

Pressekonferenz, 5. Juni 2014, Berlin

Das aktuelle Niedrigzinsumfeld: Ursachen, Wirkungen und Auswege

Statement

Prof. Dr. Michael Hüther
Direktor
Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Es gilt das gesprochene Wort

Durch die Rettungspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) sind die Zinsen in Deutschland und in der Eurozone schon seit geraumer Zeit sehr niedrig. Diese Politik hat zwar zur Krisenbewältigung beigetragen, sie birgt aber jetzt zunehmend Gefahren. Daher werden zumindest hierzulande die Rufe nach einem Ausstieg aus der Niedrigzinsphase zu Recht immer lauter.

Vor diesem Hintergrund hat das Institut der deutschen Wirtschaft Köln (IW Köln) im Rahmen einer Studie für den Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) analysiert, ob, wann und unter welchen Voraussetzungen eine baldige Zinswende realisiert werden und wie die EZB diese Zinswende möglichst ohne übermäßige Belastung der wirtschaftlichen Entwicklung steuern kann.

Hauptergebnisse :

- Die Bedingungen für eine Zinswende haben sich deutlich verbessert. Bei anhaltender Stabilisierung von Konjunktur, Inflation und Bankensystem sollte ein vorsichtiger Ausstieg aus der Niedrigzinsphase im zweiten Halbjahr 2015 beginnen.
- Für das Gelingen der Zinswende ist es entscheidend, dass sie von der EZB kommunikativ intensiv vorbereitet und in kleinen kontinuierlichen Schritten gestaltet wird.
- Das IW Köln sieht derzeit keine Notwendigkeit für eine weitere Zinssenkung; die EZB sollte aber die Gefahr einer deflationären Entwicklung genau beobachten.

Multiple Krisen forderten die EZB...

Die vergangenen Jahre waren für den Euroraum ökonomisch außergewöhnlich schwierig. Denn multiple Krisen traten auf und verstärkten sich gegenseitig:

- Die globale Finanzkrise nach dem Konkurs von Lehman Brothers schwächte Banken und Staaten.
- Beide Akteure gerieten in einen fatalen Teufelskreis, der die Eurozone fast auseinanderbrechen ließ.
- In Südeuropa kam es zu gravierenden Zahlungsbilanzkrisen und massiver Kapitalflucht.
- Der Interbankenmarkt brach zusammen; dies führte zu einer Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus sowie zu einer Fragmentierung des Finanzmarktes in der Eurozone.

Die EZB hat auf diese Zusammenballung krisenhafter Entwicklungen mit außergewöhnlichen Maßnahmen reagiert und so dazu beigetragen, Realwirtschaft, Konjunktur und Banken vor einem Abgleiten in die ökonomische Katastrophe zu bewahren.

Die wichtigsten EZB-Maßnahmen waren dabei: ultraniedrige Zinsen, unbegrenzte Liquiditätsversorgung durch Vollzuteilung und Lockerung der Kreditsicherheitsbedingungen sowie Langfristender und Staatsanleiheankaufprogramme. Damit übernahm die EZB die Rolle als Lender of last Resort.

..., aber Nachteile der Niedrigzinsen nehmen zu

Angesichts deutlicher ökonomischer Verbesserungen in vielen Euro-Krisenländern richtet sich der Blick jedoch auf die zunehmenden Nachteile und Gefahren des Niedrigzinsumfeldes:

- Der Zinseszinsseffekt verschärft die negativen Auswirkungen niedriger Zinsen auf das Langfristsparen – und damit auf die private Altersvorsorge vieler Bürger.
- Finanzmarktakteure, für die Zinsmargen eine wichtige Einkommensquelle sind, geraten zunehmend stärker unter Druck.
- Die ultraniedrigen Zinsen und die übermäßige Liquidität drohen zum Keim für neue Krisen zu werden. Denn die Erosion der Profitabilität verleitet zu einer Jagd nach Rendite. Wenn Investoren dabei zu große Risiken eingehen, droht das wiederum zur Gefahr für die Finanzstabilität zu werden. So können sich neue Asset-Preis-Blasen bilden, etwa an Aktien- oder Immobilienmärkten.
- Niedrige Zinsen können den Reformdruck mindern, und einen konsequenten Schuldenabbau behindern. Dies betrifft vor allem fragile Banken oder Staaten. Eine oftmals hohe Verschuldung und das Regelwerk der Eurozone wirken dem allerdings entgegen.

Annäherung an die Zinswende

Eine Zinswende wird erst möglich, wenn sich die Wirtschaftslage hinreichend normalisiert hat. Erst dann kann die EZB den sehr expansiven Zinskurs allmählich auf ein neutrales Niveau umsteuern. Daher haben wir das gesamtwirtschaftliche Umfeld der Niedrigzinsphase und die relevanten Determinanten der Geldpolitik analysiert. Dazu gehören:

- die Konjunkturlage,
- die Frage, ob Inflation oder Deflation drohen,
- der Zustand des Bankensystems in der Eurozone,
- Höhe und Entwicklung von privater und staatlicher Verschuldung sowie
- die Frage, ob Reformen in die richtige Richtung gehen.

Staatsverschuldung ist keine gewöhnliche Determinante der Geldpolitik. Doch wird zuweilen behauptet, die Geldpolitik müsse sich in Zukunft einer fiskalischen Dominanz unterwerfen und werde so zum Handlanger der überschuldeten Staaten. Denn sie müsse Preisstabilität hintanstellen, um über anhaltende Niedrigzinsen die Zahlungsfähigkeit der Staaten zu sichern.

Insgesamt ist festzustellen, dass die Zinswende deutlich näher gerückt ist. So zeigen sich bemerkenswerte Normalisierungstendenzen vor allem bei Konjunktur, Realwirtschaft und Bankensystem. Und auch viele Reformen gehen in die richtige Richtung.

Konjunktur hat sich deutlich stabilisiert

Konjunktur und Realwirtschaft in der Eurozone haben sich merklich erholt. Damit haben sich wichtige Voraussetzungen für die Zinswende deutlich verbessert.

So scheint die Rezession im Euroraum nachhaltig überwunden. War die Wirtschaft im Euroraum im Jahr 2012, auf dem Tiefpunkt der Rezession, noch um 0,7 Prozent gegenüber dem Vorjahr geschrumpft, sehen die Prognostiker für die Jahre 2014 und 2015 jahresdurchschnittliche BIP-Wachstumsraten von gut einem bzw. rund 1,5 Prozent.

Damit bleibt der Aufschwung zwar zunächst noch recht verhalten. Doch er erfasst zunehmend auch die ehemaligen Krisenländer.

Die BIP-Wachstumswahlen des ersten Quartals waren zwar schlechter als erhofft. Doch lassen sich die positiven Konjunkturprognosen auch weiterhin durch den seit längerem anhaltenden deutlichen Aufwärtstrend von Stimmungs- und anderen konjunkturellen Frühindikatoren untermauern (Tabelle 1).

Wichtig wird nun sein, ob sich der Aufschwung selbst zu tragen beginnt. Dann werden auch die niedrigen Inflationsraten allmählich wieder steigen und es der EZB ermöglichen, die Zinsen wieder anzuheben. Wie es weiter gehen wird, ist derzeit freilich nicht ganz leicht einzuschätzen.

Positiv stimmt auf der einen Seite:

- Die zahlreichen Strukturreformen vor allem in den ehemaligen Krisenländern dürften erst im Aufschwung richtig zu wirken beginnen.
- Teufelskreise können die Konjunktur zunehmend nach unten ziehen, aber „Tugendkreisläufe“ auch die Bewegung nach oben beschleunigen, wenn sich positive Faktoren gegenseitig verstärken.
- Rückprall-Effekte sind möglich angesichts der tiefen Konjunkturreinbrüche.

Andererseits bleiben zweifellos Risiken für die Konjunktur:

- Der EZB-Bankenstresstest, dessen Ergebnisse voraussichtlich Anfang November vorgelegt werden, könnte bei negativen Überraschungen zu einem erneuten Aufflammen der Krise führen. Dieses Risiko ist man sich bei der EZB in Frankfurt aber bewusst.
- Die schwache Kreditvergabe in den ehemaligen Krisenländern könnte den beginnenden Aufschwung gefährden. Die jüngsten Umfragen der EZB signalisieren hier aber keine weitere Verschärfung.
- Die hohe private Verschuldung in einigen Euroländern mag eine zu große Last sein. Denn höhere Einkommen werden weniger als üblich zu neuer Nachfrage, da ein nennenswerter Teil in die Schuldentilgung fließen muss. Auch hier müssen Reformen ansetzen.

Deflationsgefahr ernst nehmen, aber die EZB muss derzeit nicht reagieren

Anders als in Deutschland fordern viele ausländische Beobachter eine weitere geldpolitische Lockerung von der EZB und den Einsatz noch unkonventionellerer Instrumente wie einen negativen Einlagenzins. Dahinter stehen die Diskussionen über die derzeit niedrigen Inflationsraten und über die Gefahr einer Deflation. Häufig wird dabei auf das abschreckende Beispiel Japan verwiesen. Die Deflationsgefahren im Euroraum sind derzeit jedoch als gering einzustufen:

- Vor allem aufgrund gesunkener Energiepreise lag die Kerninflationsrate (ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak) im Euroraum im April mit 1,0 Prozent über der offiziell ausgewiesenen von 0,7 Prozent.
- Sinkende Preise gibt es nur bei etwa einem Fünftel der Gütergruppen (meist energienahe und technische Güter).
- Eine stark negative Kerninflationsrate verzeichnete im April lediglich Griechenland mit -2,2 Prozent. In nur vier anderen Euroländern **war sie zwar stark unterdurchschnittlich, aber noch geringfügig positiv** (Tabelle 2).
- Dahinter steht zunächst ein gesunder Anpassungsprozess. Sinkende **Lohnstückkosten werden über fallende** Preise weitergegeben. Das stabilisiert die Realeinkommen und verbessert die Wettbewerbsfähigkeit. Zudem sprechen die relativ positiven Konjunkturerwartungen gegen ein deflationäres Aufschieben von Ausgabenentscheidungen in Erwartung sinkender Preise.

Gleichwohl sind Deflationssorgen grundsätzlich ernst zu nehmen, was auch ungewöhnliche Maßnahmen wie ein Quantitative Easing grundsätzlich nicht ausschließt. Allerdings sehen wir dafür keinen Anlass, zumal wegen der weitreichenden Kollateralwirkungen solcher Schritte in einer Währungsunion. Darüber hinaus spricht viel dafür, dass die Inflationsraten mit der prognostizierten weiteren Konjunkturbedeuerung wieder anziehen.

Banken haben sich trotz andauernder Probleme stabilisiert

Die EZB hat mit ihrer unkonventionellen Geldpolitik auch auf die schwierige Lage vieler Banken reagiert. Eine Zinswende setzt daher voraus, dass sich auch hier eine hinreichende Stabilisierung zeigt. Tatsächlich gibt es auch im Bankensektor der Eurozone wichtige, aber noch nicht ausreichende Fortschritte.

So haben sich besonders in den ehemaligen Krisenländern viele Risiko- und Stressindikatoren seit den Krisenzuspitzungen Ende 2011 und Mitte 2012 entspannt:

- Die Finanzierungskosten der Banken sind niedriger, weil die hohen Risikoaufschläge gesunken sind (Tabelle 3).
- Aktienkurse des Finanzsektors haben deutlich zugelegt.
- Die Sonderkredite des Eurosystems (ELA) und die Target2-Verbindlichkeiten sind gesunken.

Dahinter steht aber nicht nur – wie zuweilen behauptet wird –, dass die EZB als Lender of last Resort Risiken übernommen und damit von den Banken auf die Steuerzahler verlagert hat. Sondern es zeigen sich auch deutliche Verbesserungen bei den Fundamentaldaten des europäischen Bankensektors:

- Die Risikovorsorge der großen europäischen Banken hat sich deutlich verbessert, wie der IW-Bankenmonitor zeigt. Während im Jahr 2007 die risikogewichteten Kern-Eigenkapitalquoten von der Hälfte der Banken noch bei höchstens 7,5 Prozent lagen, wiesen im Jahr 2013 nur noch 5 Prozent der Banken weniger als 8,4 Prozent aus. **Der Median lag zuletzt bei** einer Eigenkapitalquote von 13 Prozent (2007: 8 Prozent).
- Die Bankensysteme von Spanien, Griechenland, Portugal und Irland wurden im Zuge der Hilfsprogramme reformiert.
- Die zügige Umsetzung der Bankenunion hat das Vertrauen in Bankenaufsicht und Banken gestärkt.

Allerdings bestehen vor allem in den ehemaligen Krisenländern wegen der tiefen Rezession weiter erhebliche Probleme mit notleidenden Krediten. Vor diesem Hintergrund hat sich die Fragmentierung im europäischen Bankensektor bislang nur teilweise zurückgebildet.

Alles in allem zeigen sich im europäischen Bankensektor also durchaus wichtige Fortschritte hin zu einer Normalisierung. Doch gilt es, die noch verbleibenden Probleme zügig zu bereinigen.

Gefahr fiskalischer Dominanz nicht überbewerten

Die erwähnte Gefahr fiskalischer Dominanz ist angesichts der hohen Schuldenstände sicherlich verständlich; sie sollte aber auch nicht übertrieben werden:

- Zwar zeigen sich bei den öffentlichen Schuldenständen bisher kaum Fortschritte. Doch immerhin verringern sich die Haushaltsdefizite kontinuierlich. Das geschieht zu Recht in dosiertem Maß, um das kurzfristige Wachstum nicht zu sehr zu dämpfen (Tabelle 4).
- Der Schuldendienst erscheint aktuell durchaus tragbar. Denn selbst in den ehemaligen Krisenländern liegen die staatlichen Zinsquoten (trotz der Anstiege am aktuellen Rand) weiter auf erträglichem Maß – und deutlich niedriger als etwa Mitte der 1990er Jahre, als keine Debatte über eine gefährdete Schuldentragfähigkeit geführt wurde.
- Unsere Berechnungen zeigen: Auf Basis der Prognosen für 2015 können die Schulden auch in den meisten ehemaligen Krisenländern als tragfähig eingestuft werden. Das liegt vor allen am wiederkehrenden Wirtschaftswachstum, aber auch an weiter sinkenden Fiskaldefiziten und deutlich niedrigeren Staatsanleihezinsen (Tabelle 5).
- Daher könnten die Staatsanleihezinsen problemlos um ein bis zwei Prozentpunkte steigen, ohne dass die staatlichen Zinsquoten in den meisten ehemaligen Krisenländern zunehmen würden. Die EZB könnte also die Zinsen bei anhaltender Konsolidierung auf etwa 2 Prozent anheben, ohne die Schuldentragfähigkeit in der Breite zu gefährden.

Privatverschuldung dosiert abbauen

Die hohe Privatverschuldung erweist sich weiterhin als erhebliche ökonomische Last. Ziel muss daher ein möglichst wenig wachstumsschädlicher Schuldenabbau in diesem Bereich sein (dosiertes Deleveraging).

Dazu gehören bei überschuldeten Unternehmen und Haushalten auch Schuldendiensterleichterungen (etwa Zinssenkungen, Tilgungstreckungen) und gegebenenfalls auch Insolvenzen. Zudem sollten betroffene Banken uneinbringliche Forderungen konsequenter abschreiben. Dies ist nach der Erfahrung in Japan wichtig dafür, dass Banken wieder neue Kredite vergeben können.

In manchen Staaten, vor allem in Italien und Griechenland, macht die Rechtslage private Insolvenzen aber so komplex und langwierig, dass eine Schuldenbereinigung unnötig erschwert wird. Hier besteht deutlicher Reformbedarf.

Reformpolitik fördert Zinswende

Weil durch die Abschreibung notleidender Kredite neue Löcher in den Bankbilanzen drohen, hat die konsequente Rekapitalisierung eine hohe wirtschaftspolitische Priorität. Noch wichtiger sind realwirtschaftliche Strukturreformen zur Wachstumsförderung.

Denn die Rückkehr eines dynamischen Wachstums ist der entscheidende Hebel für die Sicherung der Schuldenfähigkeit und damit die Gesundung von Staaten, Banken, Unternehmen und Haushalten.

Auf diesen beiden Gebieten befindet sich die Reformpolitik der Eurozone weitgehend auf dem richtigen Kurs – und fördert damit die Annäherung an eine Zinswende weiter. Das ist ein weiteres zentrales Ergebnis dieser Studie.

- Bei den Strukturreformen hat die OECD aufgezeigt, dass sich entgegen der landläufigen Meinung vor allem in den ehemaligen Krisenländern viel bewegt hat. Zahlreiche Studien und die Erfahrung vieler Länder sprechen dafür, dass diese Reformen mehr Produktivität, Wachstum, Beschäftigung und Wettbewerbsfähigkeit schaffen werden.
- Die bisherigen Reformenerfolge im Bankensektor werden mit verstärktem Druck fortgeführt. Dafür sorgt die Einführung der Bankenunion und vor allem der vorgeschaltete Stress-test durch die EZB als neue zentrale Bankenaufseherin. Auf diese Weise werden die Banken gezwungen, Kapitallücken zu schließen und ihre Risikovorsorge weiter zu erhöhen.

Bei all diesen Reformen kommt es auf die konsequente Umsetzung und Fortführung an. Doch sollte nicht übersehen werden, wie viel die Eurozone an Reformfortschritten bereits erreicht hat.

Zinswende graduell und vorhersehbar gestalten

Alles in allem haben sich die Voraussetzungen für den Ausstieg aus der unkonventionellen Geld- und der Niedrigzinspolitik deutlich verbessert. Daher plädiert das IW Köln für eine vorsichtige Zinswende im zweiten Halbjahr 2015, soweit unsere Erwartungen an die Gesundung von Konjunktur, Preisentwicklung und Banken eintreffen.

Allerdings gilt es zu verhindern, dass die Finanzmärkte von der Zinswende überrascht werden und deshalb überreagieren, wie im Mai 2013 in den USA. Damals kam es zu Turbulenzen an den Finanzmärkten der USA und vor allem der Schwellenländer. Auch dürfen die Langfrist-Zinsen nicht zu schnell steigen, weil so die wirtschaftliche Entwicklung ungewollt unter Druck geriete.

Daher macht das IW Köln zwei konkrete Vorschläge.

- Erstens sollte die EZB auf eine sehr schonende Zinswende setzen. Dazu sollte sie den Leitzins nicht wie üblich relativ stark um 0,25 oder 0,5 Prozentpunkte im Quartalsabstand erhöhen, sondern zunächst nur in kleinen, aber häufigeren Zinsschritten. Empfehlenswert wären anfängliche Erhöhungen von 0,05 Prozentpunkten im Zwei-monatsrhythmus oder 0,01 Prozentpunkten im Monatsrhythmus. Bei weiterer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage sollte die EZB die Zinsschritte zunehmend vergrößern.

- Zweitens sollte die EZB die Erwartungen des Finanzmarktes mit dem Instrument der Forward Guidance so gut wie möglich zu steuern versuchen. Dabei sollte sie aber qualitative und nicht quantitative Bedingungen für den Zeitpunkt der Zinswende und für den weiteren Verlauf des Zinserhöhungspfads nennen. In ihren regelmäßigen öffentlichen Aussagen könnte sich die EZB verbal allmählich an diese Bedingungen annähern und so die Erwartungen leiten.