

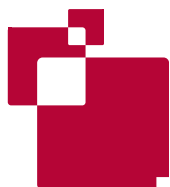
SCHRIFTLICHE STELLUNGNAHME BUNDESTAGSANHÖRUNG „NIEDRIGZINSPOLITIK DER EZB“

GUNTRAM B. WOLFF

Zusammenfassung

- Reale Renditen fallen weltweit mindestens seit Anfang der 1980er Jahre, so auch in Deutschland. Die Gründe hierfür werden kontrovers diskutiert. Es handelt sich aber um eine langfristige Veränderung von globalem Spar- und Investitionsverhalten aufgrund von demographischen und strukturellen Faktoren. Geldpolitik ist hierfür nicht ursächlich verantwortlich, muss aber darauf reagieren.
- Nominalzinssätze, wie z.B. auf dem Girokonto, sind nur begrenzt interessant. Für den Sparer ist der Realzins entscheidend, da bei einer hohen Inflationsrate der hohe Nominalzins lediglich den Kaufkraftverlust durch Inflation ausgleicht. Die reale Rendite auf Bargeld und Einlagen privater Haushalte ist nicht wesentlich gesunken, worauf auch die Bundesbank in ihrem letztem Monatsbericht hinweist.
- Die Inflationsraten sind im Euroraum seit mehreren Jahren rückläufig, was darauf hindeutet, dass die EZB eher zu langsam den Leitzinssatz gesenkt hat. Dies könnte mitverantwortlich sein für die Verschärfung der Rezession im Euroraum. Ein Anheben des Leitzinses in derzeitigen Umständen wäre der wirtschaftlichen Erholung abträglich und würde auch in Deutschland zu noch niedrigeren Inflationsraten führen.

Diese Policy Contribution trug der Autor im Rahmen eines nicht öffentlichen Fachgesprächs des Finanzausschuss des Deutschen Bundestages zu dem Thema "Niedrigzinspolitik der EZB" in Berlin am 4. November vor. Guntram B. Wolff ist der Direktor von Bruegel. Der Autor dankt Bennet Berger für wissenschaftliche Assistenz.



SCHRIFTLICHE STELLUNGNAHME BUNDESTAGS- HÖRUNG „NIEDRIGZINSPOLITIK DER EZB“

GUNTRAM B. WOLFF

DAS PHÄNOMEN FALLENDER ZINSEN

In den letzten Jahren hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihren Leitzins mehrmals gesenkt, bis zu einem Rekordtief von derzeit 0,05%. Im März dieses Jahres wurde zusätzlich ein Anleihenkaufprogramm gestartet. Deutsche Kommentatoren haben bisher die negativen Auswirkung der EZB-Politik auf die Erträge deutscher Spareinlagen hervorgehoben¹. Entgegen der vorherrschenden Meinung ist die EZB jedoch nicht der Hauptgrund für den Rückgang der langfristigen Zinssätze, es handelt sich vielmehr um einen langfristigen globalen Trend. Selbst die realen Renditen von Bankeinlagen sind wesentlich weniger in den letzten 20 Jahren gefallen, als die Nominalenzinsen glauben machen wollen. Des Weiteren ignoriert die derzeitige Debatte eine geeignete wirtschaftspolitische Antwort auf das Problem niedriger langfristiger Zinsen.

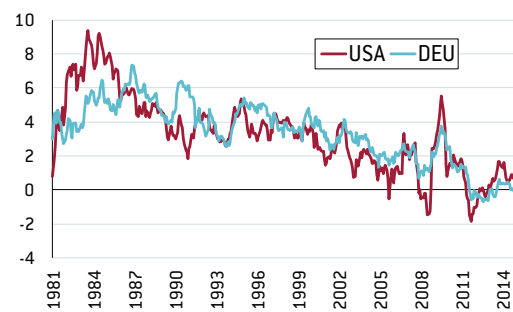
Nominalzinsen fallen seit 30 Jahren. Während sich die nominalen Kreditkosten für die US-Regierung im Jahr 1980 noch auf rund 13% beliefen, sanken sie über die Jahrzehnte von 8% im Jahr 1990, über 5% im Jahr 2000, auf 2% im

Oktober 2015. Ein ähnliches Bild ergibt sich für Deutschland, wo die Zinssätze für die gleiche Art Staatsanleihen von 9% im Jahr 1980 auf 5% im Jahr 2000 fielen, und sich derzeit auf unglaublichen 0,6% halten (Stand Oktober 2015).

Was steckt also hinter dem dramatischen Rückgang der Zinssätze, den man über die letzten drei Jahrzehnte beobachten konnte, sowohl in Deutschland als auch anderen Industrieländern? Zwei Faktoren sind dafür zentral: Zum einen der Rückgang der Inflation und zum anderen der Rückgang der realen Renditen. Die Inflationsraten in den 1980er Jahren lagen in Deutschland noch bei etwa 3%, in den 2000er Jahren schon nur mehr bei 1,6%. Für den Euroraum liegen die Inflationsprognosen für die nächsten 5 Jahre bei 1,7%², wobei die Inflationserwartungen der Märkte bei gerade mal 0,9% sind³, also weit entfernt vom EZB-Ziel stabiler Preise bei Inflationsraten von knapp unter 2%.

Ein Großteil des nominalen Zinsrückganges kann deshalb durch fallenden Inflationsraten erklärt werden, die ein Resultat besserer Geldpolitik sind. Sinkende Inflationsraten reduzieren jedoch nicht die Rendite der Sparer, für sie zählt nur der sogenannte Realzins. Anders ausgedrückt: als Sparer

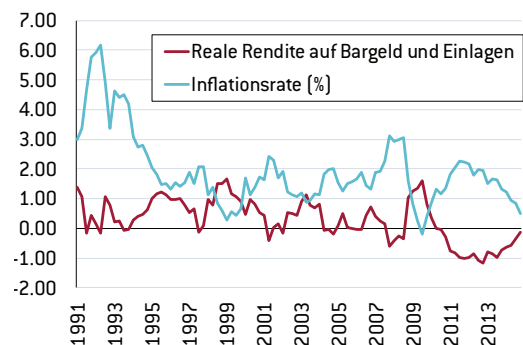
Graphik 1: Ex-post Realzinsen [%]



Quellen: Thomson Reuters Datastream, OECD Statistics und Federal Reserve Economic Data.

Anmerkungen: Die Berechnungen der Realzinsen basieren auf Renditen 10-jähriger Staatsanleihen.

Graphik 2: Reale Rendite auf Bargeld und Einlagen
Einlagen privater Haushalte



Quellen: Bundesbank und Thomson Reuters Datastream

Anmerkungen: Die reale Rendite auf Bargeld und Einlagen ist ein gemäß den Portfolioanteilen privater Haushalte gewichteter Durchschnitt der verschiedenen Anlageformen.

1. Siehe, z.B., <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/nachrichten/rente-in-gefahr-ezb-niedrigzinspolitik-schadeten-sozialkassen/11740472.html> oder <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/leitzinssparkassen-chef-nennt-ezb-niedrigzinspolitik-entengung-a-973277.html>.

2. IMF World Economic Outlook, April 2015.

3. Markterwartungen basierend auf inflation-linked swaps; Thomson Reuters Datastream.

bin ich daran interessiert wie viele Waren ich für die Rendite meiner Ersparnissen bekomme, und genau das sagt mir der Realzinssatz. Graphik 1 zeigt, dass der risikolose, langfristige Realzins in den USA und in Deutschland auf unter 1% gesunken ist und nur seit dem jüngsten wirtschaftlichen Aufschwung scheint er in den USA wieder leicht anzusteigen.

Gleichzeitig zeigt die Bundesbank in ihrem Monatsbericht vom Oktober 2015, dass reale Renditen auf das Bankkonto nur geringfügig gefallen sind, siehe Graphik 2. Hingegen zeigt sich klar ein Rückgang von Renditen aus Versicherungen und Investmentfonds seit Beginn des Jahrtausends (siehe Anhang). Dies deutet ebenfalls darauf hin, dass langfristige Zinsen schon seit längerem fallen.

URSACHEN NIEDRIGER REALER RENDITEN

Was sind die Ursachen für den Rückgang der Realzinsen? Die Realzinsen hängen von einer ganzen Reihe wirtschaftlicher Faktoren ab. Zunächst spiegelt der Realzins das Spar- und Investitionsverhalten der wirtschaftlichen Akteure wider. Steigt die Sparquote, fällt ceteris paribus der Zins. Steigen die Investitionen, dann steigt der Zins. Ein fallender Realzins bedeutet also, dass grundsätzlich mehr Ersparnisse einer geringeren Investitionsnachfrage gegenüber stehen.

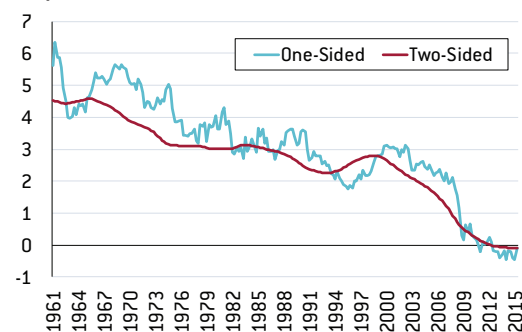
Viele Ökonomen argumentieren, dass derzeit mehr gespart wird als produktive Investitionsmöglichkeiten vorhanden sind. Die Gütermärkte seien deswegen nicht im Gleichgewicht und nur bei einem negativen realen Zins würde wieder ein Gleichgewicht mit Vollbeschäftigung erreicht werden. Schätzungen dieses „natürlichen“ Zinssatzes – der Zinssatz, der sich in einer Ökonomie im Gleichgewicht einstellen würde – weisen in der Tat auf einen negativen Wert für die USA hin, siehe Graphik 3.

Die Debatte zu den global fallenden Realzinsen ist seit Jahren im Gange. Insbesondere wurden die Gründe in den letzten Jahren intensiv unter den Schlagworten „secular stagnation“ und „savings glut“ diskutiert. Das Konzept der secular stagnation geht zurück auf Hansen (1939), der in einer Rede vor der American Economic Association

1938 auf die Bedeutung von (öffentlichen) Investitionen für Vollbeschäftigung hinwies. In seiner Argumentation braucht eine Volkswirtschaft für solche Investitionen Innovationen, mehr Land und zusätzliche Ressourcen - und schließlich Bevölkerungswachstum. Bernanke (2005) spricht von einer globalen Sparschwemme, die unter anderem durch politische Entscheidungen in China und anderen asiatischen Schwellenländern sowie ölexportierende Staaten verursacht ist. Carl Christian von Weizsäcker (2012, 2014) weist auf einen Mangel an produktiven Investitionsmöglichkeiten in den Industrieländern hin. Dieser kann auch durch potentiell attraktive Märkte in Entwicklungsländern, zum Beispiel in Afrika oder dem Nahen Osten, nicht ohne Weiteres behoben werden, da dort die finanzielle Infrastruktur nur dürftig vorhanden ist und politische Instabilität Investoren verunsichert. Die Gründe dafür, dass mehr gespart als investiert wird, sieht er vor allem in demographischen Faktoren. Die Anzahl der Jahre, die in Rente verbracht werden relativ zu der Anzahl der Jahre, in denen gearbeitet wird, ist angestiegen und führt zu vermehrtem Sparen, um für das Rentenalter vorzusorgen. Krugman (2013) und Summers (2013) und andere weisen auch auf stagnierende heimische Nachfrage hin, was Wachstumsaussichten drückt und zu niedriger Inflation führt. Wolff (2014) diskutiert die positive Rolle, die globale Finanzintegration spielen kann und weist auf die Stärkung heimischer Investitionsmöglichkeiten hin.

Insgesamt kann über die Gründe niedriger Zinsen und die angemessene wirtschaftspolitische Reaktion lange diskutiert werden. Es bleibt aber festzuhalten, dass sich hohe Sparzinsen unter

Graphik 3: Natürlicher Realzins in den USA (%)



Quelle: Aktualisierte Daten von Laubach and Williams (2003), <http://www.frbsf.org/economic-research/economists/john-williams/> [abgerufen 28.10.2015]

solchen Umständen nur schwer realisieren lassen.

DIE ROLLE DER GELDPOLITIK

Was hat die Geldpolitik der EZB mit all dem zu tun? Aufgabe der Geldpolitik ist, ihr Preisstabilitätsmandat zu erfüllen. Das Mandat der EZB ist es insbesondere, für den Euroraum eine mittelfristige jährliche Inflationsrate von knapp unter 2% zu erreichen. In normalen Zeiten benutzt die Geldpolitik hierfür ein Instrument: den kurzfristigen Nominalzins. Senkt sie diesen Zins, so beeinflusst sie Spar- und Investitionsentscheidungen. Hierüber wird wiederum die volkswirtschaftliche Gesamtnachfrage gesteuert und damit letztlich auch die Inflationsrate. Eine große Zahl empirischer Studien belegt die Wirksamkeit des Leitzinses für die Nachfragesteuerung und die Inflationssteuerung.

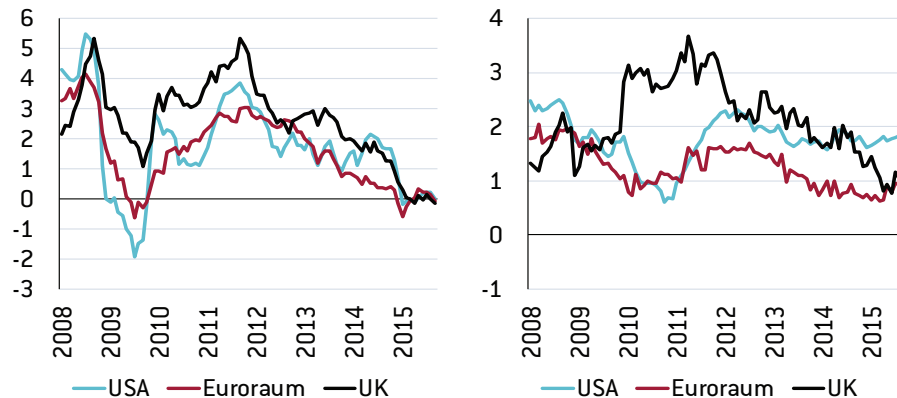
Fällt der natürliche Realzins, so muss die Geldpolitik ihren Nominalzins absenken, um das

gleiche Inflationsniveau zu halten. Das starke Absenken des globalen natürlichen Realzins bedeutet also, dass auch die kurzfristigen Leitzinsen der europäischen Zentralbank wesentlich niedriger sein müssen als noch vor 20 Jahren, um das gleiche Inflationsziel zu erreichen⁴.

Die Inflationsrate in der Eurozone ist seit mehreren Jahren auf einem klaren Abwärtstrend (siehe Graphik 4). Auch die Kerninflationsrate, also die Preisteuerungsrate ohne Energie und Lebensmittel, ist ebenfalls weit weg vom Inflationsziel. Somit kann die Entwicklung der Inflationsraten nicht einfach auf die Preisentwicklung von Öl geschoben werden und gerade in den USA liegt die Kerninflationsrate deutlich höher. Zunächst einmal ist dies ein Indiz dafür, dass die Geldpolitik der europäischen Zentralbank nicht aggressiv genug ist, ihr Mandat zu erfüllen. Auch Inflationserwartungen sind in der letzten Zeit stark von ihrem mittelfristigen Ziel abgewichen (siehe Graphik 5)⁵.

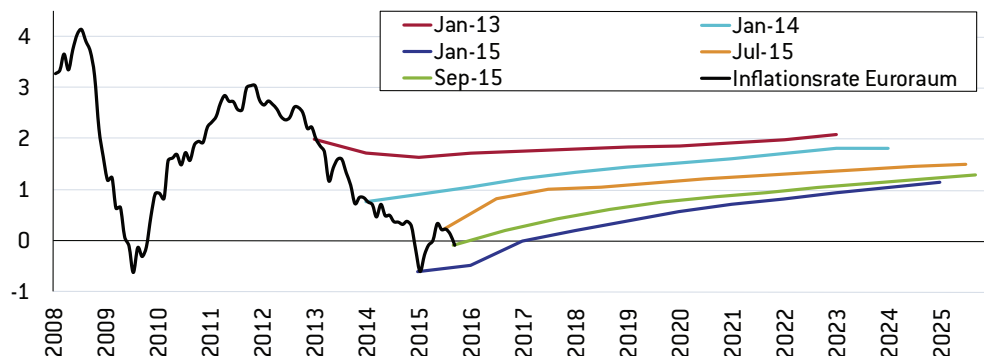
Ein Vergleich der Zinsentscheidungen der EZB mit

Graphik 4: Jährliche Inflationsrate (links) und Kerninflationsrate (rechts) [%]



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Graphik 5: Inflationserwartungen zu verschiedenen Zeitpunkten [%]



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Anmerkungen: Inflationserwartungen werden gemessen anhand von inflation-linked swaps von einem bis zehn Jahren Laufzeit.

4. In Zeiten, in denen der Nominalzins bereits bei Null liegt, nutzen Zentralbanken zusätzliche Instrumente, um die Nachfrage und Inflationsrate zu steuern. Diese sogenannten unkonventionellen Instrumente beeinflussen zusätzlich langfristige Zinsen.
5. Da die deutsche Inflationsrate ebenfalls seit längerem fern von 2% ist, kann man auch kaum argumentieren, dass die EZB-Politik niedriger Leitzinsen schädlich für Deutschland ist, da auch eine rein deutsche Zentralbank bei gleichem Mandat in dieser Situation die Leitzinsen nicht anheben würde.

den Zinsentscheidungen der amerikanischen Zentralbank, der Federal Reserve, zeigt auch, dass der Leitzins wesentlich langsamer im Euroraum abgesenkt wurde. Ähnliches gilt für die britische Zentralbank, die Bank of England. Die Geldpolitik der EZB war also wesentlich weniger aggressiv als die ihrer international vergleichbaren Zentralbanken (siehe Graphik 6).

Die fallenden Inflationsraten verschärfen die Herausforderung für die EZB. Da fallende Inflationserwartungen den Realzins erhöhen, wirken sie sich nachfragedämpfend aus und verstärken die dis-inflationären Tendenzen in der Eurozone. Tendenziell bedeutet dies, dass die EZB noch lange den Leitzins nahe Null halten wird und auch das QE-Programme nicht beenden wird, wenn sie ihr Inflationsmandat erfüllen möchte.

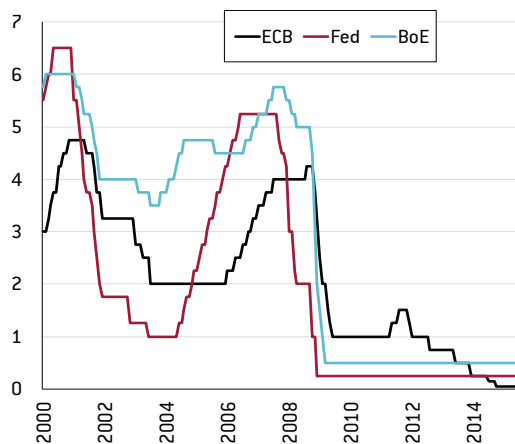
ZUSAMMENFASSUNG

Deutsche Sparer beklagen oft die niedrigen Zinsen auf ihren Bankkonten und die geringen Erträge ihrer Lebensversicherung. Die Europäische Zentralbank wird dabei oft als hauptverantwortliche Institution für diese Klage genannt. Diese Analyse ist aus mehreren Gründen irreführend und abzulehnen.

1) Reale Renditen fallen weltweit mindestens seit Anfang der 1980er Jahre, so auch in Deutschland. Die Gründe hierfür werden kontrovers diskutiert. Es handelt sich aber um eine langfristige Veränderung von globalem Spar- und Investitionsverhalten aufgrund von demographischen und strukturellen Faktoren. Geldpolitik ist hierfür nicht ursächlich verantwortlich, muss aber darauf reagieren.

2) Nominalzinssätze, wie z.B. auf dem Girokonto, sind nur begrenzt interessant. Für den Sparer ist der Realzins entscheidend, da bei einer hohen Inflationsrate der hohe Nominalzins lediglich den Kaufkraftverlust durch Inflation ausgleicht. Realzinssätze auf Sichteinlagen sind nur begrenzt gesunken. Auch die Bundesbank weist in ihrem letzten Monatsbericht darauf hin und diskutiert auch, in wie fern Anleger ihr Sparverhalten geändert haben, um von den höheren Renditen in anderen Anlageformen zu profitieren (Deutsche Bundesbank, 2015).

Graphik 6: Leitzinsen der wichtigsten Zentralbanken (%)



Quelle: Thomson Reuters Datastream

3) Die Inflationsraten sind im Euroraum seit mehreren Jahren rückläufig, was darauf hindeutet, dass die EZB eher zu langsam den Leitzinssatz gesenkt hat. Dies könnte mitverantwortlich sein für die Verschärfung der Rezession im Euroraum. Die niedrigen Inflationsraten erschweren es der EZB zudem, ihr Inflationsziel zu erreichen, da sie den Realzins erhöhen.

Kurz gesagt, handelt die EZB lediglich im Rahmen ihres Mandats. Die sogenannte „Niedrigzinspolitik“ ist eine notwendige Entscheidung, um ihre vertraglichen Verpflichtungen zu erfüllen, nämlich eine Inflationsrate von knapp unter 2%. Die Leitzinsen müssen auch konsistent mit dem natürlichen Realzins sein, der seit Jahren weltweit fällt. Kritik an der Niedrigzinspolitik der EZB ist vor diesem Hintergrund wenig überzeugend. Im Gegenteil, die europäische Zentralbank wird an ihrem derzeitigen Kurs festhalten müssen, wenn sie ihrem Mandat gerecht werden will.

Zu diskutieren ist stattdessen, ob andere Politikbereiche stärker handeln müssen, um die Eurozone wieder Richtung höherer Beschäftigung und die Inflationsrate näher an ihr Ziel zu bringen.

Die europäische Zentralbank fordert seit Jahren, dass die Politik massive Strukturreformen durchführt. Hintergrund dieser Forderung ist die Notwendigkeit, Investitionsmöglichkeiten in der Eurozone und auch in Deutschland zu schaffen, wo private Investitionen seit Jahren rückläufig

sind. Die niedrigen natürlichen Zinsen sind ein Zeichen dafür, dass ein Reformstau Investitionen unattraktiv macht. Auch gerade deutsche Unternehmen investieren wenig im Inland und wenn überhaupt, eher im Ausland. Die Politik ist hier klar gefordert mit einer Verbesserung der Rahmenbedingungen, Planungssicherheit und Ähnlichem.

Verschiedene Ökonomen wie z.B. Professor von Weizsäcker, Professor Fratzscher, Professor Summers und der Autor dieses kurzen Briefings, fordern auch, die niedrigen Nominalzinsen zu nutzen, um lange aufgeschobene öffentliche Infrastrukturinvestitionen durchzuführen. Auch dies erscheint gerade in Deutschland geboten,

wo (nicht nur) persönliche Beobachtungen z.B. im Ruhrgebiet auf einen deutlichen Verschleiß der öffentlichen Infrastruktur hinweisen⁶.

Eine weitere wichtige Diskussion betrifft die Wirkung von Geldpolitik auf Ungleichheit und auf Finanzstabilität. Dies kann im Rahmen dieses kurzen Papiers nicht geleistet werden. Beide Fragen sind von großer Bedeutung für die Politik. Grundsätzlich gilt aber, dass die Geldpolitik sich auf ihr primäres Ziel fokussieren sollte während zB die Banken- und Kapitalmarktaufsicht sich auf Finanzstabilitätsfragen konzentrieren sollte und die Steuer- und Sozialpolitik sich wiederum um politisch gewünschte Einkommens- und Vermögensverteilungen kümmern sollte.

REFERENCES

Arnold, F., Freier, R., Geissler, R. & Schrauth, P. (2015). Große regionale Disparitäten bei den kommunalen Investitionen. DIW Wochenbericht Nr. 43.

Deutsche Bundesbank (2015). Monatsbericht Oktober 2015.

Hansen, A (1939), Economic progress and declining population growth, *American Economic Review* 29(1).

Krugman, P. R. (2013). Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/?_r=0

Laubach, T., & Williams, J. C. (2003). Measuring the natural rate of interest. *Review of Economics and Statistics*, 85(4), 1063-1070.

aktualisierte Daten auf <http://www.frbsf.org/economic-research/economists/john-williams/> [abgerufen 28.10.2015]

Summers, L. (2013), Larry Summers Remarks at IMF Annual Research Conference <https://www.facebook.com/notes/randy-fellmy/transcript-of-larry-summers-speech-at-the-imf-economic-forum-nov-8-2013/585630634864563>

Von Weizsäcker, C. C. (2012). FAZ Interview <http://blogs.faz.net/fazit/2012/07/24/oekonomen-im-gespraech-3-carl-christian-von-weizsaecker-ueber-den-nutzen-der-staatsverschuldung-fuer-die-schwaebische-haushfrau-und-die-logik-niedriger-anleiherenditen-503/>

Von Weizsäcker, C. C. (2014). Public Debt and Price Stability. *German Economic Review*, 15(1), 42-61.

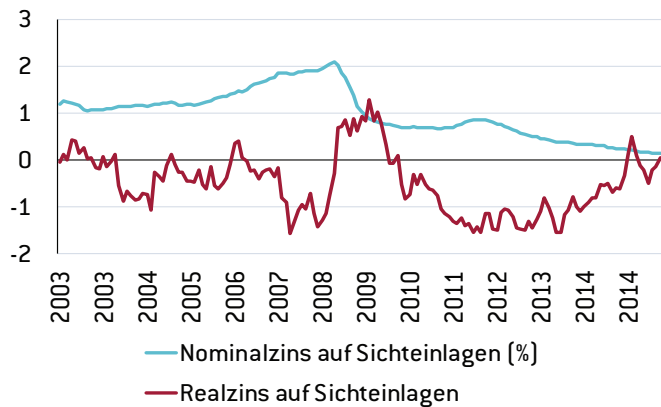
Wolff, G. B. (2014). Monetary policy cannot solve secular stagnation alone. In C. Teulings and R. Baldwin (eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*, (eBook, http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf), CEPR.

6. Laut der Welt, der amtliche Einschätzungen zu Brücken auf deutschen Autobahnen und Bundesstraßen vorliegen, sind z.B. in NRW 10,9% und in Rheinland-Pfalz sogar 23,1% der Brückenfläche in „nicht ausreichendem“ oder „ungenügendem“ Zustand (<http://www.welt.de/wirtschaft/article146072696/Sommarode-sind-die-Bruecken-auf-Ihrer-Fahrstrecke.html>).

Siehe auch eine aktuelle DIW-Studie zu kommunaler Investitionsschwäche vom Arnold et al. (2015).

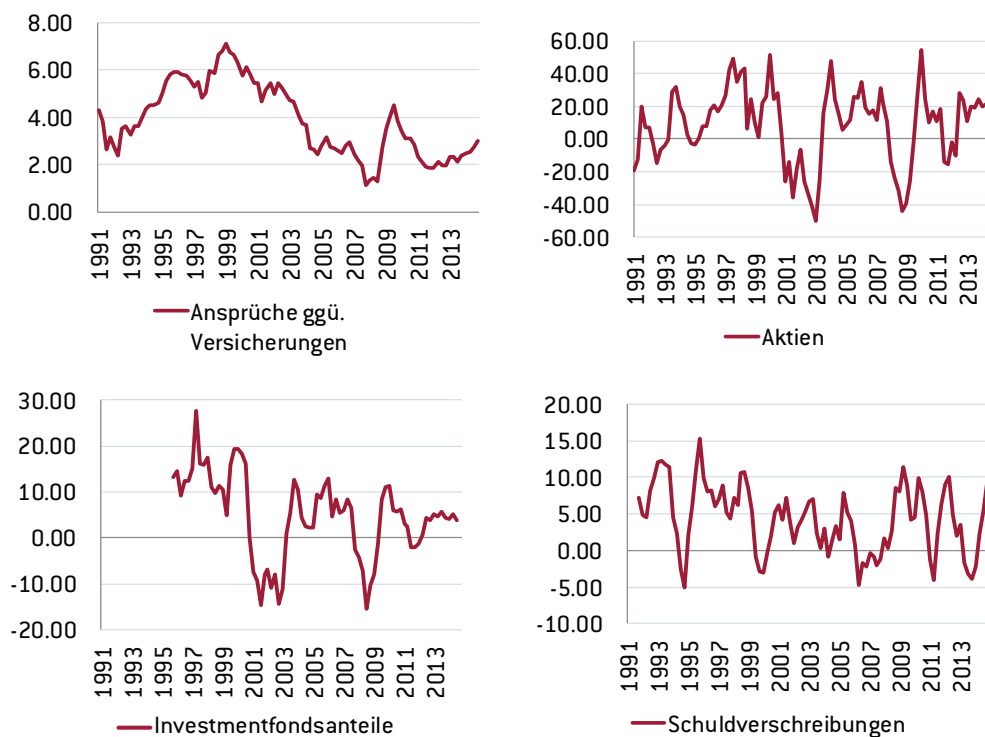
ANHANG

Graphik A1: Zins auf Sichteinlagen



Quellen: MFI-Zinsstatistik (Bundesbank), Thomson Reuters Datastream

Graphik A2: Reale Renditen auf verschiedene Anlageformen privater Haushalte



Quelle: Bundesbank