Kapital – adressieren. Die Steigerung der Kapitalnachfrage ist nur ein mittelfristiger Hebel zur Verbesserung der Situation im bestehenden System. Dieser kann lediglich die Symptome mildern und uns Zeit schaffen, eine nachhaltige und umfassende Lösung des Problems zu entwickeln. Daher muss es die Aufgabe der Gesellschaft und der internationalen Zusammenarbeit in den nächsten Jahren sein, Lösungen zu erarbeiten, um unsere wirtschaftliche Grundordnung auf eine neue Stufe zu heben, die auch trotz negativer und weiterhin sinkender Realzinsen erfolgreich Werte für alle Mitglieder der Gesellschaft schafft. Anstatt die Diskussion um kurzfristige Gewinner und Verlierer von Negativzinsen zu führen, müssen wir versuchen ein Weg zu finden, damit wir nicht langfristig alle Verlierer in der Welt dauerhafter Niedrigzinsen sind.

LITERATUR

Berlemann, M. und G. Vogt (2007), »Kurzfristige Wachstumseffekte von Naturkatastrophen, Eine empirische Analyse der Flutkatastrophe vom August 2002 in Sachsen«, November, Discussion Paper 69, Helmut-Schmidt-Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg.

EZB – Europäische Zentralbank (2019), »Monetary policy decisions«, Pressemitteilung, 12. September, verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de50b4d2.en.html.

Handelsblatt (2019), »Sparkassen-Präsident erneuert Kritik an Geldpolitik der EZB«, Handelsblatt.com, 15. August, verfügbar unter: https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/helmut-schleweis-sparkassen-praesident- erneuert-kritik-an-geldpolitik-der-ezb/24906050.html.

*Michael Menhart**

Gewinner oder Verlierer – die Risiken steigen für alle

Michael Menhart

Am 2. August 2019 wurde in Deutschland Finanzmarktgeschichte geschrieben. Zum ersten Mal waren die Renditen sämtlicher deutscher Staatsanleihen negativ. Sogar für Bundesanleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren musste der Investor dafür bezahlen, dem Bund Geld leihen zu dürfen. Der Niedrigzins ist kein regionales Phänomen. Anfang Oktober 2019 verzeichneten Anleihen mit einem Marktwert von über 15 Billionen US-Dollar weltweit eine negative nominale Rendite.

Negative Nominalzinsen für Bundesanleihen hatte Deutschland vor 2016 noch nie erlebt. Und auch in anderen Ländern wurde in den letzten Jahren mit Negativzinsen Neuland betreten. Negative Realzinsen hingegen gab es in der Vergangenheit sehr wohl. So reichte der Nominalzins für zehnjährige Staatsanleihen beispielsweise in den 1970er Jahren in einer Reihe von Industriestaaten, darunter Japan und den USA, nicht aus, um die infolge der Ölkrise hohe Inflationsrate auszugleichen und für einen realen Werterhalt zu sorgen. Und für kürzere Laufzeiten, beispielsweise für Sparbücher, war die reale Verzinsung auch in Deutschland sowohl in den 1970er Jahren als auch zu Beginn der 1990er Jahre negativ.

Seit Beginn der 1980er Jahre sind die Renditen langlaufender Staatsanleihen in den Industrieländern sowohl nominal als auch real substanziell zurückgegangen (vgl. Abb. 1). Als Begründung werden vor allem die demografische Entwicklung, geringere Produktivitätssteigerungen und damit verbunden ein geringeres Trendwachstum genannt. Auch die starke Ersparnisbildung der Bevölkerung in aufstrebenden Schwellenländern hat dazu beigetragen.

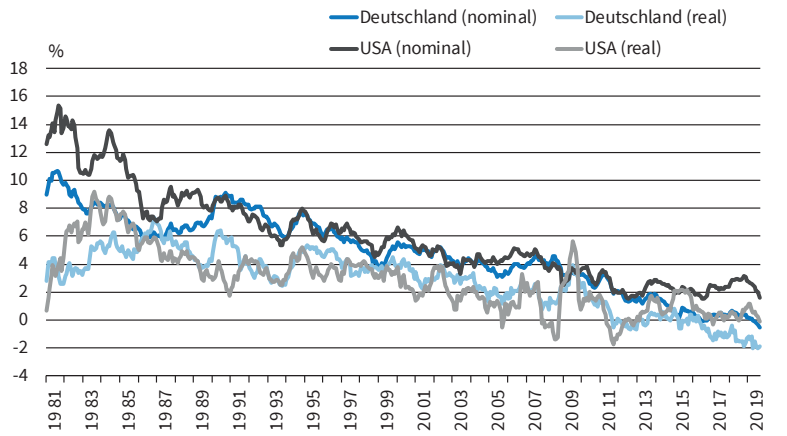
Das aktuelle Zinsumfeld ist jedoch wesentlich durch die Geldpolitik der Zentralbanken geprägt. In den großen Volkswirtschaften senkten sie die Leitzinsen in Richtung null (und z.T. darüber hinaus), erwarben in großem Stil Vermögenswerte wie Staats- und Unternehmensanleihen und stellten den Banken Liquidität zur Verfügung. Zuletzt hatten im September 2019 sowohl die US-Fed als auch die EZB auf eine nachlassende Konjunkturdynamik erneut mit expansiven Maßnahmen reagiert. Damit stehen die Zeichen klar auf Verlängerung des Niedrigzinsumfelds.

Die Frage nach Gewinnern und Verlierern niedriger Zinsen ist daher aktueller und relevanter denn je. Wir sind alle Gewinner des Niedrigzinses, argumentieren manche. Denn wir alle haben davon profitiert, dass die Zentralbanken vor gut zehn Jahren auf die Finanzkrise mit einer Öffnung der geldpoli-

* Dr. Michael Menhart ist Chefvolkswirt bei Munich Re.

Abb. 1

Nominale und reale Verzinsung zehnjähriger Staatsanleihen
Januar 1981 bis August 2019



Quelle: Deutsche Bundesbank; Federal Reserve Bank of St. Louis; Berechnungen des Autors. © ifo Institut

tischen Schleusen reagiert und eine Kernschmelze des Finanzsystems verhindert haben. Es gibt vor allem Verlierer, sagen kritische Stimmen vor allem in Europa: Hätte die EZB nach der Finanzkrise rechtzeitig eine geldpolitische Normalisierung eingeleitet, müssten wir nun nicht mit den Risiken und Nebenwirkungen der Geldpolitik leben. Ein Vergleich der aktuellen Lage mit solch kontrafaktischen Vergangenheitsszenarien bleibt immer ein Stück weit hypothetisch.

Gleichwohl lohnt der Blick auf die wesentlichen Wirkungskanäle niedriger Zinsen, deren Ende nicht absehbar ist, während die Nebenwirkungen immer deutlicher spürbar werden. Relevant sind vor allem folgende Dimensionen: die Auswirkungen auf Konjunktur, Finanzstabilität sowie Verteilung – letzteres vor allem im Hinblick auf die Altersvorsorge.

KONJUNKTURELLE EFFEKTE

Niedrige Zinsen sollen die Konjunktur durch Stimulierung von Kreditvergabe und Investitionen stützen. Und in der Tat ist die Eurozone seit 2013, als die Rezession infolge der Staatsschulden- und Bankenkrise endete, insgesamt schon 25 Quartale lang gewachsen. Die Investitionen waren dabei mit einem Zuwachs von real mehr als 3% pro Jahr ein wesentlicher Treiber. Einen starken Aufschwung erlebte in Deutschland vor allem der Bausektor, der seit 2010 mit real rund 2,0% pro Jahr gewachsen ist. Eine erfreuliche Folge der robusten Konjunktur: Die Arbeitslosenquote in der Eurozone hat sich seit ihrem Höhepunkt im Jahr 2013 bis heute von 12,1% auf 7,4% deutlich reduziert.

Im aktuellen Umfeld wird die Wirkung zusätzlicher geldpolitischer Maßnahmen auf die Konjunktur in der Eurozone, vor allem auf die Investitionen, jedoch sehr begrenzt bleiben: Entweder die Kapazitäten sind ausgelastet (etwa im Bausektor) oder Unternehmen halten sich angesichts zahlreicher wirtschaftlicher und politischer Unsicherheiten zurück. Zudem ziehen Zinssenkungen in Zeiten handelspolitischer Spannungen den Vorwurf der Währungsmanipulation nach sich. Dadurch können Handelskonflikte weiter befeuert werden, wie die jüngsten Drohungen von US-Präsident Trump gegenüber der EU gezeigt haben.

Es gibt weitere schädliche Nebenwirkungen, die umso höher sind, je länger die Zinsen niedrig bleiben. So werden notwenige Strukturreformen auf nationalstaatlicher Ebene verzögert. Zudem werden ertragsschwache Unternehmen künstlich am Leben erhalten, und die für Volkswirtschaften essenziellen Marktbereinigungen finden nicht statt.

Die Geldpolitik hat sich immer mehr in ein Dilemma hineinmanövriert: Je länger der Niedrigzins anhält, desto mehr »Zombiefirmen« bleiben im Markt. Je später der Schritt in Richtung Normalisierung, desto größer und schmerzhafter wird die folgende Marktbereinigung. Auch mit Blick auf die z.T. hohe staatliche Schuldenlast in den Mitgliedsländern steht die EZB vor einem Problem, denn spürbar höhere Zinsen wären für einige Staatshaushalte nur schwer zu verkraften.

EFFEKTE AUF DIE FINANZSTABILITÄT

Im Sommer 2012 stand die Europäische Währungsunion vor dem Abgrund. Die Angst vor einer systemischen Bankenkrise stieg. Mario Draghi hat damals durch sein Versprechen »Whatever it takes« – also allein durch ein Signal an die Finanzmärkte, die EZB verfüge über ausreichend Mittel zur Krisenbewältigung – die Lage beruhigt. Selbst wenn Geldpolitik eine stabilisierende Wirkung in außerordentlichen Krisenzeiten hat: Lang anhaltende Niedrigzinsen und ultraexpansive Geldpolitik bringen ihrerseits substanzielle Risiken für die Finanzstabilität mit sich. Leidtragende sind nicht zuletzt Banken, deren Geschäftsmodell auf die Probe gestellt wird. Je länger die Phase niedriger Zinsen anhält, desto stärker leidet deren Ertragskraft.

Die größten Risiken lauern am Finanzmarkt: Investoren gehen auf der Suche nach Rendite häufig übermäßige Risiken ein, und es können sich Vermögenspreisblasen entwickeln. Aktienmärkte, Hauspreise und manche Anleihemärkte haben Rekordmarken erreicht. Entsprechend gering sind vielfach die Risikoprämien. Die Bundesbank oder der Internationale Währungsfonds warnen schon seit einigen Jahren vor gestiegener Anfälligkeit im Niedrigzinsumfeld und

dem Risiko fallender Vermögenspreise infolge makroökonomischer oder Finanzmarktschocks.

Auch hier gerät die EZB immer mehr in ein Dilemma: Je länger die Phase niedriger Zinsen anhält, desto gravierender könnten die Folgen steigender Zinsen für das Finanzsystem sein und desto höher wird das Risiko substanzieller Korrekturen bei Vermögenspreisen. Im Ernstfall wären fast alle Wirtschaftsakteure Verlierer des langjährigen Niedrigzinsumfelds.

VERTEILUNGSWIRKUNGEN

»Sparer verlieren, Schuldner gewinnen«, so die naheliegende Verteilungswirkung niedriger Zinsen. In der Tat hat sich der Zinsdienst des bedeutendsten Schuldners unter den Wirtschaftsakteuren, des staatlichen Sektors, massiv reduziert. Gemäß Berechnungen der Bundesbank sparten Bund, Länder und Gemeinden in Deutschland durch den Rückgang der Durchschnittsverzinsung von 4,2% im Jahr 2007 auf 1,5% im Jahr 2018 knapp 370 Mrd. Euro Zinsen. Frankreichs Zinsdienst war um 350 Mrd. Euro geringer, Italien sparte sich immerhin 260 Mrd. Euro.

Die Regierungen sind also in jedem Fall Gewinner. Wie sieht es bei privaten Haushalten und Unternehmen aus? Hier reicht die aggregierte Sicht nicht aus, denn Verteilungswirkungen sind vielfältig. Das Sparbuch wirft nichts mehr ab, aber Immobilienkredite sind günstig. Unternehmen sind Investoren, aber gleichzeitig Kreditnehmer und Anleihe-Schuldner.

Gemäß einer Studie der DZ-Bank haben die deutschen Haushalte im Zeitraum 2010 bis 2018 insgesamt Zinseinbußen in Höhe von 540 Mrd. Euro in Kauf nehmen müssen, denen geringere Zinszahlungen infolge günstigerer Kredite in Höhe von 237 Mrd. Euro gegenüberstehen. Deutschland als »Land der Sparer« mit starker Präferenz für risikoarme festverzinsliche Anlagen ist besonders betroffen. Wer jedoch in andere Vermögenswerte wie Aktien oder Immobilien investiert hat, konnte sich in den letzten Jahren über eine deutlich höhere Rendite freuen.

Zudem reicht der Blick auf den Zins allein nicht aus. Privates Vermögen steigt natürlich durch die Verzinsung bereits vorhandenen Vermögens. Hier wirken niedrige Zinsen klar nachteilig. Aber Vermögen wächst auch durch die Ersparnisbildung aus laufendem Einkommen. Hier spielt die positive Konjunkturentwicklung eine Rolle. So ist in Deutschland das Geldvermögen der privaten Haushalte in den letzten zehn Jahren um 47% auf gut 6,4 Billionen Euro gestiegen, deutlich mehr als in den zehn Jahren zuvor (von 1999 bis 2009 stieg das Geldvermögen von gut 3,4 auf knapp 4,4 Billionen Euro).

Allerdings haben verschiedene Bevölkerungsgruppen unterschiedlich stark von dieser Entwicklung profitiert. So haben vermögendere Haushalte ihr Geld in der Regel stärker in Aktien und Immobilien angelegt, deren Wert in der Niedrigzinsphase spürbar gestiegen ist.

Ärmere Bevölkerungsschichten in Deutschland hingegen, die über wenig oder gar kein Vermögen verfügen, sind weder durch einen Zinsverlust ihrer Anlagen betroffen noch profitieren sie vom Aktienboom. Oft sind diese Haushalte auch verschuldet und werden somit durch niedrigere Kreditzinsen eher entlastet. Gleichzeitig profitieren sie von niedrigen Zinsen, solange diese die Konjunkturdynamik unterstützen und zu mehr Erwerbstätigkeit und höheren Löhnen führen. Belastend dürften allerdings für diese Bevölkerungsgruppe gestiegene Mieten wirken.

Die breite Mittelschicht in Deutschland hat einen beträchtlichen Teil ihres Vermögens in Sparguthaben und Lebensversicherungen investiert und damit substanzielle Einbußen in den Zinseinnahmen hinnehmen müssen. Allein die Lebensversicherungen machten 2018 einen Anteil von rund einem Sechstel am gesamten Geldvermögen der privaten Haushalte aus.

AUSWIRKUNGEN AUF DIE LEBENSVERSICHERUNG

Die beschriebenen Auswirkungen anhaltend niedriger Zinsen sind vor allem mit Blick auf die Altersvorsorge kritisch. Mag die Schicht besonders vermögender Aktien- und Immobilienbesitzer weiterhin entspannt in die Zukunft blicken, für den Rest der privaten Haushalte gilt dies nicht. 50% der deutschen Bevölkerung verfügten im Jahr 2017 über ein Finanzvermögen von 17 000 Euro oder weniger. Für viele davon wird Immobilienbesitz nach der Preisentwicklung der letzten Jahre mehr denn je ein Traum bleiben. Natürlich könnten sie auf einen weiteren Aktienboom hoffen und entsprechend investieren. Aber gerade weil sie oft relativ wenig sparen können, sind sie auch auf sichere, berechenbare Instrumente der Altersvorsorge angewiesen, wie eine private Rentenversicherung.

Das Geschäftsmodell der Lebensversicherer mit besonders langfristigen, sicherheitsorientierten Kapitalanlageportfolien wird durch das Niedrigzinsumfeld massiv auf die Probe gestellt. Gerade Lebensversicherer brauchen eine Kombination aus Sicherheit und Rendite, um ihren Verpflichtungen nachkommen und Altersvorsorge ermöglichen zu können. Die Regulierung fordert von Lebensversicherern, langfristigen Verbindlichkeiten langfristige Anlagen gegenüberzustellen. Aktien oder besonders risikobehaftete Unternehmensanleihen werden von der Aufsicht mit hohen Kapitalanforderungen unterlegt und sind auch keine perfekten Substitute für Staatsanleihen. Lebensversicherer können Staatsanleihen und Papiere von staatsnahen Emittenten nicht umgehen und werden massiv in Mitleidenschaft gezogen, insbesondere bei Produkten mit Zinsgarantien.

Darauf haben die Lebensversicherer in Deutschland schon vor Jahren mit einer Anpassung ihres Pro-

duktangebots reagiert. Kunden haben zwar höhere Renditeaussichten, tragen aber auch ein größeres Kapitalanlagerisiko. Im Ergebnis kann daher private Altersvorsorge in der an sich wünschenswerten Kombination aus hoher Sicherheit und angemessener Rendite nicht mehr angeboten werden.

FAZIT: DIE RISIKEN STEIGEN FÜR ALLE – ABER DIE EZB BRAUCHT UNTERSTÜTZUNG DURCH DIE POLITIK

Die Akteure scheinen sich weltweit an extrem niedrige Zinsen gewöhnt zu haben. Dies gilt vor allem für staatliche und privatwirtschaftliche Schuldner, die sich aktuell als Gewinner des Niedrigzinsumfeldes fühlen dürfen. Auf große Teile der Mittelschicht, die kein nennenswertes Aktien- und Immobilienvermögen haben, trifft dies nicht zu. Es gilt auch nicht für Banken und Versicherungen, deren Geschäftsmodelle herausgefordert werden. Und: Ein Ende der Niedrigzinsphase ist nicht in Sicht.

Wir können die Frage, wie eine wirtschaftliche und konjunkturelle Entwicklung ohne niedrige Zinsen ausgesehen hätte, nicht beantworten. Wir wissen jedoch, dass die Risiken des Niedrigzinsumfeldes für alle steigen, je länger dieses andauert. Dies gilt vor allem für die Finanzstabilität und in der Folge für die realwirtschaftliche Entwicklung. Dies gilt aber auch für die Altersvorsorge breiter Teile der Bevölkerung. Zudem werden strukturelle Probleme in einer Volkswirtschaft durch anhaltend niedrige Zinsen nur überdeckt.

Die EZB wird aus diesem Dilemma nicht allein hinausfinden. Die Mitgliedsländer der Eurozone müssen wieder mehr wirtschaftspolitische Verantwortung übernehmen. Kurzfristig und d.h. vor allem für den Fall, dass sich die Konjunktur weiter eintrüben sollte, stehen fiskalpolitische Instrumente zur Verfügung, wobei natürlich die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen beachtet werden muss. Hier wären im Bedarfsfall die Voraussetzungen in Deutschland günstiger als in manch anderen Euro-Mitgliedsstaaten. Langfristig führt an Strukturmaßnahmen kein Weg vorbei. Nur so lässt sich das Potenzial für mehr Wachstum erhöhen. Und hier gibt es in allen Ländern der Eurozone noch zu etwas tun, auch in Deutschland.

Ansgar Belke und Daniel Gros***

»Gewinner des QE« im Euroraum? Haben die Anleihen der Peripheriestaaten vom PSPP profitiert?

IN ALLER KÜRZE

Zwischen 2015 und 2018 wurden im Rahmen des Asset-Kaufprogramms im Euroraum, einem wesentlichen Bestandteil der Niedrigzinspolitik des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), ca. 2 000 Milliarden Euro an Staatsanleihen vom Eurosystem aufgekauft. Hat das Public Sector Purchase Programme (PSPP) der Europäischen Zentralbank (EZB) zur Kompression der Risikoaufschläge auf die Staatsanleihen der Peripherie des Euroraums signifikant beigetragen? Und, würden erneute Anleihekäufe die noch bestehenden Risikoaufschläge noch weiter nach unten drücken?

Unsere Analyse zeigt, dass das PSPP das Risiko für private Anleger nicht reduziert, sondern wahrscheinlich eher erhöht (vgl. Belke und Gros 2018; 2019a; 2019b). Private Anleger werden so zu »Verlierern« der Niedrigzinspolitik der EZB. Wir zeigen darüber hinaus, dass die kurzfristig positive Reaktion der Märkte auf die Ankündigung des PSPP nicht von Dauer war. Die Peripherieländer sind somit letztlich nicht in dem Umfang wie intendiert die »Gewinner« aus dieser Maßnahme. Ähnliches sollte man auch von der jüngst vom EZB-Rat in der letzten Sitzung unter Mario Draghi beschlossenen Wiederaufnahme der Anleihekäufe erwarten.

Wir kommen zu diesem Ergebnis, weil das PSPP einen interessanten Sonderfall des »Quantitative Easing« (QE) darstellt und sich in zentralen Aspekten von dem QE in den USA, oder dem zurzeit noch anhaltenden massiven Anleihekaufprogramm in Japan unterscheidet.

Bei einem »klassischen« QE kauf die Zentralbank Anleihen der eigenen Regierung. Diese Anleihen sind für die Zentralbank ohne Risiko. Im Euroraum dagegen kaufen viele verschiedene Nationale Zentralbanken Anleihen, die oft ein erhebliches Risiko darstellen, und müssen dieses Risiko selber tragen.

Der entscheidende Unterschied zum »klassischen« QE liegt darin, dass keine der einzelnen Nationalen Zentralbanken die Politik der EZB bestimmen kann. Insofern ist der Euro, fiskalisch gesehen, für jedes einzelne Land eine »Fremdwährung«. Die Anleihekäufe unter dem PSPP sollten also den gleichen Effekt haben, wie wenn die Zentralbank der

* Prof. Dr. Ansgar Belke ist ad Personam Jean Monnet-Professor für Makroökonomik an der Universität Duisburg-Essen, Research Associate am Centre for European Policy Studies (CEPS), Brüssel und Senior Research Fellow am King's College, London.
** Daniel Gros, Ph.D., ist Direktor des Centre for European Policy Studies (CEPS), Brüssel.

Türkei kurzfristige Depositen in Euro herausgibt, um damit auf Euro lautende Anleihen der eigenen, türkischen Regierung zu kaufen. Man würde wohl kaum erwarten, dass dies zu niedrigeren Risikoaufschlägen führen würde.

Dies mag mit der Beobachtung unvereinbar erscheinen, dass die Risikoaufschläge für periphere Anleihen mit der *Ankündigung* des PSPP gesunken sind. Dies war aber nur ein vorübergehendes Phänomen. Nach Anfang der Käufe im März 2015 stiegen die Aufschläge wieder, obwohl dies nicht der Fall sein sollte. Denn langfristige Zinsen sollten einem Zufallsprozess (»Random Walk«) folgen. Unsere ökonometrischen Tests zeigen aber, dass die Risikoaufschläge für periphere Anleihen tatsächlich keinem Zufallsprozess folgten – im Gegensatz zu dem, was in den üblichen Event-Studien angenommen wird. Die Ankündigungen des PSPP hat auch die Stochastik dieser Risikoprämien nicht verändert. Es gibt also keinen Grund, die Reaktion der Märkte auf die Ankündigung des PSPP als dauerhaft zu betrachten.

Das gleiche sollte wohl auch für die beschlossene Wiederaufnahme des PSPP im Euroraum gelten.

EINFÜHRUNG

Im Laufe des letzten Jahrzehnts begannen viele Zentralbanken mit großen Asset-Käufen, um weitere geldpolitische Impulse zu geben, während ihre Leitzinsen bereits an der unteren Grenze von null lagen. Die Federal Reserve war die erste, die umfangreiche Käufe von Schuldtiteln (am Anfang Papiere der staatlichen Hypothekenversicherer, dann Staatsanleihen) tätigte, die letztendlich über 20% des BIP ausmachten. Der Start des US-QE erfolgte 2008/2009, als die Marktvolatilität nahe an einem Höchststand lag. Ein Ziel der Federal Reserve war damals, die Märkte zu beruhigen.

Das große Ankaufsprogramm der EZB für Staatsanleihen, das sogenannte Public Sector Purchase Programme (PSPP), war von vergleichbarer Größe (in % des BIP), begann aber viel später (Anfang 2015), als sich die Märket wieder beruhigt hatten. A priori stellt das PSPP somit ein viel besseres Maß für die reinen »geldpolitischen« Auswirkungen des Kaufs von Stattsanleihen dar. Das PSPP ist der Hauptteil eines größeren Programms zum Ankauf von Vermögenswerten, das die EZB APP (Asset Purchase Programme) nennt. Unter dem APP werden auch kleinere Mengen an privaten Anleihen und anderen Wertpapieren gekauft. Wir konzentrieren uns hier auf das Hauptprogramm, das PSPP, das Käufe von Staatsanleihen regelt. Nur Käufe von Staatsanleihen gelten unter Ökonomen strenggenommen als QE.

Das Anleihekaufprogramm im Euroraum stellt aber einen interessanten Sonderfall dar: a) unter dem PSPP wurden auch risikoreiche Vermögenswerte, nämlich die Anleihen von fiskalisch angespannten Regierungen des Euroraums gekauft, und b) die Anleihekäufe wurden hauptsächlich von den Nationalen Zentralbanken des Euroraums und auf eigenes Risiko durchgeführt.

Nach unserem Kenntnisstand ist unsere Studie die erste Bewertung des PSPP, die beide dieser zwei Besonderheiten des Quantitative Easing (QE) im Euroraum ausreichend berücksichtigt.

Der zweite Aspekt des oben erwähnten PSPP ist entscheidend (und wird oft übersehen). Die Beschreibung des PSPP als »die EZB kauft Hunderte von Milliarden Staatsanleihen« ist nicht korrekt. Der EZB-Rat bestimmt die Geldpolitik, aber seine Entscheidungen werden hauptsächlich von den einzelnen Nationale Zentralbanken der Mitgliedsländer des Euro-Währungsgebiets ausgeführt.

Normalerweise spielt es keine Rolle, welche Nationale Zentralbank eine bestimmte Operation durchführt, da die Ergebnisse in die Gesamtbilanz des Eurosystems gebündelt werden. Ähnlich verhält es sich in den USA, wo die vom Federal Reserve Board beschlossenen Operationen hauptsächlich vom Schreibtisch der Reserve Bank of New York durchgeführt werden. Die Ergebnisse dieser Vorgänge werden jedoch im Gesamtsystem zusammengefasst.

Der Kernpunkt des QE im Euroraum ist, dass dieses Pooling nicht für das Programm zum Kauf von Staatsanleihen (PSPP) gilt. Dazu wurde jede Nationale Zentralbank gehalten, nur die Anleihen ihrer eigenen Regierung zu kaufen. So hat die Banca d'Italia nur italienische Staatsanleihen und die Bundesbank nur Bundesanleihen gekauft.

Streng genommen sollte man außerdem zwischen dem »Eurosystem« und der EZB unterscheiden. Das Eurosystem besteht aus der juristischen Person EZB und den teilnehmenden Nationalen Zentralbanken. Die EZB selbst hat ihre eigene, separate Bilanz. Aber das Beschlussorgan der EZB (der EZB-Rat) entscheidet für das gesamte Eurosystem. Ein kleiner Teil des PSPP (ca. 12 %) waren Käufe der EZB von Anleihen multilateral Institutionen (ESM, EIB etc.). Über diesen Teil des PSPP wird jedoch selten berichtet.

Die EZB-Kommunikation hat die Unterscheidung zwischen EZB und Eurosystem stets sorgfältig beachtet. Die Berichterstattung in der Finanzpresse verlief jedoch weitgehend nach dem Motto »Die EZB kauft xxx Milliarden Staatsanleihen«.

Die empirische Literatur über die Auswirkungen der QE im Euroraum hat die Folgen der fehlenden Teilung des Risikos von PSPP-Operationen im Eurosystem im Allgemeinen ignoriert. Aus rein geldpolitischer Sicht sollte dies tatsächlich irrelevant sein, aber nur wenn die Anleihen aller Staaten des Euroraums risikofrei wären. Dies war und ist jedoch nicht der Fall.

Zu Beginn des PSPP (2014/2015) wurden die Staatsanleihen mehrerer Länder, z.B. hauptsächlich

Ansgar Belke

Daniel Gros

Portugal, Spanien und Italien (Griechenland nahm nicht am PSPP teil) mit erheblichen Risikoaufschlägen gegenüber deutschen Anleihen, die in der Regel als risikofreie Benchmark gelten (vgl. Abb. 1) gehandelt. Diese Spreads können nur als Erwartungen interpretiert werden, dass diese Regierungen irgendwann in der Zukunft ausfallen könnten.

Sollte eine Regierung im Euroraum auf ihre Anleihen ausfallen, wird der Mangel an Pooling relevant. Wäre der PSPP nach den Regeln für normale geldpolitische Geschäfte durchgeführt worden, wäre der daraus resultierende Verlust vom gesamten Eurosystem zu tragen. Dies gilt jedoch nicht nach den Regeln des PSPP.

Unter dem PSPP hätte eine Nationale Zentralbank die Folgen der Insolvenz der eigenen Regierung selbst zu tragen. Aber eine Nationale Zentralbank ist Teil des (nationalen) öffentlichen Sektors. Ein Ausfall des Staats auf die eigene Nationalbank stellt lediglich eine Übertragung innerhalb des öffentlichen Sektors dar, ändert aber nichts an der Nettoverschuldung des Staates – zumindest solange die Zentralbank nicht ihrerseits auf ihre Verbindlichkeiten ausfallen kann.

In einem Land mit eigener Währung könnte die Zentralbank durch die Schaffung von Inflation eine Verringerung des realen Wertes der Staatsverschuldung bewirken. Aber dieser Fluchtweg ist innerhalb des Euroraums nicht möglich. Euroschulden sind fiskalisch gesehen wie Auslandsschulden zu behandeln.

Die Schlüsselfrage ist daher, wie der Kauf von Staatsanleihen durch die eigene (nationale) Zentralbank die Erwartungen eines Ausfalls und damit den Risikoaufschlag verändert. Einfache Intuition legt nahe, dass das Risiko für Investoren tatsächlich steigen könnte, wenn eine Nationale Zentralbank die langfristigen Anleihen ihrer eigenen Regierung kauft (und kurzfristige Einlagen emittiert). Im Falle einer Insolvenz des Staates müssen die verbleibenden Inhaber der Anleihen einen Verlust akzeptieren. Je weniger Anleihen noch in privater Hand verbleiben, desto höher wäre dieser Verlust. Natürlich könnte das PSPP auch zu niedrigeren Risikozuschlägen führen, wenn es die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls verringert, zum Beispiel dadurch, dass eine Liquiditätskrise unwahrscheinlicher wird, wenn die Nationale Zentralbank einen großen Teil der Staatschulden hält.

Wir stellen beide Mechanismen in einem integrierten theoretischen Modell dar und stellen fest, dass der Kauf von Zentralbankanleihen (im Euroraum) die Risikozuschläge erhöhen oder zumindest variabler machen dürfte.

Das theoretische Argument, dass der Anleihekauf durch die Nationalen Zentralbanken die Risikozuschläge tatsächlich *erhöhen* könnte, scheint schwer mit der Erkenntnis vieler Studien vereinbar zu sein, dass die *Ankündigung* des PSPP zu einer erheblichen Reduzierung der Risikozuschläge geführt hat. Wir diskutieren daher und überprüfen mit ökonometrischen Verfahren, ob die an den Ankündigungsterminen des PSPP (»Interventionen«) beobachteten Auswirkungen auf die Spreads als vorübergehend oder dauerhaft anzusehen sind.

Die Berücksichtigung der Risikozuschläge im Rahmen des PSPP ist nicht nur eine marginale Kuriosität. Die empirische Literatur hat in der Regel festgestellt, dass die Auswirkungen der Ankündigung des PSPP auf risikolose Zinssätze, wie längerfristige deutsche Zinssätze oder auf Swapsätze gering waren und sich statistisch oft nicht wesentlich von null unterschieden. Die Ankündigungseffekte des PSPP auf die drei oben genannten Länder mit den höchsten Risikoprämien waren um ein vielfaches größer. Diese drei Länder machen etwa ein Drittel des BIP des Euroraums aus. Der Gesamteffekt des PSPP auf die durchschnittlichen Zinssätze des Euroraums ist somit weitgehend auf die Entwicklung dieser Risikozuschläge zurückzuführen.

Unsere Studie gibt einen Überblick über die Art und Weise, wie das PSPP angekündigt und umgesetzt wurde. Sie stellt auch ein anschauliches Modell der Faktoren dar, die die Risikozuschläge auf Staatsanleihen beeinflussen sollen. Es werden dann die Zeitreiheneigenschaften der Risikozuschläge diskutiert, um zu prüfen, ob die ersten Ankündigungseffekte als dauerhaft anzusehen sind.

EVENT-STUDIEN ZUM QE IM EURORAUM: EIN KURZER ÜBERBLICK

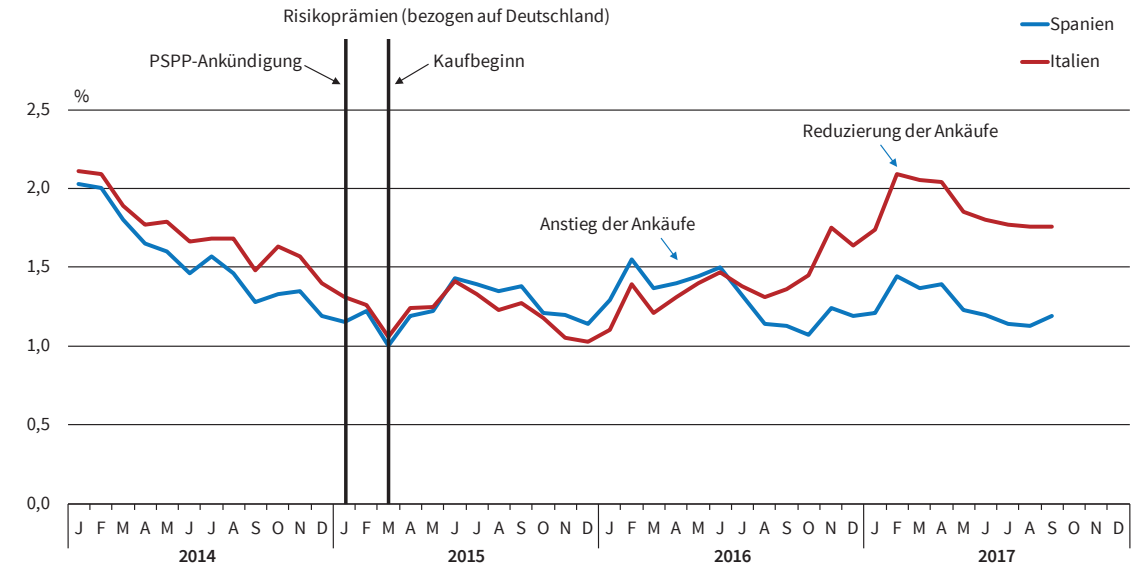
Die meisten Belege für die Effektivität von Anleihekäufen durch Zentralbanken, allgemein als QE bezeichnet, stammen aus sogenannten Eventstudien. Diese Studien untersuchen Zinsänderungen zu den Zeitpunkten, zu denen die Zentralbanken ihre Absicht bekunden, große Mengen an Staatsanleihen zu kaufen. Es gibt eine große Anzahl dieser Studien (vgl. stellvertretend Altavilla et al. 2015, für einen umfassenden Überblick vgl. Bhattarai und Neely 2016).

Die Methodik der Event-Studie ist im Prinzip leicht zu verstehen. Es wird davon ausgegangen, dass die langfristigen Zinssätze einem zufälligen Verlauf folgen. Dies bedeutet, dass jede Änderung, die an den Ankündigungsterminen beobachtet wird, eine Überraschung darstellt, die auf den Ankündigungseffekt selbst zurückzuführen ist.

Event-Studien über das QE im Euroraum stehen vor dem Problem, dass die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB in großem Umfang Staatsanleihen kauft, lange Zeit diskutiert wurde, während die Inflation unter dem Ziel der EZB von »nahe, aber unter 2%« blieb. In den USA hingegen war die erste Ankündigung großer Asset-Käufe eine Neuerung. Die Reden und Ankündigungen vom November/Dezember 2008 führten sehr schnell zu einer konkreten Entschei-

Abb. 1

Risikoaufschläge auf zehnjährige italienische und spanische Anleihen



Quelle: Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

dung. Die Daten, an denen die Märkte über das erste »Large Scale Asset Purchase Programme« informiert wurden, können so mit hinreichender Genauigkeit bestimmt werden.

Bis 2014 waren die Erfahrungen der USA (und anderer Länder wie Großbritannien) bekannt und wurden von vielen als Beispiel genommen. Im Euroraum hatten sich die Erwartungen, dass in der zweiten Jahreshälfte 2014 bei sinkenden Inflations- und Inflationserwartungen große Vermögenskäufe stattfinden würden, allmählich erhöht. Die Entscheidungen vom November/Dezember 2014 stellten somit eine wesentlich geringere Überraschung dar als die der Federal Reserve sechs Jahre zuvor.

Im Gegensatz zu Studien über QE in den USA verwenden die meisten Studien des PSPP daher eine Reihe von Ankündigungsdaten, wobei die in diesen Tagen beobachteten kumulativen Veränderungen als »Ankündigungseffekt« betrachtet werden. Die genaue Wahl dieser Daten ist etwas willkürlich, da die Hinweise auf die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB letztendlich Staatsanleihen kaufen würde, nicht immer klar sind.

Wir akzeptieren in unserer Studie die 17 Tage der wichtigsten EZB Studie zu diesem Thema (vgl. Altavilla et al. 2015). Andere Studien verwenden etwas andere Daten, kommen aber zu ähnlichen Ergebnissen.

Altavilla et al. (2015) untersuchen die Entwicklung der Renditen von Staatsanleihen ausgewählter Volkswirtschaften des Euroraums um die APP-Ereignisdaten herum. Sie finden, wie auch andere Studien, dass große und signifikante Ankündigungseffekte nur bei den risikoreicheren Anleihen wie die von Italien und Spanien beobachtet werden. Die deutschen und französischen Zinssätze sowie die Swapsätze bewegten sich an diesen Ankündigungstagen nur wenig. Der Einfluss des PSPP auf die Risikozuschläge ist daher entscheidend für die Beurteilung der Gesamtwirksamkeit des PSPP.

Der Ansatz der Event-Studie deutet daher auf einen starken negativen Einfluss des PSPP auf die Risikozuschläge hin. Dem Beginn der eigentlichen Anleihekäufe (März 2015) folgte jedoch ein Anstieg der Zinsen und Spreads. Dies geht aus der Abbildung 1 hervor, die den Risikoaufschlag auf zehnjährige italienische und spanische Anleihen (d.h. deren jeweilige Rendite abzüglich des Zinssatzes auf zehnjährige deutsche Anleihen) darstellt. Heute im Juli 2019 liegen die Aufschläge für Spanien noch unter dem Tiefpunkt von Anfang 2015, die von Italien sind aber wesentlich höher.

Es ist offensichtlich, dass diese Spreads um den Zeitpunkt der Ankündigung herum gesunken sind. Dieser Rückgang wurde in den wenigen Monaten nach Beginn der eigentlichen Käufe am 9. März 2015 aber wieder vollständig wettgemacht. Dieser anschließende Rebound ist für Event-Studien irrelevant, da die Random-Walk-Hypothese impliziert, dass der Ankündigungseffekt dauerhaft ist. Der anschließende Anstieg der Spreads wird implizit auf das zufällige Auftreten exogener Ereignisse zurückgeführt (vgl. Bhattarai und Neely 2016).

In unserer Studie analysieren wir die Random-Walk-Hypothese für die Risikostreuung ökonometrisch und zeigen, dass diese These nicht mit der tatsächlichen Marktentwicklung vereinbar ist. Im Jahr 2012 wurde in der EU das »Short covering« von Staatsanleihen verboten. Dies könnte der Grund sein, warum die Märkt nicht ›effizient‹ waren. Eine anfängliche Überreaktion an den von

Event-Studien verwendeten QE-Ankündigungstagen konnte nicht von Hedge Funds oder anderen besser informierten Anlegern durch Leerverkäufe verhindert werden.

Unser Beitrag konzentriert sich auf die fiskalischen Aspekte des PSPP. Dies soll nicht heißen, dass das PSPP für die Länder, die üblicherweise als risikolos betrachtet werden, das PSPP wie ein »normales« QE betrachtet werden kann. Die übliche Begründung, warum QE die Renditen senken sollten, ist, dass diese Käufe das Angebot an Anleihen verringern, die Anlegern mit einem »Preferred habitat« zur Verfügung stehen, d.h. Investoren, die diese Art von Wertpapieren aus nicht-finanziellen Gründen halten wollen (vgl. Woodford 2012). Die Tatsache, dass Staatsanleihen nach bank- (und versicherungsrechtlichen) Vorschriften als risikofrei eingestuft werden, und die Tatsache, dass Banken Staatsanleihen aufgrund aufsichtsrechtlicher Liquiditätsanforderungen halten müssen, sind zwei Beispiele dafür, warum es eine bevorzugte »Preferred-habitat«-Nachfrage nach Staatsanleihen geben könnte. Wie stark der Portfolio Balance-Effekt im Euroraum ist aber nicht unser Thema.

RISIKOZUSCHLÄGE UND BESTÄNDE DER ZENTRALBANKEN AN STAATSSCHULDEN IM EURORAUM: EIN MODELL

Wir betrachten nun den Fall eines Euro-Mitgliedslands, dessen Staatsverschuldung in Form von langfristigen Anleihen besteht. Diese Verschuldung wird jedoch am Markt mit einem Abschlag auf die als risikofrei angesehene deutsche Verschuldung (Bundesanleihen) gehandelt. Dieser Abschlag kann, wie in der Bankenwelt üblich, als eine Funktion der Ausfallwahrscheinlichkeit (»Probabilty of default«) und des Verlusts bei Ausfall (»Loss given default«) dargestellt werden.

Ausfallwahrscheinlichkeit

Wir sehen zwei Gründe, warum eine Regierung insolvent werden könnte:

1. Überschuldung
2. Liquiditätsengpass

Zu 1. Eine Überschuldung kann immer erst im Nachhinein feststellt werden. Ex ante bleibt es lange unsicher, ob eine Regierung ihre Schulden bedienen kann. Die (subjektive) Wahrscheinlichkeit hängt sowohl von den Fundamentaldaten des Landes ab (dem Schulden/BIP-Verhältnis, der Wachstumsrate etc.) als auch von politischen Faktoren (Stabilität der Regierung).

Zu 2. Eine Liquiditätskrise kann auch dann eintreten, wenn Überschuldung gegeben ist, aber es der Regierung nicht gelingt, fällig werdende Anleihen und ein etwaiges laufendes Defizit zu refinanzieren.

Wie verändert sich die Ausfallwahrscheinlichkeit, wenn die Zentralbank mehr Staatsschulden hält? Eine etwaige Überschuldung wird davon nicht berührt. Aber ein hoher Zentralbankbestand an Staatsanleihen verringert anteilig den Betrag, der in jeder Periode refinanziert werden muss, und sollte somit das Liquiditätsrisiko anteilig verringern.

Verlust bei Ausfall

Der zweite wichtige Treiber des Risikoaufschlags betrifft die Verluste, mit denen Investoren rechnen müssen, wenn der Staat ausfällt. Wir gehen davon aus, dass im Falle einer Insolvenz die gesamte Staatsverschuldung um einen gewissen Prozentsatz reduziert werden muss, damit der Staat mit einem niedrigeren Schuldenstand von vorne beginnen kann.

Der entscheidende Punkt ist nun der folgende. Nehmen wir an, dass im Falle einer Insolvenz die Staatschulden auf die Hälfte reduziert werden sollen. Normalerweise bedeutet dies, dass in diesem Fall die Anleger die Hälfte (des Nennwerts) verlieren. Wenn aber die Zentralbank schon ein Drittel der Staatsanleihen hält, kann die Staatschuld nur halbiert werden, wenn die (verbleibenden) Privatanleger einen Verlust von zwei Drittel akzeptieren. Sollte die Zentralbank die Hälfte der Staatschuld halten, müssten die Privatanleger einen Totalverlust hinnehmen.

Höhere Bestände von Staatsanleihen (der eigenen Regierung) erhöhen also den »Loss given default«, denn die Verbindlichkeiten der Zentralbank werden auch bei einem Zahlungsausfall des Staates nicht abgeschrieben (solange das Land im Euro-Raum bleibt).

Wir argumentieren auch, dass Staatsanleihen, die von den Geschäftsbanken gehalten werden, einen ähnlichen Effekt haben, wie man im Fall von Griechenland beobachten konnte.

»Risk spread« auf Staatsanleihen als Kombination aus Ausfallwahrscheinlichkeit und Verlust bei Ausfall

Diese beiden Einzelfaktoren können kombiniert werden, um den erwarteten Verlust zu berechnen, der für einen risikoneutralen Investor gleich dem »Risk spread« sein sollte. Der erwartete Verlust entspricht dem Produkt aus Ausfallwahrscheinlichkeit und Verlust bei Ausfall.

Unser Model beinhaltet, dass sich bei Liquiditätsproblemen zwei Effekt gegenseitig kompensieren: Höhere Bestände an Staatschulden bei der Zentralbank verringern das Risiko, aber erhöhen den Verlust im Ernstfall. Für ein Land,

für das Liquidität das größte Problem darstellt (Spanien?), sollte das PSPP also neutral sein.

Dagegen führen bei potenziellen Überschuldungsproblemen höhere Bestände an Staatschulden bei der Zentralbank nicht zu einer geringeren Wahrscheinlichkeit des Ernstfalls und der zweite Effekt, der höheren »Loss given default« überwiegt. Für ein Land mit Überschuldungsproblemen (Italien?) sollte das PSPP also zu höheren Risikoaufschlägen führen.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die weltweit anhaltende Schwäche der Inflation stellt die Zentralbanken in den großen Industrieländern vor die Frage, was jetzt zu tun ist. Das Problem ist für die EZB besonders akut, die ihr Programm zum Kauf von Staatsanleihen (PSPP) zum Januar 2019 beendet hatte, obwohl die risikofreien Zinssätze (und die erwarteten Inflationsraten) im Euroraum etwa auf dem gleichen Niveau lagen wie zu Beginn des Kaufs von Staatsanleihen durch die EZB. Jetzt stand die EZB vor der Frage, ob sie das PSPP wieder aktivieren soll, und hat sich letztlich dafür entschieden.

Unser Modell zeigt, dass das PSPP wenig für die Risikoprämien im Euroraum bewirken kann. Für ein Land mit Überschuldungsproblemen könnte das PSPP sogar kontraproduktiv sein. Dagegen steht die Erfahrung, dass 2014/2015 die *Ankündigung* vom PSPP mit niedrigeren Risikoaufschlägen einherging. Was jedoch oft vergessen wird: Diese Spreads stiegen nach Beginn der Anleihekäufe im März 2015 rasch wieder an.

Unsere Erklärung dafür ist einfach: Das Anleihekaufprogramm der EZB könnte bei der Ankündigung zwar die Zinsen gesenkt haben; aber diese Auswirkungen waren nur vorübergehend. Die Daten lehnen die Random-Walk-Hypothese, die für Eventstudien zur Messung einer permanenten Wirkung notwendig ist, entschieden ab. Unsere Erklärung für diesen scheinbaren Widerspruch: Die Ankündigung des Anleihekaufprogramms im Euroraum hätte die Spreads senken können, da erwartet wurde, dass dies wie in den USA zu wesentlich niedrigeren risikofreien Zinsen führen würde. Bei gleichbleibendem Risikoaufschlag hätte auch die Peripherie profitiert. Aber die deutschen Zinsen wurden nicht wesentlich von der Ankündigung des PSPP beeinflusst (und stiegen nach Implementierung). Das Resultat war, dass in den Fällen, in denen die Risikoprämie auf potenziellen Liquiditätsproblemen beruhte (Spanien, Portugal), die Anleihekäufe unter der Ägide des PSPP eher einen neutralen bis positiven Einfluss hatten. Im Falle von Italien aber, wo ein Überschuldungsproblem nicht ausgeschlossen werden kann, dürfte das PSPP nicht geholfen haben. Die Peripherieländer waren folglich unzweifelhaft nicht in dem Umfang »Gewinner« der Niedrigzinspolitik der EZB wie intendiert.

Was bedeutet unser Ansatz für die jetzige Situation? Die neu beschlossenen weiteren Anleihekäufe unter einem erweiterten PSPP werden in einigen Fällen einen marginal positiven Einfluss auf die verbleibenden Risikoprämien im Euroraum haben. Aber dort, wo ein Überschuldungsproblem schnell wieder aufflackern könnte, würden weitere Anleihekäufe der Nationalen Zentralbank wohl eher kontraproduktiv sein und möglicherweise sogar »Verlierer« erzeugen.

Die EZB dürfte den Anteil der von ihr gehaltenen Staatsanleihen in den nächsten Jahren weiter hochfahren und danach nicht mehr deutlich verringern, ohne dass die Staatsanleihen der Peripheriestaaten davon bedeutend profitieren (»keine Gewinner«). Die Notenbankbilanzsummen werden aufgebläht bleiben. Die Renditen der meisten Bundesanleihen werden dabei noch lange im negativen Bereich liegen (vgl. Bank of England 2015). Auf der verzweifelten Suche nach Erträgen (»Finanzielle Repression«, vgl. Belke und Keil 2013) werden die Anleger die Preise von Immobilien und anderer Assets weiter nach oben treiben (Vermögenspreisinflation) mit der entsprechenden Erzeugung von »Gewinnern« und »Verlierern« der Niedrigzinspolitik. Die glaubwürdigste »Lösung« des hier skizzierten Problems wäre die De-Aktivierung des neuen Anleihekaufprogramms der EZB.

LITERATUR

Altavilla, C., G. Carboni und R. Motto (2015), »Asset purchase programmes and financial markets: Lessons from the Euro area«, ECB Working Paper 1864, European Central Bank, Frankfurt/Main, November.

Bank of England (2015), »Secular drivers of the global real interest rate«, Bank of England, Staff Working Paper Nr. 571, Dezember.

Belke, A. und D. Gros (2018), »Event studies and the random walk hypothesis: Why the end of bond buying by the ECB is a non-event«, *VoxEU*, CEPR Policy Portal, London, verfügbar unter https://voxeu.org/content/event-studies-and-random-walk-hypothesis-why-end-bond-buying-ecb-non-event.

Belke, A. und D. Gros (2019a), »QE in the euro area: has the PSPP benefited peripheral bonds?«, CEPS Working Document 2019/01, Centre for European Policy Studies, Brussels, März.

Belke, A. und D. Gros (2019b), »Peripherie-Staatsanleihen profitieren nicht vom PSPP«, Aus der Kapitalmarktforschung, *Börsenzeitung*, 11. Oktober, 7.

Belke, A. und J. Keil (2013), »Niedrigzinsfalle: Die Gefahr der finanziellen Repression«, *DIW Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung* 82(2), 113–125.

Bhattarai, S. und C. J. Neely (2016), »An Analysis of the Literature on International Unconventional Monetary Policy«, Working Paper 2016-021C, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis.

Woodford, M. (2012), »Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound«, revised draft of a paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on »The Changing Policy Landscape«, Jackson Hole, Wyoming, 31. August 2012.