
Das gegenwärtige Niedrigzinsumfeld aus Sicht der Sparkassen

MICHAEL WOLGAST*

Michael Wolgast, Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V. (DSGV), E-Mail: michael.wolgast@dsgv.de

Zusammenfassung: Der seit vielen Jahren zu beobachtende Trend abnehmender nominaler und realer Zinssätze in den wichtigsten Industrieländern ist im Euroraum und in Deutschland zuletzt in ein historisch beispielloses Umfeld niedrigster und negativer Zinsen gemündet. Eher als auf eine vermeintliche „Sparschwemme“ sind die niedrigen Zinsen dabei auch darauf zurückzuführen, dass die Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2008 noch immer nicht überwunden sind. Doch auch die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) hat einen erheblichen Einfluss auf das nominale und reale Zinsniveau. Gleichzeitig erweist sie sich als zunehmend machtlos oder sogar kontraproduktiv bei der Überwindung der aktuellen Wirtschaftsschwäche. Das gegenwärtige Niedrigzinsniveau setzt Sparkassen und andere Finanzdienstleister in Deutschland einem erheblichen Anpassungsdruck aus. Noch schwerer wiegt aber, dass ein anhaltendes Niedrigzinsumfeld auch das Finanzsystem insgesamt nachhaltig beschädigt. Anstelle der traditionellen deutschen Sparkultur und des Vorsorgegedankens, wie er seit über 200 Jahren etwa durch die Sparkassen vertreten wird, droht eine Situation ähnlich der in Japan.

Summary: For many years, in most industrial countries, there has been a trend of declining nominal and real interest rates. Still, the current environment of extremely low or even negative rates prevailing in the Euro area and in Germany is an exceptional situation without historical precedent. The current interest rate levels can to some extent be explained by the current macroeconomic environment in the aftermath of the financial and economic crisis of 2008, even if an alleged “savings glut” is not a conclusive explanation in itself. Still, the ECBs monetary policy has a strong impact on nominal and real interest rate levels, too. At the same time, it proves increasingly powerless or even counterproductive with respect to overcoming the current economic weakness in the Euro area. The current environment of extremely low interest rate levels puts an enormous pressure on Sparkassen and other providers of financial services in Germany. Still more serious, a lasting environment of close-to-zero interest rates will have profound negative consequences for the financial system as a whole. Instead of the traditional German values of precaution, provision and savings—the Sparkultur, which has for more than 200 years been propagated by the Sparkassen—Germany and the Euro area might end up in a macroeconomic situation similar to that currently prevailing in Japan.

→ JEL Classification: E58, E43, E21, G20 und G21

→ Keywords: European Central Bank, interest rates, savings, financial institutions, Savings Banks

* Für die Mithilfe bei der Erstellung dieses Beitrages danke ich meinen Mitarbeitern Reinhold Rickes, Holger Schulz und Lukas Westphal.

I **Problemstellung**

Die Weltwirtschaft befindet sich auch acht Jahre nach Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise noch immer in einer schwierigen Lage. Das niedrige Wachstum und die niedrige Inflation gehen einher mit weltweit schwachen Investitionen, einem geringen Produktivitätswachstum, niedrigen Zinsen und einem hohen Grad der Verschuldung. Auch die Probleme im Finanzsektor sind in vielen Ländern noch nicht nachhaltig überwunden. Leicht beschönigend spricht der Internationale Währungsfonds (IWF) hier von einem „new normal“; die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) bezeichnet die aktuelle Situation in der Weltwirtschaft als „malaise“ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2015).

Um der Krise von 2008/2009 entgegenzuwirken, waren die Notenbanken der wichtigsten Industrienationen auf einen sehr expansiven geldpolitischen Kurs eingeschwenkt. Während die Federal Reserve in den USA inzwischen mit minimalen Zinserhöhungen eine verhaltene Kehrtwende erkennen lässt, hält die Europäische Zentralbank (EZB) an ihrem expansiven Kurs nicht nur fest, sondern weitete ihn zuletzt (März 2016) noch zusätzlich aus. Auch die Bank of Japan belässt es weiterhin bei niedrigen Zinsen und einer kontinuierlichen Ausweitung der Geldmenge. Während der Zins in Japan allerdings schon über zwei Dekaden nahe bei null liegt, ist dies in Europa und den USA erst seit der Finanzkrise von 2008/2009 der Fall. Neu ist, dass Notenbankzinsen teils sogar exakt null oder negativ sein können („going negative“).

Angesichts dieser ungewöhnlichen Situation stellt sich eine Reihe von Fragen: Wie sind die aktuellen Entwicklungen einzuordnen? Was sind die Ursachen anhaltend niedriger Zinsen? Welche Rolle spielen dabei die Zentralbanken? Wie effektiv sind die aktuellen geldpolitischen Maßnahmen noch? Welche Auswirkungen haben sie auf die Sparkultur und das Finanzsystem? Wie gehen Finanzdienstleister, wie die Sparkassen, mit einer derartigen Politik um? Und welche Optionen bleiben Notenbanken und Staaten, um gleichzeitig einen nachhaltigen Weg aus der Krise und aus dem gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld zu finden? Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, diese Fragen aus Sicht der deutschen Sparkassen zu behandeln.

2 **Ursachen und Einordnung des gegenwärtigen Niedrigzinsumfelds**

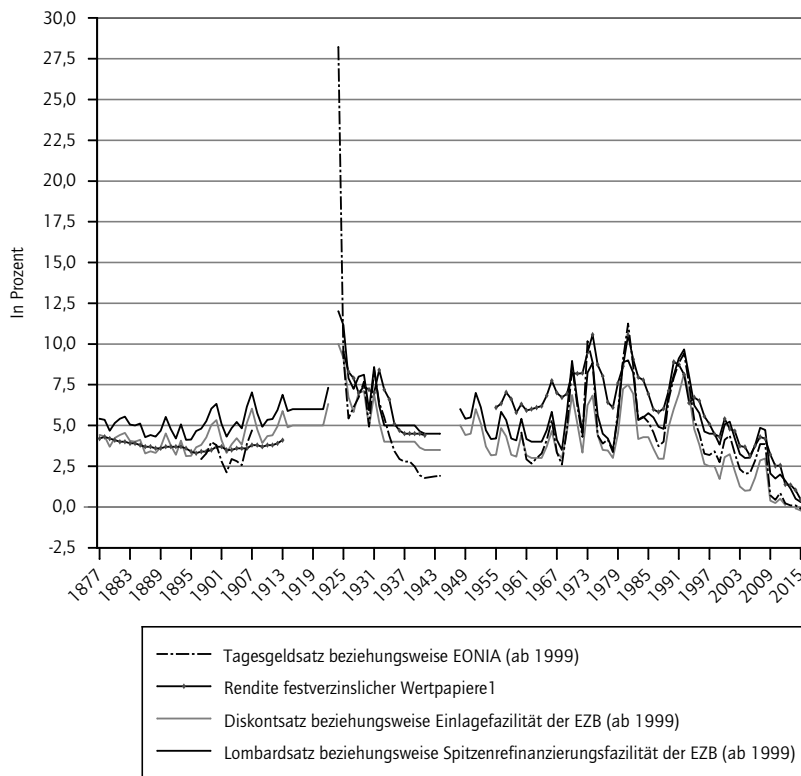
2.1 Zinsentwicklung im historischen Vergleich

Die Zinsentwicklung der letzten Jahre ragt im historischen Vergleich als einzigartig heraus. Selbst wenn man die lange historische Perspektive seit 1877 heranzieht, waren zumindest seit der Industrialisierung so lange andauernde Phasen mit Nominalzinsen so nahe der Null eine höchst seltene Erscheinung (vergleiche zum Beispiel Abbildung 1 für Deutschland). Japan war in den letzten zwanzig Jahren ein annähernd vergleichbares Beispiel, erschien aber zunächst als ein Sonderfall. Doch nun herrscht das Phänomen unter den Industrieländern fast weltweit vor.

Einzelne Zinssätze sind aktuell sogar nominal negativ geworden, ein historisch beispielloser Vorgang, den viele Ökonomen zuvor noch nicht einmal theoretisch für realisierbar gehalten hätten. Bemerkenswert ist auch, für wie lange Restlaufzeiten die Renditen aktuell nahe der Null liegen oder sogar negativ geworden sind. In einigen Währungen wie dem Schweizer Franken rentieren sogar zehnjährige Staatsanleihen derzeit negativ. Bei deutschen Bundesanleihen reicht die Null-

Abbildung 1

Langfristige Zinsentwicklung in Deutschland



1 Durchschnittliche Umlaufrendite aller inländischen Inhaberschuldverschreibungen.

Quelle: Deutsche Bundesbank.

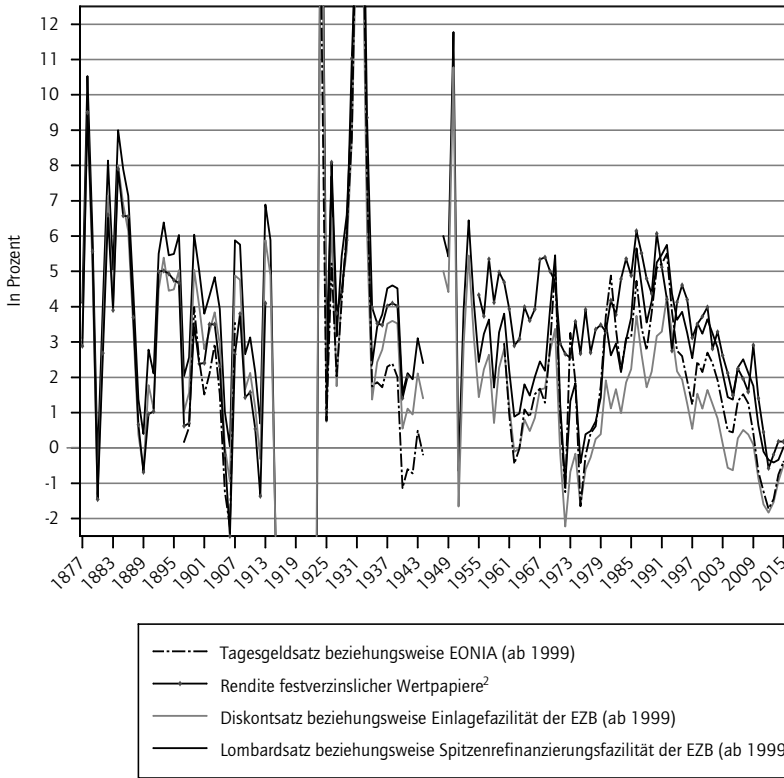
oder Negativverzinsung zuletzt (April 2016) bis zu neunjährigen Restlaufzeiten hinauf. Hier spiegeln sich zum einen die direkten Käufe von langfristigen Anleihen durch die Notenbanken wider. Zum anderen zeigen diese Ankaufpreise aber auch die Erwartung der Marktteilnehmer, dass es sich bei den niedrigen Zinsen nicht nur um eine kurze, vorübergehende Situation handeln wird. Der Anlagedruck der Investoren auf der Suche nach noch positiv verzinsten Anlageklassen hat dabei auch die Konditionen von vielen anderen, teils auch mit höheren Risiken versehenen Assets gedrückt.

Für die Investitionsentscheidungen, für den langfristigen Vermögensaufbau und für die Verteilungseffekte des aktuellen Zinsumfelds ist allerdings nicht so sehr der Nominalzins entscheidend, sondern vielmehr der reale Zins, also der nominale Zinssatz abzüglich der Inflationserwartungen.

In einer solchen Realzins-Betrachtung ist die gegenwärtige Situation auf den ersten Blick nicht ganz so außerordentlich oder einzigartig wie bei Betrachtung der nominalen Zinssätze (Abbildung 2). Die gegenwärtige Niedrigzinsphase fällt zusammen mit einem fehlenden Auftrieb der

Abbildung 2

Langfristige Entwicklung der Realzinsen¹ in Deutschland



1 Nominale Zinssätze bereinigt um die jeweilige Inflationsrate (Konsumentenpreise).
 2 Durchschnittliche Umlaufrendite aller inländischen Inhaberschuldverschreibungen.
 Quelle: Deutsche Bundesbank.

Verbraucherpreise. Inflationsprämien sind ein üblicher Bestandteil von Nominalzinsen. Und beide „Preise“ – der Zins und die Inflationsrate – werden von ähnlichen Knappheiten geprägt. Niedrige Zinsen und niedrige Inflationsraten sind so aktuell gleichzeitig Ausdruck einer Wachstumsschwäche im Nachgang der Schuldenkrise und einer wenig dynamischen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in vielen Ländern. Die Preissteigerungsraten nahe der Null tragen zusätzlich dazu bei, die nominale Entwicklung beim Zins bei der Null an schlagen zu lassen. Derzeit liegen allerdings damit alle drei Größen zugleich nahe der Null: Inflation, Realzins und Nominalzins. Und diese Konstellation ist dann doch eine historische Ausnahmesituation.

In der Abbildung 2 ist in der Perspektive über 150 Jahre verzeichnet, wie der Realzins sich in der wechselvollen Geschichte Deutschlands entwickelt hat. Hier zeigt sich, dass vor allem in der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg negative Realzinsen durchaus häufiger vorkamen. Dies war allerdings schon in der Konstruktion der damaligen Währungsordnung angelegt. Die Inflationsraten zu Zeiten der Goldkernwährung waren im Durchschnitt niedriger, aber auch volatiler als in der ungedeckten Papierwährung. Die Nominalzinsen enthielten seinerzeit also eine geringere

Inflationsprämie und somit auch einen geringeren Sicherheitsabstand zur Null. Damals waren auch kürzere Phasen fallender Gütermarktpreise – einer nicht notwendigerweise schädlichen Deflation – häufiger. Man erkennt dies im Vergleich der Abbildungen 1 und 2 als diejenigen Phasen, in denen der Realzins wegen fallender Preise höher lag als der nominale. Umgekehrt kam es spiegelbildlich aber auch zu negativen Realzinsen bei stärker ansteigenden Güterpreisen.

Jeweils nach den Weltkriegen und dazwischen in der Weltwirtschaftskrise zeigt Abbildung 2 bei den Realzinsen ausgeprägte Spitzen in den überschießenden, sich abwechselnden Entwicklungen von Hyperinflation beziehungsweise Deflation. Aber auch für die jüngere Vergangenheit lässt sich in den 1970er Jahren eine Phase mit negativen Realzinsen identifizieren. Damals reichten hohe Nominalzinsen nicht aus, um die noch höheren Inflationsraten auszugleichen. Noch häufiger als in Deutschland lässt sich dies für andere Industrieländer oder gar für Schwellenländer in Hochinflationszeiten historisch zeigen, in denen hohe oder sehr hohe Inflationsraten oft nicht von den nominalen Zinsen kompensiert wurden. In diesem Fall resultierten negative Realzinsen anders als heute aus hohen beziehungsweise unerwartet hohen Inflationsraten. Bezogen auf die Industrieländer, in denen solche Phasen teils auch durchaus länger vorkamen, spricht man auch von „Financial Repression“.

Negative Realzinsen sind also zunächst ein nicht so seltenes Phänomen. Absolut ungewöhnlich ist aber in historischer Betrachtung, dass die niedrigen oder negativen Realzinsen bei Nominalzinsen oder einer Inflationsrate von nahe null auftreten und nicht im Kontext positiver Nominalzinsen beziehungsweise hoher oder sehr hoher Preissteigerungsraten. In einer Wirtschaftskrise oder in einer Phase nach geplatzten Kreditblasen mögen negative Realzinsen, wie sie gegenwärtig vorherrschen, nötig sein, um ein neues Gleichgewicht von Sparen und Investieren zu erzeugen und damit die Grundlage für eine Erholung zu legen. Historisch ungewöhnlich bleiben sie aber allemal.¹

2.2 Sparschwemme und Investitionsschwäche

Neben dem niedrigen Zinsniveau ist vor allem auch die Dauer der aktuellen Niedrigzinsphase bemerkenswert. Sie setzte praktisch schon mit der Bekämpfung der Folgen der Finanzkrise 2008 ein und war dann begleitendes Phänomen auch der folgenden Krisenphasen, etwa der bis heute nicht gänzlich überwundenen europäischen Staatsschuldenkrise, die 2012 einen ersten Höhepunkt aufwies. Auch wenn die Zinssätze in Europa erst mit den letzten Schritten der jüngsten Vergangenheit ihr aktuelles extremes Niveau erreicht haben, ist der grundlegende Trend doch bereits acht Jahre alt, mit Ausnahme von Japan, wo die Niedrigzinsphase bereits vor über 20 Jahren einsetzte.

Der Zins ist – auch in einer (Papier-)Geldwirtschaft – zunächst ein realwirtschaftliches Phänomen. Er erklärt sich aus mehrergiebigen Produktionsprozessen bei der Investition von Sachkapital und aus den Zeitpräferenzen von Sparern. Der Zins ist in einer Marktwirtschaft ein ganz wichtiger Marktpreis: Er hat für den Ausgleich von Investition und Ersparnis zu sorgen. Dies geschieht entweder auf nationalen Märkten – oder heute, im Angesicht der international ver-

¹ Aus theoretischer Sicht kann der Realzins – so die bisher herrschende Meinung – gar nicht längere Zeit negativ sein. Zwar kann ein hoher Sparbedarf im Zuge der Altersvorsorge bewirken, dass der Realzins unter die normale Rate fällt, die durch Wachstum und technischen Fortschritt bedingt ist. Allerdings bedeutet die Existenz von Land, also eines nicht vermehrbaren Assets mit einer positiven Rendite, dass der Realzins bei Arbitrageverhältnissen nicht unter die Ertragsrate des Bodens fallen kann (Homburg 1991, 2014).

bundenen Kapitalmärkte, praktisch im globalen Maßstab. Und hier hat es in den letzten Jahren im Zuge mehrerer Krisen, nicht zuletzt im Finanzsystem und an den Finanzmärkten, erhebliche Verschiebungen von Ersparnis, Investition, Krediten und Forderungen gegeben. Tatsächlich werden so eine Reihe von Erklärungsansätzen diskutiert, die für sich reklamieren, darlegen zu können, dass die grundlegenden Faktoren des aktuellen Niedrigzinsumfelds realwirtschaftlichen Charakters sind.

Ein erster realwirtschaftlicher Erklärungsansatz für das gegenwärtige Niedrigzinsumfeld ist die These einer „Sparschwemme“ oder „Savings-Glut“. Die Vertreter dieser These stellen – teilweise bereits vor 2007 – vor allem auf die Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft ab (Bernanke 2005, 2007, von Weizsäcker 2015). Viele Schwellenländer hätten sich bei der Integration in die Weltwirtschaft nicht wie zuvor erwartet als Aufnehmer von Ersparnissen erwiesen, sondern hätten wegen eigener sehr starker Ersparnis per Saldo sogar Ersparnisüberschüsse auf den Weltmarkt erzeugt. Vor allem China entsprach diesem Schema. Aber auch Deutschland mit seinem hohen Leistungsbilanzüberschuss wirkt unter den Industrieländern entsprechend.

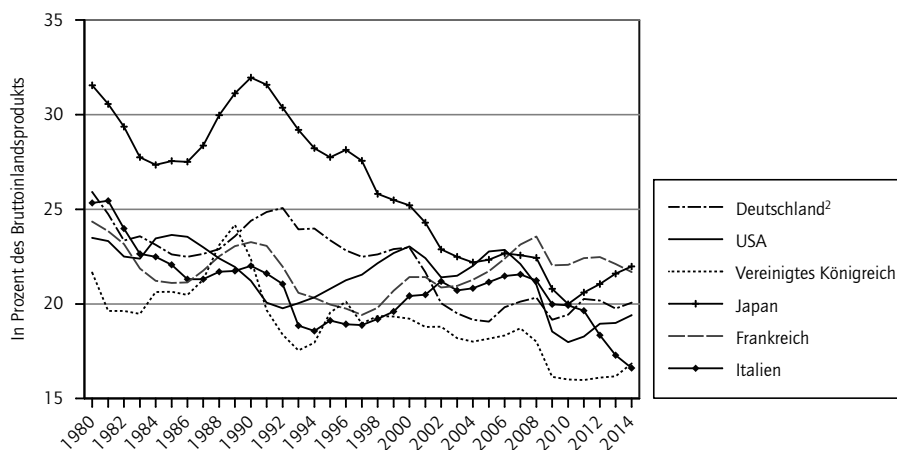
Die Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen exportieren einen Druck auf das Zinsniveau in andere Länder. Können auch dort nicht genug nachhaltig investive Vorhaben für das überschüssige Kapital gefunden werden, gelangt das Kreditangebot in fragwürdige Verwendungen, Krisen und/oder Rezessionen sind die Folge, wie zuletzt die Subprime Krise in den USA oder die Immobilienkrisen in Spanien oder Irland.

In der Krisenentstehungsphase nahmen die Gläubigerländer die von außen verfügbaren Ersparnisse noch bereitwillig auf und verwendeten sie für – leider nicht nachhaltige – Investitionen. Dadurch waren fundamentale Ungleichgewichte zunächst überdeckt. Aber dann zeigten sich die Fehlverwendungen als Ausfälle. In dieser Phase fehlten neue, besser fundierte Investitionsmöglichkeiten. Das Ersparnisaufkommen hat sich gleichzeitig kaum reduziert. Diese Marktlage würde zur Gleichgewichtsfindung – so die Vertreter der These der Sparschwemme – ohne Rezession zwingend einen niedrigeren Realzins erfordern. Fraglich bleibt bei diesen Analysen allerdings, warum weltweit offenkundig bestehende Investitionsmöglichkeiten, die auch positive Renditen erbringen könnten, nicht genutzt werden und so eine Nachfrage nach Ersparnissen zu investieren Zwecken entsteht, bevor der Realzins sich der Null-Linie nähert oder diese gar durchbricht. Die These von der Sparschwemme muss hierfür mit der Behauptung einhergehen, dass beim öffentlichen und privaten Kapitalstock Sättigungserscheinungen eingetreten wären. Dies kann aber letztlich kaum überzeugen.

Ein anderer realwirtschaftlicher Erklärungsansatz für ein niedriges oder negatives Niveau der Realzinsen liegt in der These einer „säkularen Stagnation“ oder „secular stagnation“. Die Vertreter dieser These argumentieren, dass das Erfordernis niedriger Realzinsen noch viel langfristiger bestehe. Es sei nicht in erster Linie zyklischer Natur, sondern Ausdruck eines in den letzten Jahrzehnten verlangsamten Produktivitätswachstums, einer „säkularen“ Wachstumsverlangsamung (Summers 2014). Deshalb werde auch ein immer kleinerer Teil des Bruttoinlandsprodukts investiert. Die in Abbildung 3 auszumachende Tendenz rückläufiger Investitionsquoten in praktisch allen großen Industrieländern scheint dies zu bestätigen. Der Gleichgewichtsrealzins läge deshalb heute – so die Vertreter dieser These – ganz grundsätzlich niedriger. Bei rezessiven Rückschlägen oder nach geplatzten Blasen könnte dann wegen des verringerten Sicherheitsabstandes zur Null schnell eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale eintreten. Vertreter der These der

Abbildung 3

Langfristige Entwicklung der Anlageinvestitionen¹ in den großen Industrieländern



¹ Nominale Bruttoanlageinvestitionen.

² Bis 1990 nur alte Bundesländer.

Quelle: Weltbank.

säkularen Stagnation empfehlen deshalb höhere Inflationsziele in normalen Zeiten sowie den Einsatz expansiver Fiskalpolitik im Fall bereits eingetretener Krisenzyklen.

Ob der Sachkapitalstock sich bei begrenztem technischem Fortschritt tatsächlich einer Sättigung nähert, wie es die These einer „säkularen Stagnation“ unterstellt, erscheint allerdings zweifelhaft. Zwar leuchtet ein, dass Innovationszyklen Produktivitätsschübe und damit auch Zyklen im Produktivitätswachstum und in den Investitionen auslösen. Der weltweite Rückgang der Investitionen wäre dann als ein solcher Zyklus – wenn nicht am aktuellen Rand bereits für sich ein Krisensymptom – zu deuten. Erneute Innovations- und damit Investitions- und Produktivitätsschübe wären aber in dieser Sichtweise nicht ausgeschlossen, anders als in der der Vertreter einer „säkularen Stagnation“, die quasi das „Ende der Wirtschaftsgeschichte“ ausrufen. Und selbst wenn die Ertragsraten heute vielleicht etwas geringer sind, so bleibt es doch bei der prinzipiellen Möglichkeit von mehrergiebigen Produktionswegen bei letztlich immer noch knappem Kapital und damit bei positiven Realzinsen.

Ein dritter realwirtschaftlicher Erklärungsansatz für negative Realzinsen liegt in der Beobachtung eines „Debt Super Cycle“. Hohe Schuldenstände und der Versuch aller Sektoren gleichzeitig, diese zu beseitigen, sowie anhaltende Probleme im Finanzsektor wären demnach für die niedrigen Zinsen verantwortlich (Lo und Rogoff 2015). Bezeichnend ist hier, dass das niedrige oder negative Zinsniveau eher als das Symptom einer tiefer liegenden Verschuldungs- und Strukturkrise interpretiert wird, wie sie auch die gegenwärtige makroökonomische Situation – ob „new normal“ oder „malaise“ – ansonsten erklären könnte. Dieser Erklärungsansatz wäre zudem konsistent mit der These, dass Sparen letztlich einzel- wie auch gesamtwirtschaftlich durchaus einen Sinn hat, vorausgesetzt nur, dass es – anders als in der gegenwärtigen Krise – auch auf

der anderen Seite nicht nur genügend Investitionsmöglichkeiten, sondern auch tatsächlich genügend Investitionen gibt. Da die Sparkassen in Deutschland seit über zweihundert Jahren den Wert des Sparens zum Ausgangspunkt ihrer Tätigkeit nehmen, kann nicht verwundern, dass sie mit der These eines „Debt Super Cycle“ noch am ehesten sympathisieren können. Auch wenn die Ursachen der gegenwärtigen Krise noch immer nicht einfach zu identifizieren sind, scheinen die anhaltende Investitionsschwäche und das (reale) Niedrigzinsniveau insofern aus Sicht der Sparkassen eher als Krisensymptome, die am Wert des Sparens nichts ändern.

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld ist somit auch auf eine Reihe teils krisenhafter realwirtschaftlicher Entwicklungen zurückzuführen. Dies bedeutet aber nicht, dass die herrschende Zinslandschaft nicht auch durch die Zentralbanken gestaltet und das gegenwärtige Niedrigzinsumfeld damit noch zusätzlich verschärft wurde.²

2.3 Die Rolle der Geldpolitik

Zunächst war die Geldpolitik weltweit ab 2008 durch die Wirtschafts- und Finanzkrise im Zuge der geplatzten Kreditblase in den USA (subprime mortgages) motiviert. Die erheblichen realwirtschaftlichen Einbrüche von Ende 2008/Anfang 2009 gaben weltweit zu einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik genügend Anlass (Abbildung 4). In den USA und auch in Deutschland gelang es mit einem Nachfrage steigernden Policy Mix aus Finanz- und Geldpolitik recht gut, den scharfen rezessiven Einbruch zu begrenzen und in eine verhältnismäßig schnelle Erholung umzulenken.

In Teilen des Euroraums – in einer Reihe von Krisenländern – war die Entwicklung allerdings weitaus weniger günstig. Dort gelang die Erholung allenfalls zögerlich. Die Einnahmeausfälle durch die Rezession beziehungsweise die bewusst expansive Finanzpolitik und die Erkenntnis der Märkte, dass die Wachstumspfade dieser Länder künftig deutlich flacher verlaufen würden als gedacht, führten zu Neubewertungen der Tragfähigkeit der hohen Staatsschuldenstände in diesen Ländern. Die Folge war die europäische Staatsschuldenkrise, die im Euroraum neben der anhaltenden Wirtschaftsschwäche noch zusätzlichen Handlungsbedarf für die Geldpolitik erzeugte.

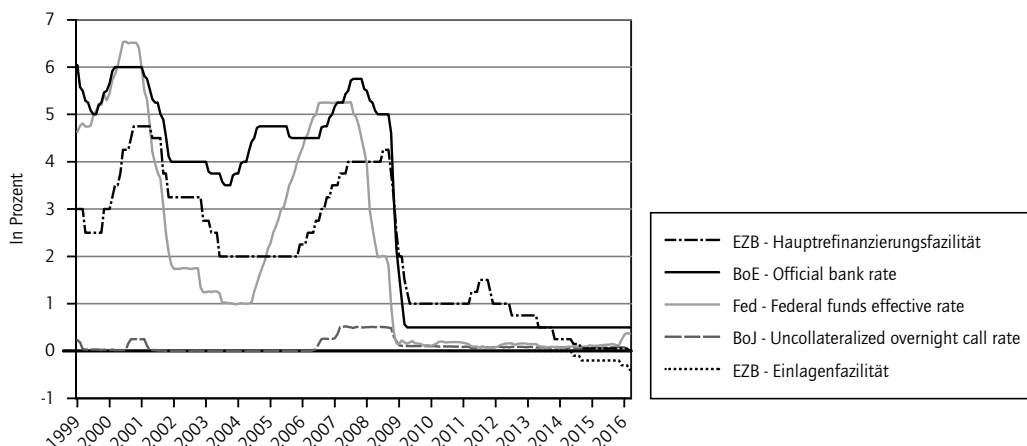
Auch der Krise im Euroraum wurde insofern mit geldpolitischen Mitteln begegnet. Hier war der expansive Instrumenteneinsatz im Hinblick auf das klassische Mandat der Geldpolitik zwar nicht mehr zwingend, auch wenn offiziell natürlich anders argumentiert werden musste. Vielmehr wurde jetzt bewusst versucht, den hoch verschuldeten Staaten bei ihren Zinszahlungen Erleichterung zu verschaffen und angestiegene Risikoprämien einzuebnen. Das OMT-Programm und die Ankündigung, zu unternehmen „whatever it takes“, um die Währungsunion mit allen Ländern zusammenzuhalten, waren so klar politisch motiviert.

Dabei war die EZB in den ersten Jahren nach Ausbruch der Krise von 2008/2009 zunächst noch zögerlich vorgegangen (Abbildung 4). Sie hatte die Leitzinsen in dieser ersten Phase nicht ganz so tief gesenkt wie etwa die Federal Reserve. Die EZB versuchte 2011 sogar einen frühen Exit aus dem Niedrigzins, den sie aber abbrechen musste. Dies geschah in einer Phase, als andere Noten-

² So muss die Geldpolitik nicht unbedingt den realwirtschaftlichen Gegebenheiten von Realzins und Preisentwicklung folgen, sondern macht in umgekehrter Wirkungsrichtung möglicherweise auch aktiv eine Vorgabe mit der Setzung des Nominalzinses, die gleichgerichtet auf die Preisentwicklung durchschlägt (Cochrane 2014, 2015, Schmidt-Grohé und Uribe 2012).

Abbildung 4

Langfristige Entwicklung der Leitzinsen der größten Notenbanken



Quellen: Jeweilige Notenbanken, eigene Zusammenstellung.

banken in den USA, Großbritannien und Japan bereits zusätzlich zu der Niedrigzinspolitik ein Quantitative Easing (QE) – also den Ankauf von Staatsanleihen durch die Notenbank in großem Stil – gestartet hatten.

QE kann dabei als Fortsetzung der Geldpolitik mit anderen Mitteln verstanden werden, wenn die Haupt-Leitzinssätze bei oder nahe der nominalen Null angelangt sind. Zentralbankgeld wird dann nicht mehr in erster Linie preislich über den Zins weiter expansiv in den Markt gegeben, sondern über die Menge. Gleichzeitig entfaltet diese Expansion über Portfolioeffekte aber auch Preiswirkungen bei den verschiedenen Anlageklassen und Laufzeiten. Insbesondere entlang der Zinsstrukturkurve werden so auch längere Laufzeiten betroffen als im Rahmen einer „herkömmlichen“ Ausrichtung der Geldpolitik.

Eine solche Reaktion der längerfristigen Kapitalmärkte erreicht die Notenbank allerdings auch dadurch, dass sie signalisiert, ihren expansiven Kurs längere Zeit beibehalten zu wollen. Konzepte wie „Forward Guidance“, Langfristtender und die Vorfestlegung, die Vollzuteilung bei den Tendern länger aufrechtzuerhalten, gehören zu diesem Ansatz. Ob „klassische“ Geldpolitik, „Forward Guidance“, neue, unkonventionelle Instrumente oder „Quantitative Easing“: Dass die Politik der Notenbanken einen erheblichen Einfluss auf das nominale und reale Zinsniveau hat, ist nicht nur eine Lehrbuchweisheit, sondern gelebte Realität. Den Zinsverlauf ausschließlich realen Größen zuschreiben zu wollen, wie dies gelegentlich zu hören ist, verkennt insofern den Handlungsspielraum einer Notenbank und ihre Einflussmöglichkeiten auf Zinsniveau und Zinsstruktur in grober Weise.

Ein eigenes Quantitative Easing hat die EZB möglicherweise auch angesichts der besonderen Probleme, die damit in einer Währungsunion verbunden sind³, erst ab März 2015 aufgenommen, zu einem Zeitpunkt, als sie für sich in Anspruch nehmen konnte, wieder stärker direkt auf geldpolitischen Handlungsdruck zu reagieren. Mit dem starken Verfall der Ölpreise ab Mitte 2014 waren auch die Steigerungsraten der Verbraucherpreisindizes stark gefallen und hatten zwischen Ende 2014 und Anfang 2016 mehrfach sogar leicht negative Werte erreicht. Auch die Kernraten unter Ausblendung der Energiepreise und die mittelfristigen Inflationserwartungen hatten nachgegeben.

Auf diese Entwicklung der Inflationsraten hat die EZB in mehreren Wellen mit einer Ausweitung der expansiven Geldpolitik reagiert, zuletzt im Dezember 2015 und im März 2016⁴. Dabei wurde auch das QE-Programm nochmals ausgeweitet. Gleichzeitig wurde die Verzinsung auf der Einlagefazilität – der eigentlich relevante Leitzins, seit im Euroraum eine Überschussliquidität an Zentralbankgeld gegeben ist – tiefer ins Negative abgesenkt. Die Verzinsung der Einlagefazilität war bereits seit Juni 2014 negativ. Seit März 2016 liegt sie auf dem aktuellen Rekordwert von $-0,4$ Prozent. Die EZB folgt mit der Negativverzinsung einem Modell, das bisher nur aus kleineren Ländern bekannt war. Diese müssen im Extremfall zu einem solchen Instrument greifen, um unter einer für eine kleine offene Volkswirtschaft sinnvollen Wechselkursorientierung ihre Währung vor einer übermäßigen Aufwertung zu schützen. So haben etwa die Schweiz, Dänemark und Schweden bereits Negativzinsen verhängt. Für einen großen Währungsraum ist ein solches Instrument dagegen neu.

Nach zögerlich expansiver Geldpolitik in den früheren Phasen der Krise nach 2008/2009 nimmt die EZB mit ihrer aktuellen geldpolitischen Ausrichtung damit nun im Vergleich etwa mit der Federal Reserve oder der Bank of England eine Extremposition ein. Die Federal Reserve hat in dem jenseits des Atlantiks bereits fortgeschrittenen Erholungszyklus im Dezember 2015 eine erste Zinserhöhung vornehmen können. Und die Bank of England hatte den Leitzins ganz bewusst nie unter $+0,5$ Prozent abgesenkt. Ob die im Euroraum nun etablierte Negativverzinsung wie insgesamt die Geldpolitik der EZB dabei wie erhofft eine zusätzliche konjunkturelle Belebung und eine Anregung von Kreditvergabe und Investitionstätigkeit erreichen kann, ist höchst umstritten. Ein Argument lautet, dass vielmehr die angeschlagene Kapitalisierung der Banken in den Krisenländern den Engpass für ein Wiederanspringen der Kreditvergabe bildet, als dass es auf die geldpolitischen Konditionen ankomme (Gambacorta und Shin 2016). Ein noch niedrigerer Zins kann hier nicht helfen, er schadet sogar. Zinssenkungen gegen null oder gar in den negativen Bereich, wie sie jetzt der Fall sind, belasten das Bankensystem und wirken daher kontraproduktiv. Außerdem kommt es für die Wirksamkeit der Geldpolitik auf die Investitionen und damit die Nachfrage nach Krediten an. Kontraproduktiv wirkt hier, dass die implizite Krisendiagnose der EZB die Unternehmer im Euroraum weiter verunsichert und daher kaum zur dringend benötigten Belebung der Investitionen im Euroraum beiträgt. Eine expansive Geldpolitik ist nach dem

3 Hier stehen – anders als sonst – keine Staatsanleihen eines Staates zur Verfügung, der sich auf den gesamten Währungsraum erstreckt. Die Auswahl der anzukaufenden Anleihen ist daher eine Entscheidung, die weit über die Geldpolitik hinausgeht. Nicht zuletzt aus diesem Grund hat die EZB für ihr QE-Programm im Januar 2015 eine strikte Quotierung nach Ländern bei den anzukaufenden Papieren vorgegeben.

4 Da die niedrigen Inflationsraten vor allem auf dem Verfall der Ölpreise beruhten, hätte die Europäische Zentralbank diese allerdings auch ignorieren können. In Wahrheit war sie aber längst zur Getriebenen eigener Zielsetzungen wie des in seiner mechanistischen Anwendung fragwürdigen Zwei-Prozent-Ziels für die Inflationsrate sowie politischer Notwendigkeiten im Euroraum geworden (Deutscher Sparkassen- und Giroverband 2016).

Lehrbuch geeignet, um in Zeiten wirtschaftlicher Schwäche die Konjunktur zu beleben. Doch im aktuellen Umfeld ist sie offenbar wirkungslos. Denn generell kann auf strukturelle Probleme, wie sie etwa der krisenhaften Zuspitzung im Euroraum zugrunde liegen oder auch als Ursache der gegenwärtigen weltweiten Wirtschaftsschwäche insgesamt angesehen werden können, durch die Geldpolitik kaum nachhaltig reagiert werden. So machtvoll die Geldpolitik demnach – trotz aller gegenteiligen Beteuerungen – bei der Steuerung des nominalen und realen Zinsniveaus ist, so machtlos ist sie möglicherweise bei der Überwindung der gegenwärtigen Wirtschaftskrise, im Euroraum und auch anderswo. Allenfalls kann sie der Politik Zeit verschaffen; gleichzeitig beschädigt sie aber auch die Anreize, die wahren Krisenursachen anzugehen.

Offenkundig sind dagegen die Risiken und Nebenwirkungen der extremen geldpolitischen Positionierung der EZB. Es drohen Belastungen und Stabilitätsrisiken bei Banken und Sparkassen, Versicherungen und anderen Finanzdienstleistern, es gibt erhebliche Verteilungseffekte, es drohen Fehlallokationen und eine Beschädigung der Sparkultur insgesamt. Die Diskussion um die Abschaffung des Bargelds und um Helikoptergeld verunsichert die Menschen dabei nur noch zusätzlich; eine tiefgreifende Vertrauenskrise in die aktuelle Geld- und Währungspolitik ist auch jetzt schon die Folge bis dahin unvorstellbarer negativer Zinsen. Und letztlich trägt die Geldpolitik die Verantwortung für diese Risiken und Nebenwirkungen.

3 **Auswirkungen des gegenwärtigen Zinsumfelds**

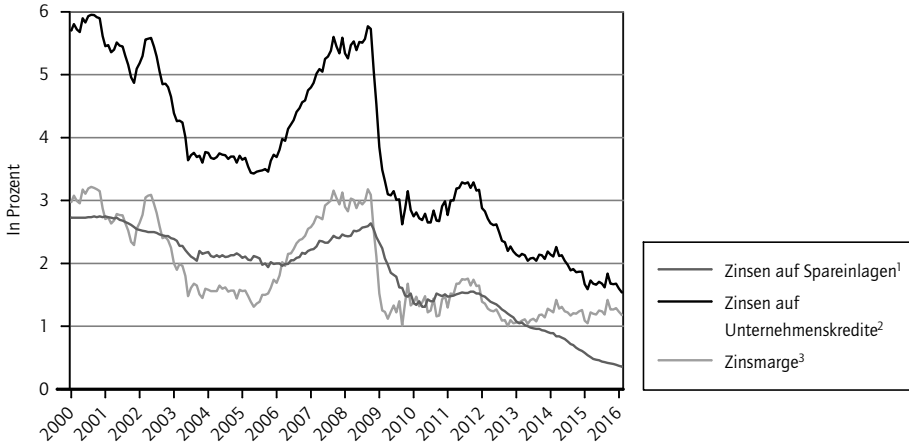
3.1 Sparkassen und andere Finanzdienstleister

Für die Sparkassen sind, wie auch für eine Reihe anderer Finanzdienstleistungsunternehmen in Deutschland, die Herausforderungen des Niedrig- beziehungsweise Negativzinsumfelds beachtlich und benötigen schon heute Antworten (Deutsche Bundesbank 2014, 2015 oder auch Ausschuss für Finanzstabilität 2015). In der mittelfristigen Perspektive ist für alle Universalbanken absehbar, dass die Zinsspanne vor allem durch Margeneinbußen auf der Kundeneinlagenseite infolge des anhaltenden Niedrigzinsumfelds deutlich geschmälert werden wird. Gleichzeitig ist mit einer weiteren Verflachung des Fristentransformationsergebnisses zu rechnen. Diese negativen Impulse können auch durch weitgehend stabile beziehungsweise sogar leicht ausgeweitete Margen im Kundenkreditgeschäft nicht kompensiert werden. Insgesamt bleiben die Zinsmargen der deutschen Banken seit Ausbruch der Finanzkrise unter Druck (Abbildung 5). Für die Zukunft wird dabei auch eine Rolle spielen, inwieweit die Kreditinstitute gegebenenfalls negative Zinssätze im Einlagen- oder sogar im Kreditgeschäft auch an ihre Kunden weitergeben würden (Altrock und Mosebach 2016).

Tendenziell sinkt der Zinsüberschuss in der Kreditwirtschaft umso stärker, je flacher die Zinsstruktur ausfällt und je länger die derzeitige Niedrigzinsphase anhält. Die Niedrigzinsphase schlägt sich im Zeitablauf aber auch immer stärker in einem sinkenden Ergebnisbeitrag aus dem Eigenkapital nieder. Die klassischen Provisionsträger, wie das Girogeschäft und andere gebührenbehaftete Produkte sowie die Vermittlung von Versicherungsverträgen oder Wertpapieren, werden nur in begrenztem Maß eine Entlastung bringen. Auch bereits zu beobachtende Maßnahmen wie die Erhöhung von Gebühren für Finanzdienstleistungen können kaum die Einbußen im Zinsüberschuss kompensieren.

Abbildung 5

Entwicklung der Zinsmarge in der deutschen Kreditwirtschaft



1 Einlagen privater Haushalte, vereinbarte Kündigungsfrist bis 3 Monate, Effektivzinssätze, Neugeschäft.
 2 Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Effektivzinssätze, Neugeschäft.
 3 Zinsen auf Unternehmenskredite abzüglich Zinsen auf Spareinlagen.
 Quellen: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen.

Gleichzeitig hat durch die positive konjunkturelle Entwicklung sowie die deutlich verfeinerten Risikomess- und Risikosteuerungsverfahren die Risikovorsorge im Kreditgeschäft in den letzten Jahren historisch einmalige Niedrigstände erreicht. Diese Entwicklung kann aber naturgemäß nicht dauerhaft für die Zukunft fortgeschrieben werden.

Der Kostendruck im Personal- und Sachaufwandsbereich nimmt vor dem Hintergrund der vorstehend skizzierten Entwicklung deutlich zu. Die Herausforderungen im Aufwandsbereich der Banken und Sparkassen liegen insofern in einer intelligenten Kostenanpassung, die Extreme vermeidet. Die Erfahrungen in Japan zeigen zwar, dass das anhaltende Niedrig- oder gar Negativzinsumfeld die Strukturen im Finanzsystem nachhaltig verändert. Gleichzeitig lassen sie aber auch erkennen, dass es für die Kreditwirtschaft – bei allen Belastungen – möglich erscheint, in einem solchen lang anhaltenden Niedrigzinsumfeld zurechtzukommen. Dort wurde die Anpassung in der Kreditwirtschaft durch Bilanzbereinigungen, Konsolidierungen, Kostenabbau (gerade auch beim Personal) sowie eine Expansion in neue Geschäftsfelder zur Steigerung der Provisionserträge erreicht (Weistroffer 2013).

In Deutschland ist die Anzahl der Kreditinstitute und der Bankstellen bereits seit vielen Jahren rückläufig (Tabellen 1 und 2). Gerade die kleineren und mittleren Banken (Volksbanken und Sparkassen) haben seit 2000 ständig ihre Zahl verkleinert. Die Fortschreibung dieser Entwicklung, auch vor dem Hintergrund der zunehmenden Digitalisierung im Bankgeschäft, kann dabei auch als Reaktion auf das Niedrigzinsumfeld angesehen werden (Deutsche Bundesbank 2015a).

Neben Banken und Sparkassen sind auch Bausparkassen und insbesondere die Lebensversicherer durch das anhaltende Niedrigzinsumfeld betroffen (Gründl 2015, Ketzler und Schwark

Tabelle 1

Rückgang der Anzahl der Kreditinstitute in Deutschland

	2001	2003	2005	2007	2009	2011	2013	2014
Großbanken ¹	4	4	5	5	5	4	4	4
Regional- und sonstige Kreditbanken	195	173	158	159	170	170	164	163
Landesbanken	13	13	12	12	10	10	9	9
Sparkassen	537	491	463	446	431	427	421	416
Kreditgenossenschaften	1 619	1 393	1 294	1 232	1 157	1 121	1 078	1 047
Insgesamt ²	2 696	2 466	2 344	2 277	2 128	2 080	2 029	1 990

1 Ab 2005 inklusive Postbank.

2 Oben genannte Bankengruppen zuzüglich Zweigstellen ausländischer Banken, genossenschaftliche Zentralbanken, Realkreditinstitute, Bausparkassen, Wertpapierhandelsbanken u.a.

Quelle: Deutsche Bundesbank.

Tabelle 2

Rückgang der Anzahl der Bankstellen in Deutschland

	2001	2003	2005	2007	2009	2011	2013	2014
Großbanken ¹	2 373	2 225	11 451	8 573	8 217	8 016	7 614	7 447
Regional- und sonstige Kreditbanken	3 415	3 092	2 678	2 802	2 797	2 774	2 581	2 541
Landesbanken	617	584	592	497	485	473	443	417
Sparkassen	17 182	15 246	14 413	14 070	13 697	13 236	12 740	12 367
Kreditgenossenschaften	16 205	14 595	14 015	13 711	13 304	13 062	12 622	12 319
Insgesamt ²	56 627	49 711	46 444	42 110	41 009	39 799	38 225	37 292

1 Ab 2005 inklusive Postbank.

2 Oben genannte Bankengruppen zuzüglich Zweigstellen ausländischer Banken, genossenschaftliche Zentralbanken, Realkreditinstitute, Bausparkassen, Wertpapierhandelsbanken u.a.

Quelle: Deutsche Bundesbank.

2015, Schradin 2015), aber auch die private Krankenversicherung oder Pensionskassen und Pensionsfonds. Pensionskassen und Lebensversicherungen hatten noch vor nicht allzu langer Zeit eine garantierte Verzinsung von bis zu vier Prozent auf die zurückgestellten Mittel zugesagt. Diese Zinsen können in einer Niedrig- oder Negativzinsphase kaum noch erwirtschaftet werden. Die Versicherungswirtschaft selbst hat im Frühjahr 2015 beklagt, dass die Lebensversicherer in Deutschland durch die Niedrigzinsphase zwischen 2008 und 2013 Jahr für Jahr rund 15 Milliarden Euro Mindereinnahmen zu verkraften hatten. Auch in diesem Bereich des Finanzsektors wird daher ein noch stärkerer Kostendruck die Folge des Niedrigzinsumfelds sein. Gleichzeitig wird sich die Produktwelt der Lebensversicherer in Deutschland dramatisch verändern, und die klassischen Zinsgarantien werden neuen Formen der Produktgestaltung weichen. Ähnlich wie bei Sparkassen, Banken oder Bausparkassen dürften der hohe Druck und die beispiellosen Herausforderungen durch ein anhaltendes Niedrigzinsumfeld auch im Bereich der Lebensversicherer letztlich zu bewältigen sein, vor allem dann, wenn alle Stellschrauben zur Anpassung und alle vorhandenen Ertragspuffer genutzt werden. Die Gefahren für die Finanzstabilität, die

von den anhaltend niedrigen Zinsen und damit vor allem von der Geldpolitik der EZB ausgehen, sind jedoch nicht zu übersehen.

Es sind jedoch weniger die Belastungen für einzelne Finanzdienstleister oder Institutsgruppen, die zu den gefährlichen Risiken und Nebenwirkungen der aktuellen Geldpolitik zählen, so wenig diese zu vernachlässigen sind. Schwerer wiegt, dass ein anhaltendes Niedrigzinsumfeld auch die Sparkultur und das Finanzsystem insgesamt nachhaltig beschädigt, wie sich am Beispiel Japan zeigt (Schnabl 2012). Letztlich bedingen die hohen Schuldenstände dort eine Perpetuierung des Niedrigzinsumfelds, da ein Zinsanstieg zur Überschuldung des Staates führen würde. Eine solche Situation bezogen auf Deutschland oder den Euroraum gilt es unter allen Umständen zu vermeiden.

3.2 Sparkultur und Finanzsystem

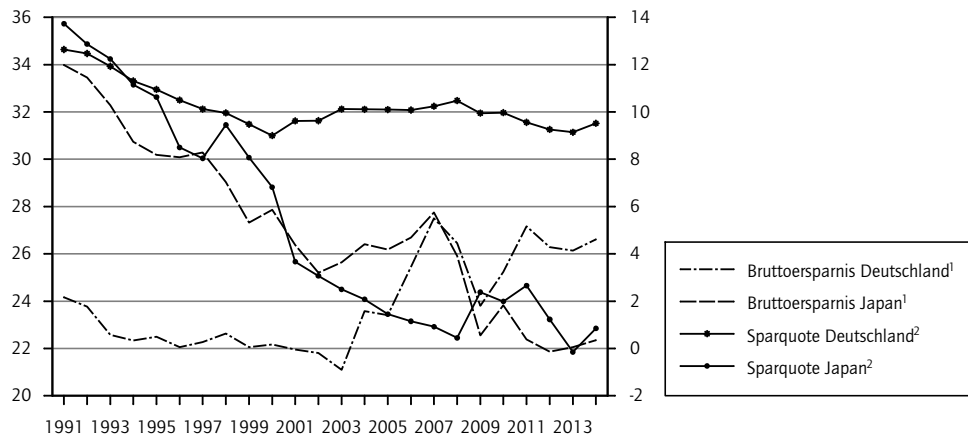
Für die öffentlichen Haushalte wirkt ein anhaltendes Niedrigzinsniveau auf Dauer wie ein „süßes Gift“. Hauptnutznießer der niedrigen Zinsen sind so tatsächlich die öffentlichen Haushalte. Allein der Bund spart durch den massiven Zinsrückgang bei einem Schuldenstand von 1263 Milliarden Euro (31.12.2015) pro Prozentpunkt Zinssenkung jährlich knapp 13 Milliarden Euro. Dabei ist die Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere mit zehnjähriger Laufzeit von 4,7 Prozent Mitte 2007 auf aktuell fast null Prozent gesunken. In 2015 betragen die Ausgaben für die Verzinsung der Bundesschuld nur noch 23,2 Milliarden Euro nach 2014 mit 25,9 Milliarden Euro und 2013 mit 31,3 Milliarden Euro (Bundesministerium der Finanzen 2015). Dieser Betrag wird bei anhaltend niedrigen Zinsen weiter fallen. Die Gefahr ist groß, dass künftig – auch in Deutschland und trotz Schuldenbremse – „gesellschaftliche Bedarfe“ nicht mehr durch Steuererhebung, sondern durch neue Verschuldung gestillt werden. Als Legitimierung eines solchen Kurses reicht es aus, dass demokratisch beschlossen wird, den Weg einer zusätzlichen Verschuldung zu gehen. Zumindest aber stellen sich die öffentlichen Haushalte auch in Deutschland aktuell auf dauerhaft niedrige Zinslasten für die bereits bestehende Verschuldung ein und richten ihren Haushalt hierauf aus. Besser wäre es stattdessen, die ersparten Zinsaufwendungen in eine Art Zinszusatzreserve einzubringen, mit der die öffentlichen Haushalte auch für den Fall wieder ansteigender Zinsen für die entsprechenden Mehrausgaben gewappnet wären.

Dringend notwendige Konsolidierungen – die derzeit in Deutschland noch erfolgen – könnten künftig nicht mehr prioritär sein. Denn wenn breiten Bevölkerungsschichten ständig durch das Niedrigzinsumfeld signalisiert wird, dass eine Verschuldung problemlos tragbar ist, wird dies auch das Sparen des Staates in Frage stellen. Im Euroraum mehren sich aktuell leider die Anzeichen, dass zumindest in einzelnen Mitgliedstaaten die Wirtschaftspolitik bereits in diese Richtung tendieren könnte.

Der Blick nach Japan zeigt außerdem, dass ein anhaltendes Niedrigzinsumfeld nicht nur eine hohe staatliche Verschuldung begünstigt, sondern auch einen Verfall der traditionellen Sparkultur mit sich bringen kann. In Japan – in den 1980er Jahren ein Sparweltmeister noch vor Deutschland – ist ein dramatischer Verfall der Bruttoersparnisse festzustellen, der Folge der dortigen jahrzehntelangen Niedrigzinspolitik ist. Gleichzeitig sind auch die Bruttoinvestitionen der japanischen Volkswirtschaft stark gesunken. Und die Sparquote der privaten Haushalte liegt nahe bei null, das heißt, die japanischen Haushalte sparen überhaupt nicht mehr (Abbildung 6). In Deutschland ist die Sparquote bisher über die Jahre leicht abgesunken, die deutschen Sparer reagieren auf das anhaltende Niedrigzinsumfeld bisher aber noch besonnen. Dies muss aber

Abbildung 6

Entwicklung des Sparverhaltens in Deutschland und in Japan



¹ In Prozent des Bruttoinlandsprodukts, linke Skala.

² Sparquote der privaten Haushalte (inklusive zu Haushalten zählenden NPOs) in Prozent des verfügbaren Einkommens, rechte Skala.

Quellen: IWF, OECD.

nicht so bleiben, vor allem dann, wenn das Niedrig- oder Negativzinsumfeld weiter anhält. So ergab das jährliche Vermögensbarometer des DSGV zuletzt (2015), dass 40 Prozent der Befragten nichts für ihre Altersvorsorge anlegten; 2013 waren dies noch 32 Prozent. Besonders dramatisch war dabei der Anstieg der Vorsorge-Verweigerer in den jüngeren Altersgruppen. Und 24 Prozent der Befragten geben an, auch sonst nichts zu sparen, ebenfalls mit steigender Tendenz (Deutscher Sparkassen- und Giroverband 2015).

Der öffentliche Auftrag der Sparkassen, den Spargedanken zu fördern, erstreckt sich aber nicht nur auf die Bewahrung der Sparkultur, die aus einzel- wie auch gesamtwirtschaftlicher Sicht nach wie vor von hohem Wert ist. Die aktuelle Situation ist vielmehr auch mit Blick auf das Mandat der Sparkassen zum Schutz der heutigen Sparer zu bewerten. Zwar wird vereinzelt dargelegt, dass sich Sparen auch unter den Bedingungen niedriger Zinsen bis zuletzt doch noch gelohnt hat (Deutsche Bundesbank 2015b). Dabei wird aber übersehen, dass Einbußen in der Verzinsung auf Anlagen wie Sparbücher usw. kaum durch zum Beispiel Kursgewinne bei Aktien zu einer Gesamtrendite zusammengefasst werden können, ohne dass sich erhebliche Umverteilungseffekte zwischen einzelnen Gruppen von Sparern beziehungsweise auch sozialen Schichten ergeben. Das Sparen allein in verzinsliche Anlagen wird dagegen durch die aktuelle Niedrigzinspolitik erheblich in seiner Attraktivität beschädigt. So müssen die Sparer – bei gleichbleibender Präferenz für das Sparen – bei niedrigen Zinsen deutlich mehr zurücklegen. Am Beispiel eines Haushalts mit einem durchschnittlichen Jahresnettoeinkommen von rund 42 000 Euro und einer Sparquote von 9,4 Prozent können die Wirkungen verdeutlicht werden (Demary und Niehues 2015). Nimmt man eine Verzinsung von drei Prozent, eine Sparleistung von rund 4 000 Euro im Jahr und einen Anlagehorizont von 30 Jahren an, so bedeutet ein zehnjähriges Niedrigzinsumfeld mit einem Zins von 0,5 Prozent, der dann in den Jahren elf bis 20 auf drei Prozent zurückkehrt und dann auf diesem Niveau bis zum Jahr 30 verbleibt, dass der Sparer seine Sparrate auf

4350 Euro erhöhen muss, um sein Sparziel nach 30 Jahren erreichen zu können. Im Ergebnis muss dieser Haushalt auf rund 12 000 Euro Konsum verzichten. Bei 40 Millionen Haushalten in Deutschland entspräche dies einer Einbuße von 480 Milliarden Euro. Die Verluste für die privaten Haushalte werden auch nicht durch Erleichterungen zum Beispiel bei den Immobilienkrediten wettgemacht, da diese im Umfang deutlich geringer als das Geldvermögen der privaten Haushalte sind. Zudem wird durch das unnatürliche Zinsumfeld – wie auch bereits zwischen Sparern und Aktionären – eine weitere kaum gewünschte Umverteilung von Sparern zu Kreditnehmern innerhalb der privaten Haushalte bewirkt.

Insgesamt stimmen die gesellschaftlichen und sozialen Auswirkungen niedriger Zinsen bedenklich. Während wohlhabendere Kreise typischerweise über meist höherrentierliche Sachinvestitionen verfügen und diese dank niedriger Kreditzinsen noch vermehren können, sind gerade die Menschen in der Mittelschicht oder in sozial schwächeren Schichten, die typischerweise nur über bescheidene Ersparnisse verfügen, überproportional von den geringen Zinsen betroffen. Die Vermögensungleichheit nimmt damit in einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld tendenziell zu (Demary und Niehues 2015, Bernoth, König und Beckers 2016).

Zu der Beschädigung der Sparkultur bei anhaltend niedrigen Zinsen gehört auch, dass dadurch aktuell der Gedanke einer in stärkerem Maße kapitalgedeckten Altersvorsorge, wie er in Deutschland vor 15 Jahren formuliert wurde, wieder in Frage gestellt wird. Dies betrifft insbesondere Riester-Produkte. Aber auch die betriebliche Altersversorgung ist durch das anhaltende Niedrigzinsumfeld betroffen. Insbesondere auch die so genannte Direktzusage der Unternehmen als einer der Durchführungswege der betrieblichen Altersversorgung wird in einem solchen Zinsumfeld verteuert, erhebliche Belastungen gerade für den Mittelstand sind die Folge (Deutscher Industrie- und Handelskammertag 2015). Das anhaltende Niedrigzinsumfeld wirkt sich negativ auf jegliche kapitalgedeckte Altersvorsorge aus. Dies kommt höchst ungelegen, da die kapitalgedeckte Altersvorsorge in Deutschland angesichts der demografischen Entwicklung an sich zurzeit mehr denn je gebraucht würde.

Die negativen Wirkungen von Niedrigzinsen auf Sparkultur und Altersvorsorge in Deutschland können im Übrigen auch auf die Vorsorge insgesamt übertragen werden. Wird das Vorhalten von Geldmitteln für unerwartete Lebensfälle nicht mehr honoriert, so unterbleibt es möglicherweise. Mehr Sozialfälle, die auf die Allgemeinheit angewiesen sind, eine höhere Altersarmut und entsprechende gesellschaftspolitische Verwerfungen treten insofern in einem Niedrig- oder Negativzinsumfeld an die Stelle der traditionellen deutschen Sparkultur und des Vorsorgegedankens, wie er seit über 200 Jahren etwa durch die Sparkassen vertreten wird. Gleichzeitig wächst in einem Niedrigzinsumfeld die Gefahr einer übermäßigen Verschuldung nicht nur der öffentlichen, sondern auch der privaten Haushalte oder der Unternehmen. Eine andere Wirtschaftsordnung – der Abschied von traditionellen Werten der deutschen Volkswirtschaft – wäre die Folge, mit allen negativen Rückwirkungen für Investitionen, Zukunftsvorsorge und Stabilität. Lediglich der Gegenwartskonsum gewinnt in einer solchen Situation. Fehlallokationen und Preisblasen (Asset Price Bubbles) an den Aktien- und Immobilienmärkten sind eine weitere mögliche Konsequenz des Niedrigzinsumfelds, mit allen negativen gesamtwirtschaftlichen Folgen für den Fall einer Revision der entsprechenden übertriebenen Preisentwicklungen.

4 Mögliche Handlungsoptionen

Angesichts der verheerenden Nebenwirkungen eines anhaltenden Niedrig- oder gar Negativzinsumfelds wäre eine Normalisierung der Geldpolitik der EZB zum frühestmöglichen Zeitpunkt – idealerweise in naher Zukunft – dringend angezeigt. Die EZB muss – besser früher als später – einsehen, dass ihr Instrumentarium begrenzt ist und ihre Politik den Punkt der abnehmenden Erträge längst überschritten hat. Kontraproduktiv dürften zumindest die letzten dramatischen Maßnahmenpakete gewesen sein, die die Krisenstimmungen im Euroraum zusätzlich begünstigt und schwere Belastungen für die Kreditwirtschaft mit sich gebracht haben. Allenfalls die Sorge um den Zusammenhalt des Euroraums kann hier noch als rationale Erklärung dienen; jedoch auch im Hinblick auf diese Zielsetzung scheinen die Maßnahmen der EZB übertrieben. Zudem darf die EZB auch nicht einem Nachlassen in den Reformbemühungen im Euroraum Vorschub leisten, will sie sich nicht der Gefahr aussetzen, ab einem gewissen Punkt auf eine Perpetuierung eines Niedrig- oder gar Negativzinsfelds festgelegt zu sein.

Die Notenbank hat ihren Teil zur Entschärfung der Krise des Euroraums getan; nun liegt der Ball im Feld der nationalen Regierungen. Während sich in den letzten Jahren manche Länder möglicherweise zu sehr auf die Geldpolitik als Universallösung verlassen haben, sind essenzielle Struktur- und Haushaltsreformen nur langsam vorangekommen. Um Glaubwürdigkeit und Vertrauen gegenüber dem Staat und dem Wirtschaftssystem zu erhalten, müssen die Regierungen im Euroraum aber insbesondere der Haushaltskonsolidierung eine hohe Priorität einräumen. Nur mittels solider Staatsfinanzen kann ein nachhaltiger Rahmen für eine stabile Wirtschaft und einen wachsenden Wohlstand geschaffen werden. Ein Abbau der Staatsschulden ist auch angesichts der absehbaren Belastungen durch den demografischen Wandel der verantwortungsvolle Weg zu einem flexiblen, handlungsfähigen Staatsfiskus mit einer hohen Bonität. Angesichts der privaten und öffentlichen Schuldenstände, die in großen Teilen Europas immer noch sehr hoch sind, wird ein Wirtschaftsaufschwung vermutlich vorerst auf sich warten lassen. Soll ein Schuldenschnitt nicht in Betracht gezogen werden, so führt jedoch an einer Phase der Konsolidierung kein Weg vorbei. Bevor die Wirtschaftsakteure ihre Verschuldung nicht überwunden haben, werden sie gegenüber neuen Investitionen eher abgeneigt bleiben. Gleichzeitig zeigen aber die Erfahrungen in den meisten Programmländern wie Spanien, Irland, Portugal oder jetzt auch Zypern, dass eine Überwindung des krisenhaften Zustandes durch eine Kombination aus Reformen und Haushaltskonsolidierungen möglich ist. Diese braucht nur Zeit.

Die EZB hat möglicherweise versucht, mit ihrer extremen Niedrigzinspolitik den Anpassungsprozess im Euroraum zu erleichtern. Inzwischen besteht aber die Gefahr, dass die Politik des billigen Geldes umgekehrt dazu beiträgt, dass notwendige Reformen unterbleiben oder verschleppt werden. Gleichzeitig droht in anderen Ländern wie zum Beispiel Deutschland ein dramatischer Vertrauensverlust in die Geld- und Währungsordnung, der aus Sicht einer Zentralbank kaum hinnehmbar sein dürfte. Die EZB wäre daher gut beraten, die aktuelle geldpolitische Ausrichtung sobald wie möglich umzusteuern.

Literaturverzeichnis

- Altrock, Frank und Christina Mosebach (2016): Einfluss negativer Zinsen auf die Kreditwirtschaft. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 69 (4), 186–191.

- Ausschuss für Finanzstabilität (2015): Zweiter Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland. Berlin, Bundesministerium der Finanzen.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2015): 85. Jahresbericht 1. April 2014–31. März 2015. Basel.
- Bernanke, Ben S. (2005): The Global Savings Glut and the U. S. Current Account Deficit. Sandridge-Vortrag bei der Virginia Association of Economists, Richmond, VA.
- Bernanke, Ben S. (2007): Global Imbalances: Recent Developments and Prospects. Bundesbank Lecture, Berlin.
- Bernoth, Kerstin, Philipp König und Benjamin Beckers (2016): EZB-Anleihekäufe können Vermögensverteilung beeinflussen. DIW Wochenbericht, 83 (7), 127–134.
- Bundesministerium der Finanzen (2015): Finanzbericht 2016. Berlin.
- Cochrane, John H. (2014): Monetary policy with interest on reserves. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 49, 74–108.
- Cochrane, John H. (2015): Whither inflation? *The Grumpy Economist* (31. August 2015). <http://johnhcochrane.blogspot.de/2015/08/whither-inflation.html> (abgerufen am 27.4.2016).
- Demary, Markus und Judith Niehues (2015): Die Auswirkungen von Niedrigzinsen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf die Vermögensverteilung. Institut der Deutschen Wirtschaft Köln Policy Paper 15/2015.
- Deutsche Bundesbank (2014): Finanzstabilitätsbericht 2014. Frankfurt a. M.
- Deutsche Bundesbank (2015a): Strukturelle Entwicklungen im deutschen Bankensektor. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 67 (4), 33–59.
- Deutsche Bundesbank (2015b): Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 67 (10), 13–32.
- Deutsche Bundesbank (2015c): Finanzstabilitätsbericht 2015. Frankfurt a. M.
- Deutscher Industrie- und Handelskammertag (2015): Sonderauswertung Pensionsrückstellungen im Niedrigzinszeitalter. DIHK-Schlaglicht Wirtschaftspolitik Juli 2015. www.dihk.de/ressourcen/downloads/pensionsrueckstellungen-15.pdf (abgerufen am 10.5.2015).
- Deutscher Sparkassen- und Giroverband (2015): Vermögensbarometer 2015. Berlin.
- Deutscher Sparkassen- und Giroverband (2016): Geldpolitik: EZB darf sich nicht treiben lassen. Standpunkte der Chefvolkswirte, Berlin.
- Gambacorta, Leonardo und Hyun Song Shin (2016): Why Bank Capital Matters for Monetary Policy. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich Working Paper 558. Basel.
- Gründl, Helmut (2015): Auswirkungen der anhaltenden Niedrigzinsen auf das Versicherungswesen. *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 64 (2), 191–201.
- Homburg, Stefan (1991): Interest and Growth in an Economy with Land. *Canadian Journal of Economics*, 24 (2), 450–459.
- Homburg, Stefan (2014): Overaccumulation, Public Debt, and the Importance of Land. Institute of Public Economics. Discussion Paper 525. Leibniz Universität Hannover.
- Ketzler, Rolf und Peter Schwark (2015): Auswirkungen der anhaltenden Niedrigzinsen auf das Versicherungswesen. *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 64 (2), 202–212.
- Lo, Stephanie und Kenneth Rogoff (2015): Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Years on. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich Working Paper 482. Basel.
- Schmitt-Grohé, Stephanie und Martín Uribe (2012): The making of a great contraction with a liquidity trap and a jobless recovery. National Bureau of Economic Research Working Paper 18544. Cambridge, MA.

- Schnabl, Gunther (2012): Die japanischen Lehren für die europäische Krise. Working Papers on Global Financial Markets 2012-36. Universität Jena und Universität Halle.
- Schradin, Heinrich R. (2015): Auswirkungen der anhaltenden Niedrigzinsen auf das Versicherungswesen. Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 64 (2), 213–223.
- Summers, Lawrence H. (2014): US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. Business Economics, 49 (2), 65–73.
- Weistroffer, Christian (2013): Niedrigzinsumfeld und Banken – Was lehrt die Erfahrung japanischer Banken? DB Research. Aktuelle Themen 17. Juli 2013.
- Weizsäcker, Carl Christian von (2015): Kapitalismus in der Krise?. Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 16 (2), 189–212.