
Niedrigzinsen – Ursachen, Wirkungen, Ausstiegsoptionen

DOROTHEA SCHÄFER

Dorothea Schäfer, DIW Berlin – Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, E-Mail: dschaefer@diw.de

Im Juli 2014 ist die Europäische Zentralbank erstmals seit ihrer Gründung in den Bereich negativer Zinsen vorgestoßen. Der Zins, zu dem Banken Geld bei der EZB einlegen können, sank auf minus 0,1 Prozent. Mittlerweile liegt der Einlagensatz nach weiteren Zinsschritten bei minus 0,4 Prozent (Abbildung 1).

Parallel dazu sind auch die Ausleihzinsen der EZB gesunken. Übernachtskredite an die Geschäftsbanken werden von der EZB zum Spitzenrefinanzierungssatz vergeben. Dieser liegt bei 0,25 Prozent. Im März 2016 hat auch der Hauptrefinanzierungssatz die Nulllinie erreicht. Banken müssen diesen Satz zahlen, wenn sie sich längerfristig Geld von der EZB leihen. Im Schlepptau der niedrigen Leitzinsen sind auch die Renditen von Staatsanleihen der Euroraum mit höchster Bonität auf einen historischen Tiefststand gesunken (Tabelle 1).

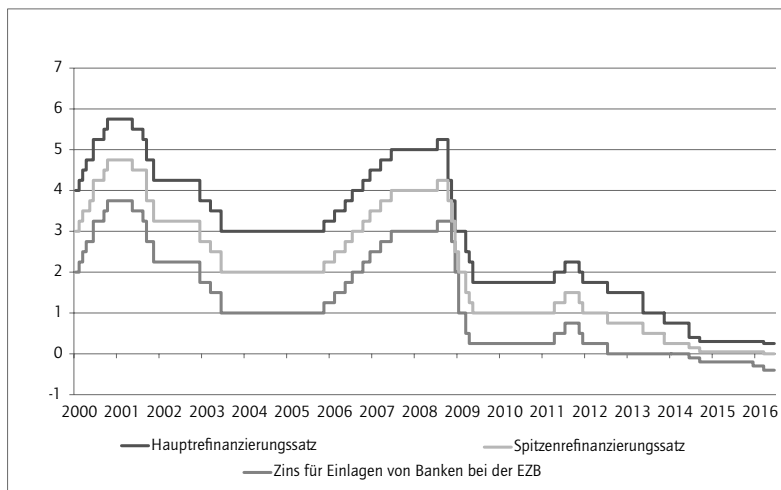
Nicht immer war Krisenmanagement mit Niedrigzinsen verbunden. Das zeigen einige Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit. So hat die schwedische Reichsbank den Leitzins auf dem Höhepunkt der schwedischen Finanzkrise kräftig erhöht. Im Oktober 1992 setzte sie den Hauptrefinanzierungssatz von 8,5 Prozent auf zehn Prozent herauf (Abbildung 2).

Den Spitzenrefinanzierungssatz hob die Reichsbank am 9. September 1992 von 16 auf 75 Prozent an. Nach einer kurzzeitigen Absenkung auf 20 Prozent stieg er am 15. September 1992 sogar auf 500 Prozent. Sechs Tage später, am 21. September 1992, setzte die Reichsbank den Satz dann wieder auf 50 Prozent herab. Weitere Reduktionsschritte folgten. Mitte Oktober lag der Satz bei 16,5 und Ende 1992 wieder bei zwölf Prozent.

Abbildung 1

Zentralbankzinsen im Euroraum 2000–2015

In Prozent



Quelle: Europäische Zentralbank.

Auch die US-Zentralbank setzte in der Hochzeit der US-amerikanischen Sparkassenkrise eher auf Zinserhöhung als auf Zinssenkung. Der US-amerikanische Leitzins, die Federal Funds Rate, stieg in der Tendenz ab Herbst 1986 an. Der Höhepunkt der Krise lag in den Jahren 1986 bis 1988 (Abbildung 3).

Krisenmanagement in Form einer konsequenten Niedrigzinspolitik ist vor der Jahrtausendwende von der japanischen Zentralbank eingesetzt worden (Abbildung 4). Japans Leitzins lag bis 1989 bei einer im Vergleich zu anderen Industriestaaten sehr niedrigen Rate von 2,5 Prozent. Dann allerdings legte der Leitzins innerhalb kurzer Zeit stark zu und erreichte bis zum Jahr 1990 die Marke von sechs Prozent. Im selben Jahr begann die Finanzkrise. Die japanische Zentralbank senkte den Zinssatz von Mitte 1991 bis Herbst 1995 in zwölf Schritten von sechs Prozent auf 0,5 Prozent. Seither liegt der japanische Leitzinssatz konstant unter der Ein-Prozent-Marke.

Die Situation negativer Zentralbankzinssätze ist für Europa historisch einmalig. Zwar überstieg in der Vergangenheit die Inflationsrate schon öfter die Nominalzinsen (siehe Annuß und Rupprecht in diesem Heft), so dass der Realzins negativ war. Negative Nominalzinsen wirken jedoch anders als negative Realzinsen. Umso dringender stellt sich die Frage: Verstehen wir das heutige Niedrigzinsumfeld?

Das vorliegende Vierteljahrsheft will einen Beitrag zum Verständnis leisten. Im Mittelpunkt des Sammelbandes stehen folgende Fragen: Wodurch ist das Niedrigzinsumfeld entstanden? Was bedeuten Niedrigzinsen für die betroffenen Ökonomien? Braucht es eine Zinswende? Wie kann sie gelingen?

Tabelle 1

Rendite von Staatsanleihen der Euroraum mit AAA-Rating

Laufzeit (Jahre)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	3,22	4,00	3,62	0,91	0,59	0,90	0,05	0,06	0,01	-0,27
2	3,37	4,04	3,60	1,50	0,94	1,24	0,20	0,18	0,04	-0,24
3	3,43	4,05	3,65	1,99	1,31	1,57	0,44	0,37	0,15	-0,18
4	3,48	4,06	3,74	2,38	1,66	1,89	0,73	0,60	0,31	-0,09
5	3,52	4,09	3,83	2,70	1,99	2,16	1,02	0,84	0,49	0,03
6	3,57	4,11	3,92	2,97	2,27	2,41	1,29	1,08	0,68	0,16
7	3,62	4,14	4,00	3,20	2,52	2,61	1,55	1,32	0,87	0,29
8	3,66	4,17	4,07	3,39	2,72	2,79	1,77	1,53	1,06	0,41
9	3,70	4,19	4,14	3,55	2,89	2,93	1,96	1,72	1,22	0,52
10	3,73	4,22	4,20	3,69	3,04	3,05	2,12	1,89	1,38	0,62
11	3,76	4,24	4,25	3,80	3,15	3,15	2,25	2,04	1,51	0,71
12	3,79	4,26	4,30	3,89	3,24	3,23	2,36	2,16	1,63	0,78
13	3,82	4,28	4,34	3,97	3,32	3,30	2,45	2,27	1,73	0,85
14	3,84	4,30	4,37	4,03	3,38	3,35	2,52	2,36	1,82	0,91
15	3,86	4,31	4,40	4,08	3,43	3,39	2,58	2,43	1,90	0,97
16	3,87	4,32	4,43	4,12	3,46	3,43	2,62	2,49	1,96	1,01
17	3,89	4,34	4,45	4,16	3,49	3,45	2,65	2,53	2,01	1,05
18	3,90	4,35	4,47	4,18	3,51	3,48	2,68	2,57	2,05	1,09
19	3,91	4,36	4,48	4,20	3,53	3,49	2,70	2,59	2,08	1,12
20	3,92	4,37	4,50	4,22	3,54	3,51	2,71	2,61	2,11	1,15
21	3,93	4,37	4,51	4,22	3,55	3,52	2,72	2,63	2,13	1,17
22	3,94	4,38	4,53	4,23	3,55	3,52	2,72	2,63	2,15	1,19
23	3,95	4,39	4,54	4,23	3,56	3,53	2,72	2,64	2,16	1,21
24	3,95	4,39	4,54	4,23	3,56	3,53	2,72	2,63	2,16	1,23
25	3,96	4,40	4,55	4,23	3,56	3,54	2,72	2,63	2,16	1,24
26	3,97	4,40	4,56	4,22	3,55	3,54	2,72	2,62	2,16	1,26
27	3,97	4,41	4,57	4,22	3,55	3,54	2,71	2,61	2,16	1,27
28	3,98	4,41	4,57	4,21	3,54	3,54	2,70	2,60	2,16	1,28
29	3,98	4,42	4,58	4,20	3,54	3,54	2,70	2,59	2,15	1,29
30	3,99	4,42	4,58	4,19	3,53	3,54	2,69	2,58	2,15	1,30

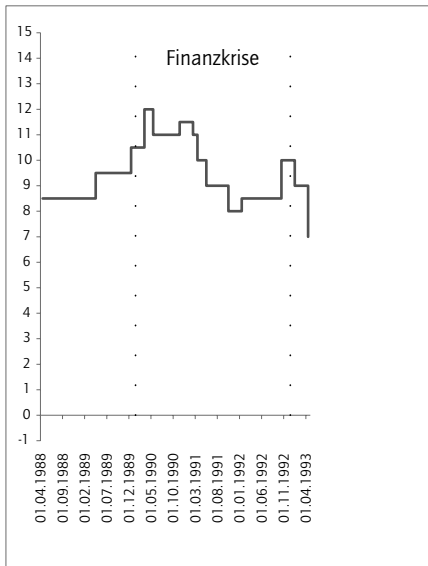
Quelle: Eurostat.

Hohe Sparneigung und der globale Trend einer geringen Investitionsnachfrage, bedingt unter anderem durch die demografische Entwicklung, werden oft als realwirtschaftliche Ursache für das Niedrigzinsumfeld angeführt. Demgegenüber sieht *Michael Wolgast* die Ursache weniger in der „Sparschwemme“, sondern in der Tatsache, dass die Finanz- und Wirtschaftskrise nach der Lehman-Insolvenz immer noch nicht bewältigt ist. Der krisenbedingt extrem lockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank schreibt er eine starke Wirkung auf das nominale und reale Zinsniveau zu. Die Niedrigstzinsen können aus der Sicht des Autors aber mittlerweile nichts

Abbildung 2

Hauptfinanzierungssatz der Schwedischen Zentralbank zwischen 1988 und 1993

In Prozent

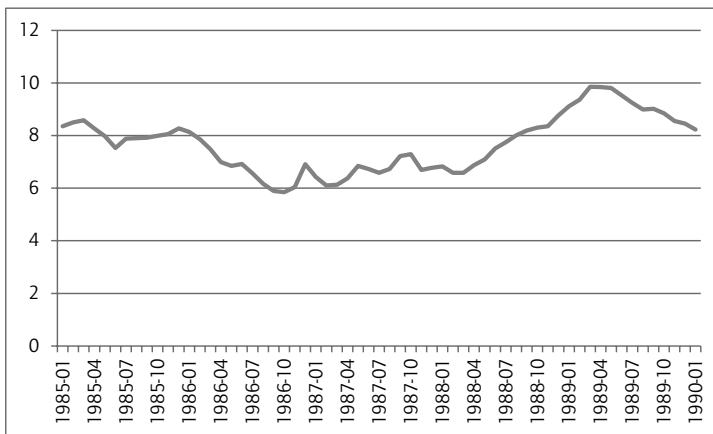


Quelle: Riksbanken.

Abbildung 3

Federal Funds Rate zwischen 1985 und 1990

In Prozent

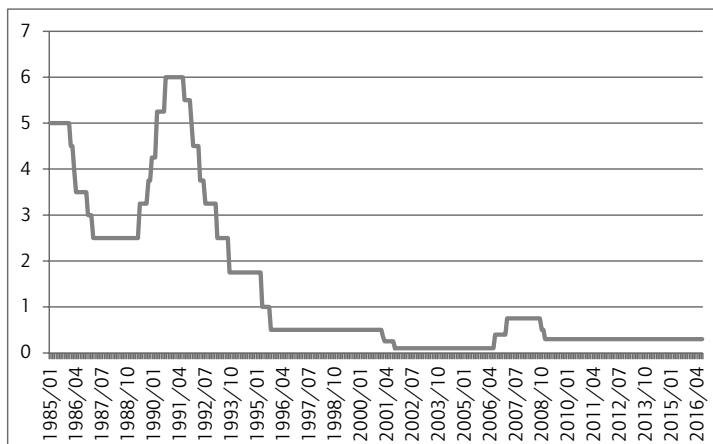


Quelle: US-Notenbank FED.

Abbildung 4

Refinanzierungssatz der japanischen Zentralbank zwischen 1985 und 2016

In Prozent



Quelle: Japanische Zentralbank.

mehr zur Überwindung der aktuellen Wirtschaftsschwäche beitragen. Vielmehr sieht Wolgast die Gefahr, dass Finanzinstitute und Finanzsystem geschädigt werden und das Vertrauen in die Geld- und Währungsordnung schwindet. Er rät daher zu einer alsbaldigen geldpolitischen Umsteuerung, um eine ähnliche Situation wie in Japan abzuwenden. In Japan wird seit mehr als 20 Jahren vergeblich versucht, mittels Niedrigstzinsen die Wirtschaft nachhaltig anzukurbeln (Abbildung 4).

Andreas Bley und *Jan Philip Weber* argumentieren, dass es im Falle einer dauerhaft extrem lockeren Geldpolitik nur eine Frage der Zeit ist, bis es zu ausufernder Kreditvergabe und Blasenbildung am Immobilienmarkt kommt und die Finanzstabilität gefährdet wird. Sie appellieren daher an die Wirtschaftspolitik, die vorhandenen stabilisierenden Strukturen auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt zu schützen, ein ausgewogenes Verhältnis der Märkte für Miet- und Eigentumswohnungen zu bewahren und die Bedingungen für Wohnbauinvestitionen zu verbessern.

Catharina Claußen, *Christoph Maidl*, *Andreas Pfungsten* und *Corinna Woyand* analysieren die Zinsänderungsrisiken von Kreditinstituten im aktuellen Niedrigstzinsumfeld. Besonders im Anlagebuch sehen sie Gefahren, da diese Zinsänderungsrisiken keiner spezifischen Eigenmittelunterlegung bedürfen und folglich der Anreiz zur erhöhten Risikoübernahme nicht durch einen zusätzlichen Eigenkapitalbedarf gedämpft wird. Die Autoren finden einen starken Anreiz, geringere Margen durch stärkere Fristentransformation zu erhöhen.

Klaus Wiener und *Rolf Ketzler* erwarten von den geldpolitischen Maßnahmen ebenfalls kaum noch realwirtschaftliche Impulse, aber steigende Risiken für das Finanzsystem und die Alterssicherung. Der Ausnahmezustand im Anlagebereich und die nachlassende Vorsorgebereitschaft der privaten Haushalte sind die größten Risiken für die Versicherungswirtschaft. Trotz bereits

erfolgter Anpassungen an das Niedrigzinsumfeld empfehlen die Autoren den umgehenden Einstieg in die Normalisierung der Geldpolitik. Auch *Marco Bargel* sieht Banken und Lebensversicherer unter starkem Ertragsdruck und befürchtet, dass die Risikotragfähigkeit der Finanzinstitute gefährdet sein könnte. Er sieht die Gefahr, dass sich die Notenbank letztendlich ihrer Möglichkeiten zur Inflationsbekämpfung beraubt, wenn sie potenzielle Verluste der Anleger durch eine lockere Geldpolitik immer wieder abzumildern versucht.

Christine Annuß und *Manuel Rupprecht* untersuchen die Auswirkungen auf die Anlageentscheidungen von privaten Haushalten in Deutschland. Trotz annähernder Nullzinsen auf vielen BankSparkonten ergibt sich unter Einbezug aller Anlageformen seit Krisenbeginn immer noch eine reale Gesamtrendite von rund 1,5 Prozent. Die Autoren betonen jedoch, dass die reale Rendite für Privathaushalte weder in Deutschland noch im Euroraum ein zentraler Faktor bei der Wahl der Geldanlage ist. Das Anlageverhalten wird vielmehr von Präferenzen bezüglich Risiko und Liquidität sowie von demografischen und institutionellen Faktoren bestimmt. Je nach Präferenzen sind die privaten Haushalte daher in sehr unterschiedlichem Ausmaß vom Niedrigzinsumfeld betroffen.

Sebastian Dullien, *Heike Joebges* und *Alejandro Márquez-Velázquez* untersuchen den Zusammenhang zwischen Hauspreisblasen und Niedrigzinsen theoretisch und empirisch. In der theoretischen Literatur finden die Autoren zwar einen Beleg für einen negativen Zusammenhang zwischen Zinsniveau und Immobilienpreisen, sie argumentieren allerdings, dass von Blasen nur dann gesprochen werden kann, wenn dem Anstieg der Preise ein späterer Verfall folgt. Solange der Rückgang der Zinsen auf Strukturveränderungen, etwa einer langsamer wachsenden Weltwirtschaft, beruhe, sei indes kein Verfall zu erwarten. Plausibler erscheine, dass Blasen durch Geldillusion verursacht werden, die die Finanzierung von Immobilien als zu günstig erscheinen lässt. Dullien, Joebges und Márquez-Velázquez validieren die theoretische Schlussfolgerung mithilfe eines systematischen Fallstudienansatzes. Anhand der Evidenz zu den Hauspreisblasen in den USA, Großbritannien und Österreich in den 2000er Jahren kommen die Autoren zu dem Schluss, dass Regulierungsänderungen eine zentrale Rolle bei der Entstehung von Preisblasen auf dem Immobilienmarkt spielen.

Thomas Lehmann geht am Beispiel Berlins der Frage nach, ob die Niedrigzinsphase zur Hauspreisblase führt. Die Wirkung der Niedrigzinsen wird anhand des *user cost of housing approach* gemessen. Der Befund deutet darauf hin, dass der beobachtbare Preisauftrieb bislang ökonomisch nachvollziehbar ist.

Die Zinswende hängt an bestimmten Voraussetzungen. Bislang fehlt es allerdings an einem glaubhaften und robusten Ausstiegsszenario. *Markus Demary* untersucht, ob sich aus den Ursachen des Niedrigzinsumfeldes Wege für eine Zinswende ableiten lassen. Durch Strukturreformen sollten die Auswirkungen der demografischen Entwicklung auf die Ersparnis und den natürlichen Realzins abgemildert werden. Als zentrales Hindernis für eine Zinswende sieht der Autor die Bilanzrezession. Ihre Überwindung würde eine größere Investitionsnachfrage ermöglichen und schließlich zu einem höheren natürlichen Realzins führen. Bei erhöhtem natürlichem Realzins wären Zentralbanken wieder in der Lage, den Leitzins ohne negative Rückwirkungen auf das Wachstum zu erhöhen.