

Neyer, Ulrike

**Article**

## Niedrigzinsen - die Rolle der Geldpolitik

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Neyer, Ulrike (2020) : Niedrigzinsen - die Rolle der Geldpolitik, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 100, Iss. 1, pp. 21-25, <https://doi.org/10.1007/s10273-020-2555-0>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/215559>

**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.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Ende des vorherigen Zeitgesprächsartikels

Ulrike Neyer

## Niedrigzinsen – die Rolle der Geldpolitik

Die Inflationsrate im Euroraum sank von Januar 2013 bis Januar 2015 kontinuierlich von 2 % auf -0,6 %. „[To] address risks of a too prolonged period of low inflation“<sup>1</sup>, begann die Europäische Zentralbank (EZB) in dieser Zeit ihre ohnehin schon expansiv ausgerichtete Geldpolitik noch zu verstärken. Sie senkte im Jahr 2014 ihren Hauptrefinanzierungszinssatz, also den Zinssatz, zu dem Banken bei ihr einen Kredit aufnehmen können, auf 0 %. Seitdem

hält sie ihn auf diesem Niveau. Der Zinssatz, zu dem die Banken bei der EZB überschüssige Liquidität anlegen können, liegt seit Juni 2014 im negativen Bereich. Im Jahr 2015 begann die EZB zudem im großen Umfang Anleihen, insbesondere Staatsanleihen, zu kaufen. Mit dem Einsatz dieses geldpolitischen Instruments der quantitativen Lockerung will die EZB direkt auch die langfristigen Zinsen reduzieren. Mit ihrer extremen Niedrigzinspolitik strebt

© Der/die Autor(en) 2020. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>) veröffentlicht.

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

<sup>1</sup> M. Draghi: Introductory statement zu der Pressekonferenz am 3.7.2014, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/html/index.en.html> (14.1.2020).

**Prof. Dr. Ulrike Neyer** vertritt das Fachgebiet Volkswirtschaftslehre, Monetäre Ökonomik, an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf.

die EZB an, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzukurbeln, sodass es zu steigenden Preisen kommt. Bis Anfang 2018 stieg die Inflationsrate auf 2 %, seit dieser Zeit schwankt sie zwischen 1 % und 2 %. Mit der zurzeit immer noch anhaltenden extremen Niedrigzinspolitik will die EZB die Inflationsaussichten deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt.<sup>2</sup>

Die EZB hat vom Gesetzgeber das eindeutige Mandat bekommen, vorrangig für Preisniveaustabilität zu sorgen. Dieses geldpolitische Ziel hat die EZB 2003 mit einer von ihr angestrebten Inflationsrate von unter, aber nahe 2 % quantifiziert. Die obigen Ausführungen haben gezeigt, dass die EZB mit ihrer Niedrigzinspolitik versucht, ihrem Mandat gerecht zu werden. Warum wird sie dann so stark kritisiert? Das Problem wird darin gesehen, dass sie für die Erreichung des Ziels eine extrem lockere Geldpolitik (Zinssätze nah an der effektiven Zinsuntergrenze, massiver Ankauf von Staatsanleihen) über einen relativ langen Zeitraum beibehält. Eine extrem lockere Geldpolitik hat negative Nebenwirkungen, die zunehmend problematischer werden, je länger die Niedrigzinsphase andauert. Es bestehen somit „risks of a too prolonged period of low central bank interest rates“. Zu nennen sind hier z.B. Probleme im Banken- und Versicherungssektor, mögliche Umverteilungseffekte, eine mögliche schwindende Glaubwürdigkeit der EZB und damit verbundene Probleme in Bezug auf ihre Unabhängigkeit, Fehlallokationen von Risiken und Kapital, die zu einer Blasenbildung z.B. auf Immobilien- und Aktienmärkten führen können, Probleme der fiskalischen und finanziellen Dominanz oder auch Fehlanreize bei möglicherweise notwendigen Konsolidierungsmaßnahmen in öffentlichen Haushalten. Diese möglichen schädlichen Nebenwirkungen wurden und werden intensiv diskutiert,<sup>3</sup> sodass auf diese im Rahmen dieses Beitrags nicht näher eingegangen wird.

Im Fokus liegt die Diskussion über den seit den 1980er Jahren zu beobachtenden trendmäßigen Rückgang des realen Zinses. Welche Rolle spielt die Geldpolitik für diese Entwicklung? Gemeinhin wird argumentiert, dass die Geldpolitik auf diese Zinsentwicklung keinen Einfluss habe. Sie habe in der langen Frist keine realen Effekte, sie sei

in der langen Frist also neutral. Neuere Überlegungen von Borio et al. aufgreifend,<sup>4</sup> wird diese Sichtweise in diesem Beitrag infrage gestellt und Konsequenzen diskutiert. Es wird deutlich, dass erneut „too prolonged periods of low central bank interest rates“ problematisch sein können. Im Zusammenhang mit der Betrachtung der trendmäßigen Entwicklung des realen Zinses spielt das Konzept des natürlichen Zinssatzes eine wichtige Rolle, sodass dieser zunächst definiert wird.

### Definition des natürlichen Zinssatzes

Den natürlichen Zins kann man nicht beobachten, es handelt sich um ein rein theoretisches Konstrukt. Nach Wicksell handelt es sich um den Zins, bei dem der Gütermarkt im Gleichgewicht und das Preisniveau stabil ist.<sup>5</sup> Zurückgehend auf Wicksell haben sich unterschiedliche Definitionen für den natürlichen Zins herausgebildet.<sup>6</sup> Für die hier vorgenommene Diskussion bietet sich die Definition an, wie sie unter anderen von Borio et al. verwendet wird.<sup>7</sup> Demnach handelt es sich bei dem natürlichen Zins um den Zinssatz, der sich einstellt, wenn die gesamtwirtschaftliche Produktion der Produktion bei vollständiger Auslastung des Produktionspotenzials entspricht, wenn der tatsächliche gesamtwirtschaftliche Output also mit dem Potenzialoutput übereinstimmt. In den heute standardmäßig für makroökonomische Analysen verwendeten Dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodellen (DSGE-Modellen) handelt es sich demnach bei dem natürlichen Zins um den gleichgewichtigen realen Zins, der sich einstellt, wenn alle Preise, inklusive Löhne, vollkommen flexibel sind, wenn keine Rigiditäten vorliegen. Der tatsächliche Output entspricht dann dem Potenzialoutput.

### Geldpolitik und der natürliche Zins: Die Geldpolitik ist langfristig neutral

Ohne das Vorliegen von Rigiditäten ist Geldpolitik grundsätzlich neutral, d.h. geldpolitische Aktivitäten haben keine Auswirkungen auf reale Größen wie die gesamtwirtschaftliche Produktion, die Beschäftigung, den realen Zins. Charakterisierend für die zu den DSGE-Modellen zählenden neu-keynesianischen makroökonomischen Modellen, die heute vorherrschend für makroökonomische Analysen verwendet werden, ist jedoch das Vorliegen temporärer Preisrigiditäten. Die Preisanpassungen der Unternehmen nach Auftreten eines Schocks, der sich

2 M. Draghi: Introductory statement zu der Pressekonferenz am 12.9.2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/html/index.en.html> (14.1.2020).

3 Vgl. z.B.: J. Boysen-Hogrefe et al.: Zeitgespräch: Niedrige Zinsen – gesamtwirtschaftliche Ursachen und Folgen, in: Wirtschaftsdienst, 94. Jg. (2014), H. 9, S. 611-630, <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2014/heft/9/beitrag/niedrige-zinsen-gesamtwirtschaftliche-ursachen-und-folgen.html> (14.1.2020); J. Michels et al.: Zur Diskussion gestellt: Gewinner und Verlierer in der Welt dauerhafter Niedrigzinsen, in: ifo Schnelldienst, 72. Jg. (2019), H. 20, S. 3-23; U. Neyer: The Independence of the European Central Bank, in: Credit and Capital Markets, 52. Jg. (2019), H. 1, S. 35-68.

4 Vgl. C. Borio et al.: What anchors for the natural rate of interest?, BIS Working Paper, Nr. 777, März 2019.

5 K. Wicksell: Geldzins und Güterpreise. Eine Untersuchung über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen, Jena 1898.

6 Vgl. Deutsche Bundesbank: Zur Entwicklung des natürlichen Zinses, Deutsche Bundesbank Monatsbericht, Oktober 2017, S. 29-44.

7 Vgl. C. Borio et al., a. a. O.

z.B. in höheren Kosten der Unternehmen niederschlägt, erfolgen nur langsam. Diese Preisrigiditäten bewirken, dass die Geldpolitik kurzfristig den realen Zins (und damit Output und Beschäftigung) beeinflussen kann. Geldpolitik ist damit in der kurzen Frist nicht neutral. Im Zeitablauf erfolgen jedoch Anpassungsprozesse. Rigiditäten spielen für die Verarbeitung des Schocks eine immer geringere Rolle. Der Realzins nähert sich wieder seinem alten Niveau, seinem Wert im langfristigen Gleichgewicht (Steady State) an. Damit ist die Geldpolitik im langfristigen Gleichgewicht neutral. Sie hat in der langen Frist keinen Einfluss auf den realen Zins.

Der natürliche Zins ist also unabhängig von der Geldpolitik. Die Entwicklung des natürlichen Zinses ist für die Geldpolitik jedoch gerade deshalb von Interesse. Die Unabhängigkeit erlaubt es, den natürlichen Zins als Referenzmaßstab für die Ausrichtung der Geldpolitik heranzuziehen. Setzt die Zentralbank den kurzfristigen Nominalzins so, dass er – nach Abzug der Inflationsrate – unterhalb des natürlichen Zinses liegt, ist die Geldpolitik expansiv ausgerichtet. Setzt sie einen Nominalzins oberhalb des natürlichen Zinses ist sie kontraktiv ausgerichtet. Da der natürliche Zins ein theoretisches Konstrukt ist, bedient man sich zu seiner Bestimmung unterschiedlicher Schätzverfahren. Sie kommen in Bezug auf die Höhe und die Volatilität des natürlichen Zinssatzes zu unterschiedlichen Ergebnissen. Ferner sind die Ergebnisse mit hohen Schätzunsicherheiten verbunden. Die Bundesbank argumentiert deshalb, dass das Konzept des natürlichen Zinssatzes bei der Beurteilung der geldpolitischen Ausrichtung höchstens als einer von vielen Indikatoren herangezogen werden sollte.<sup>8</sup>

Ein anderer Aspekt, der im Zusammenhang mit dem natürlichen Zins diskutiert wird, ist, inwiefern der reale Zins im langfristigen Gleichgewicht tatsächlich unabhängig von der Geldpolitik ist. Seit dem Beginn der 1980er Jahre wird ein trendmäßiger Rückgang des globalen realen Zinses beobachtet. Obige Überlegungen zugrunde legend, wird dieser Rückgang als Rückgang des natürlichen Zinssatzes interpretiert. In dieser Sichtweise spielt die Geldpolitik, die ja keinen Einfluss auf den natürlichen Zins hat, also keine Rolle bei dem beobachteten trendmäßigen Rückgang des realen Zinses. Sie ist damit langfristig neutral. Der trendmäßige Rückgang des realen Zinses wird als das Ergebnis von strukturellen Veränderungen des globalen Spar- und Investitionsverhaltens gesehen. Das gewünschte private Sparen übersteigt trendmäßig das gewünschte private Investieren. Dieses führt zu einem trendmäßigen Absinken des realen Zinses. Für das anhaltende Auseinanderfallen von gewünschtem Sparen und Investieren werden die demografische Entwicklung, ein niedriges Produktionspoten-

zialwachstum und die Knappheit an risikofreien Anlagemöglichkeiten gesehen.<sup>9</sup>

### Eine andere Sichtweise: Die Geldpolitik ist langfristig nicht neutral

Die Neutralität der Geldpolitik in Bezug auf den Realzins in der langen Frist wird von Borio et al. jedoch infrage gestellt.<sup>10</sup> Die Autoren zeigen empirisch, dass die üblichen Verdächtigen, d.h. Größen wie z.B. die demografische Entwicklung oder das Potenzialwachstum, die Entwicklung des realen Zinses über einen langen Zeitraum nicht hinreichend erklären können. Vielmehr spielt auch die Geldpolitik eine entscheidende Rolle, sie ist diesbezüglich eben nicht neutral. Die Autoren argumentieren mit Hilfe eines theoretischen Modells, dass die Geldpolitik über Finanzzyklen einen Einfluss auf die trendmäßige Entwicklung des realen Zinses hat.

Unter Finanzzyklen werden die gemeinsamen Schwankungen von Kreditaggregaten (als Näherungswert für Verschuldung) und Vermögenspreisen (als Näherungswert für Kreditsicherheiten) verstanden. Diese Schwankungen sind das Ergebnis sich gegenseitig verstärkender Wechselwirkungen zwischen den Finanzierungsbedingungen, der Bewertung von Vermögensanlagen und der Risikowahrnehmung im Finanzsystem, wobei Friktionen an den Finanzmärkten, wie z.B. Informationsasymmetrien, die beschränkte Haftung von Kreditnehmern und/oder verzerrte Erwartungen von Finanzmarktteilnehmern, eine entscheidende Rolle spielen.<sup>11</sup>

Borio et al. erklären in ihrem Modell die Entstehung von Finanzzyklen wie folgt: Im finanziellen Aufschwung führt ein aggressiver Wettbewerb unter den Banken zu niedrigen Kreditzinsen und lockeren Kreditvergabestandards. Die gesamtwirtschaftliche Produktion steigt. Aber der niedrige Zins und die lockeren Kreditvergabestandards führen auch dazu, dass der Anteil schlechter Kredite in den Kreditportfolios der Banken zunimmt. Dieses zehrt die Gewinne der Banken auf; negative Effekte auf das Eigenkapital der Banken sind die Folge. Diese Entwicklung zwingt die Bank zu einer eher konservativen Kreditvergabe, der Wettbewerbsdruck lässt nach, die Zinsen steigen, und die Kreditvergabestandards werden angezogen. Der finanzielle Abschwung

8 Vgl. Deutsche Bundesbank, a. a. O.

9 Für eine ausführliche Beschreibung und Diskussion dieser Aspekte siehe C. C. von Weizsäcker: Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert – Die große Divergenz, Wiesbaden 2019. Für einen Überblick siehe z.B. P. R. Lane: Determinants of the real interest rate, Rede am 28.11.2019 an der National Treasury Management Agency, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/html/index.en.html> (14.1.2020).

10 Vgl. C. Borio et al., a. a. O.

11 Für die Definition, Beschreibung und Messung von Finanzzyklen siehe z.B. Deutsche Bundesbank: Finanzzyklen im Euroraum, Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Januar 2019, S. 55-79; und Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: 84. Jahresbericht, 2014, S. 73-77.

setzt ein. Das Verhalten der Banken im Aufschwung legt somit die Grundlage für den eintretenden Abschwung.

Dieses impliziert, laut Borio et al., dass sich die Zentralbank einem intertemporalen Trade-off gegenüber sieht: Setzt die Zentralbank heute einen hohen Nominalzins, steigen die Finanzierungskosten der Banken, was den Finanzaufschwung dämpft und somit kurzfristig mit einer geringeren gesamtwirtschaftlichen Produktion einhergeht. Gleichzeitig führt dieses Gegensteuern in Zeiten des Finanzaufschwungs aber dazu, dass der Bankensektor robuster wird, was wiederum eine nachhaltige Finanzierung des realen Sektors ermöglicht, langfristig also einen positiven Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Produktion hat. Die Stärke des Gegensteuerns hängt von den Präferenzen der Zentralbanker ab. Je kurzfristiger orientiert sie sind, desto weniger sind sie gewillt, gegenzusteuern. Das Problem ist dann, dass die niedrigen Zinsen in Aufschwungsphasen eher einen Finanzabschwung erzeugen, der wiederum noch niedrigere Zinssätze rechtfertigt, d.h. niedrige Zinsen erzeugen noch niedrigere Zinsen.

Borio et al. heben in diesem Zusammenhang die Bedeutung der geldpolitischen Reaktionsfunktion für die Trendentwicklung des realen Zinses hervor. Eine Zentralbank mit einer Reaktionsfunktion, in der Finanzstabilität keine signifikante Rolle spielt, setzt in normalen Zeiten einen relativ niedrigen Zins. Dieses erhöht das Auftreten von Krisen, was wiederum nach noch niedrigeren Zinsen verlangt. Vor diesem Hintergrund können die seit der Finanzkrise global „stubbornly“<sup>12</sup> niedrig gehaltenen Zinssätze der Zentralbanken das Ergebnis von Finanzzyklen sein. Auch können Sie eine Erklärung für den trendmäßigen Rückgang des realen Zinssatzes sein. Die Geldpolitik ist dann also auch bezogen auf den realen Zins in der langen Frist nicht neutral.

### Implikationen für die Geldpolitik

Borio et al. leiten aus ihren Überlegungen folgende Implikationen ab: Hat die Geldpolitik über den Finanzzyklus einen Einfluss auf die langfristige Entwicklung des Realzinses, ist der wie oben definierte natürliche Zins als Referenzmaßstab für die Beurteilung der geldpolitischen Ausrichtung gänzlich ungeeignet, da diese Größe nicht mehr exogen gegeben ist, sondern von der Geldpolitik selbst abhängig ist.

Der Einfluss der Geldpolitik auf den Finanzzyklus impliziert eine möglicherweise problematische Pfadabhängigkeit geldpolitischer Entscheidungen: Bei niedrigen (stabilen) Inflationsraten kann eine weitere extrem expansiv ausgerichtete Geldpolitik Verzerrungen der nominalen und realen Zinsen nach unten implizieren. Dieses wiederum kann den

Aufbau einer nicht tragfähigen Verschuldung mit sich bringen, wenn die Verschuldung relativ zum Einkommen so hoch wird, dass zukünftige, notwendige Zinserhöhungen durch die Geldpolitik unterbleiben, da ein höherer Schuldendienst von der Wirtschaft nicht verkraftet werden kann (vgl. die Problematik der finanziellen und fiskalischen Dominanz). Damit kann ein geldpolitisches Gegensteuern in den entsprechenden Phasen des Finanzzyklus sinnvoll sein. Das Gegensteuern beendet, wie Borio et al. es ausdrücken, die im Verlauf von Finanz- und Konjunkturzyklen andauernde Schrumpfung der geldpolitischen Munition. Die Autoren argumentieren, dass die Geldpolitik deshalb Finanzzyklen eine stärkere Aufmerksamkeit als bislang schenken sollte. Möglicherweise habe man den Einfluss an sich ungefährlicher Ursachen (Globalisierung und technologische Entwicklung) sinkender Inflationsraten unterschätzt, und die Fähigkeit der Geldpolitik gegen diese Kräfte die Inflationsrate auf ihr Ziel zu bringen, überschätzt. Dies spricht dafür, den geldpolitischen Handlungsrahmen zu überdenken.

### Geldpolitischer Handlungsrahmen

Die EZB hat ein eindeutiges Mandat: die Gewährleistung von Preisniveaustabilität. In Anbetracht der oben aufgeführten Überlegungen ist jedoch zu diskutieren, bei sorgfältiger Abwägung aller Vor- und Nachteile, inwiefern das Mandat der EZB um die Gewährleistung von Finanzstabilität erweitert werden sollte. Weiterhin ist zu diskutieren, inwiefern die Quantifizierung des Ziels der Preisniveaustabilität überarbeitet werden sollte. Möglicherweise schränkt das bisherige (Punkt-)Ziel, eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2 %, die Flexibilität der Geldpolitik zu stark ein und ein Zielkorridor ist die bessere Alternative. Um der Öffentlichkeit dann trotzdem eine hinreichende Orientierung für die Inflationsentwicklung zu geben, sollte die EZB ausführen, welche Inflationsrate sie unter den jeweils herrschenden Rahmenbedingungen innerhalb dieses Korridors in den nächsten zwei Jahren anstrebt. Vergleichbar ist dieser Ansatz mit den Projektionen der US-amerikanischen Zentralbank Fed bezüglich des Ziels der maximalen Beschäftigung. Die Fed hat nicht nur das Mandat, für stabile Preise, sondern auch für eine maximale Beschäftigung zu sorgen. Nun wird aber die gesamtwirtschaftliche Beschäftigung auch von Größen beeinflusst, die nichts mit der Geldpolitik zu tun haben. Die Frage ist deshalb bei gegebenen herrschenden Rahmenbedingungen, welches Beschäftigungsziel mithilfe der Geldpolitik erreicht werden kann. Entsprechende Projektionen werden von der US-Notenbank veröffentlicht. Ähnlich könnte die EZB in Bezug auf ihr Inflationsziel verfahren.

### Fazit

Der Fokus dieses Beitrags liegt auf dem Einfluss der Geldpolitik auf die trendmäßige Entwicklung des realen Zinses.

<sup>12</sup> Vgl. C. Borio et al., a. a. O., S. 28.

In der Regel wird diesem Einfluss keine Bedeutung beigemessen, im Gegenteil: Geldpolitik wird diesbezüglich als neutral eingestuft. Für die trendmäßige Entwicklung des realen Zinses sind andere Faktoren verantwortlich, wie z. B. die demografische oder die technologische Entwicklung. Auf die Ausführungen von Borio et al. zurückgreifend, kann jedoch argumentiert werden, dass über den Finanzzyklus die Geldpolitik sehr wohl einen Einfluss auf die Trendentwicklung des realen Zinses hat. Damit ist Geldpolitik auch in der langen Frist nicht neutral. Wird dieses in geldpolitischen Entscheidungen nicht berücksichtigt, kann es zu „too prolonged periods of low central bank interest rates“ kommen,

mit erheblichen negativen Auswirkungen für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Um der EZB jedoch überhaupt die Möglichkeit zu geben, Finanzzyklen in ihrer Politik hinreichend zu berücksichtigen, ist zu diskutieren, inwiefern der geldpolitische Handlungsrahmen z. B. in Bezug auf eine Erweiterung des Mandats der EZB um die Gewährleistung von Finanzstabilität und die Quantifizierung des Inflationsziels überarbeitet werden sollte. Eine entsprechende Überarbeitung würde idealerweise dazu führen, dass die Perioden niedriger Zentralbankzinsen kürzer werden, sodass auch die in der Einführung aufgezählten Probleme, die mit einer Niedrigzinspolitik der EZB einhergehen, reduziert würden.