

---

# Risiken der Niedrigzinspolitik für die Finanzstabilität im Euroraum

MARCO BARGEL

---

Marco Bargel, Postbank, E-Mail: marco.bargel@postbank.de

---

**Zusammenfassung:** Die Geldpolitik hat mit unkonventionellen Maßnahmen wie Negativzinsen und dem Ankauf von Anleihen maßgeblich zur Eindämmung der Finanz- und Staatsschuldenkrise im Euroraum beigetragen. Eine lang anhaltende Niedrigzinspolitik beinhaltet allerdings erhebliche Risiken für die Finanzstabilität. So stehen Banken und Lebensversicherer unter einem starken Ertragsdruck. Hierdurch kann es zu einem ungewollten Aufbau von Risiken oder einer verringerten Risikotragfähigkeit bei Finanzinstituten kommen. Gleichzeitig steigt die Gefahr von Vermögenspreis- und Kreditblasen, wenn die Geldpolitik asymmetrisch auf Auf- und Abschwünge reagiert, indem sie potenzielle Verluste durch eine Lockerung der Geldpolitik immer wieder abmildert. Letztendlich kann eine solche Geldpolitik in einen sich selbstverstärkenden Prozess münden und den Handlungsspielraum der Notenbank bei der Bekämpfung der Inflation einengen.

**Summary:** By means of unconventional measures such as negative policy rates and bond purchases, monetary policy has made a significant contribution to contain financial and public sector debt crisis in the euro zone. However, a long lasting policy of ultra-low interest rates generates substantial risks for financial stability. Thus, profitability of banks and life insurer is under pressure, leading to excessive risk-taking or reduced resilience. At the same time, there is a growing likelihood of asset price and debt bubbles when monetary policy reacts in an asymmetric way to financial booms and busts, promoting speculative behavior in markets. Low interest rates can ultimately become self-reinforcing, impairing the central bank's ability to fight inflation.

→ JEL Classification: E43, E58, G01, G21

→ Keywords: Monetary policy, low interest rate environment, asset price bubbles, financial stability, bank profitability

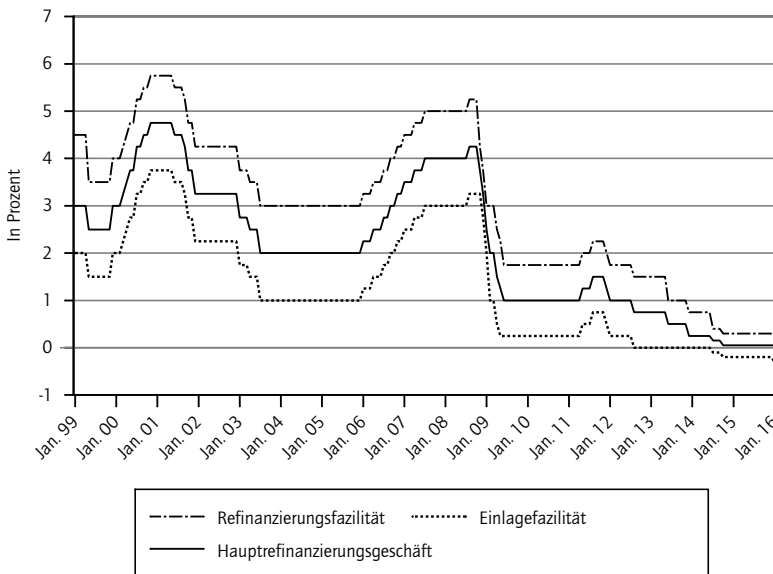
## I Krisenbekämpfung mit Sondermaßnahmen und Niedrigzinspolitik

Im Zuge der Finanzkrise und der darauffolgenden Staatsschuldenkrise hat die Geldpolitik eine zentrale Rolle bei der Eindämmung der Krisen übernommen. Zur Vermeidung einer Liquiditätskrise wie nach dem Zusammenbruch der US-Bank Lehman Brothers stellte die Europäische Zentralbank (EZB) den Geschäftsbanken zunächst über zahlreiche Sondermaßnahmen Liquidität zur Verfügung, nachdem die normalen Finanzierungskanäle nicht mehr funktionierten (European Central Bank 2013: 10 ff.). Zwischen Mitte 2009 und Mitte 2010 kaufte die EZB darüber hinaus gedeckte Schuldverschreibungen (Covered Bonds) an, um den für die Refinanzierung der Banken sehr wichtigen Markt wiederzubeleben. Im Frühjahr 2010, als sich infolge der Finanzkrise und der darauffolgenden Rezession massive Belastungen in den Staatshaushalten zeigten und einzelne Segmente des Staatsanleihemarktes austrockneten, implementierte die EZB schließlich ein Ankaufprogramm für Staatsanleihen (Securities Markets Programme – SMP). Nachdem das SMP auslief, verkündete die EZB im Sommer 2012 ein neues Ankaufprogramm für Staatsanleihen (Outright Monetary Transactions – OMT), das bis dato nicht genutzt wurde.

In den darauffolgenden Jahren wurden von der EZB schrittweise weitere unkonventionelle Maßnahmen beschlossen. Während die zuvor verabschiedeten Instrumente im Wesentlichen auf eine „Heilung“ der infolge der Finanzkrise gestörten Transmissionsmechanismen der Geldpolitik zielten, verfolgt die Notenbank mit den neuen Maßnahmen vor allem das Ziel, das geldpolitische Umfeld expansiver zu gestalten (European Central Bank 2015: 32 f.). Die EZB reagiert

Abbildung 1

### Leitzinsen der EZB auf Rekordtief



Quelle: Europäische Zentralbank.

damit auf die anhaltend niedrige Inflation sowie eine schwache Konjunktur- und Kreditdynamik im Euroraum. Zu den neuen Maßnahmen zählen die zweckgebundenen Langfristender (die sogenannten TLTRO's), die im September 2014 erstmals durchgeführt wurden. Durch eine Kopplung der Inanspruchnahme langfristiger Refinanzierungsmittel an das Kreditvolumen soll für Geschäftsbanken ein Anreiz geschaffen werden, ihre Kreditvergabe auszuweiten. Im September 2014 verkündete die EZB zwei neue Ankaufprogramme für Anleihen, das Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP) sowie das inzwischen dritte Covered Bond Purchase Programme (CBPP3). Im Januar 2015 entschied die EZB schließlich, im Rahmen eines Public Sector Purchase Programme (PSPP) künftig auch Anleihen des öffentlichen Sektors anzukaufen.

Zu den unkonventionellen Maßnahmen kann auch die Einführung negativer Leitzinsen gezählt werden. So senkte die EZB den Satz für die Einlagefazilität im Juni 2014 erstmals in den negativen Bereich. Es folgten weitere Absenkungen des Satzes bis auf aktuell  $-0,4$  Prozent. Auch der für die Bankenrefinanzierung bei der EZB traditionell bedeutsame Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurde zuletzt noch einmal reduziert und liegt nun bei null Prozent. Die Absenkung von Leitzinsen in den negativen Bereich stellt aber nur das vorläufige Ende einer langen Serie von Zinssenkungen im Euroraum dar, die bereits mit der starken Rezession Ende 2008 begonnen hat (Abbildung 1).

## 2 Niedrigzinsumfeld als Folge der ultraexpansiven Geldpolitik

Die von der EZB beschlossenen konventionellen und unkonventionellen Maßnahmen haben die Entwicklung der Zinsen beziehungsweise Renditen am Geld- und Kapitalmarkt massiv beeinflusst. Die für die Refinanzierung von Banken traditionell wichtigen Geldmarktsätze im Interbankenhandel sind im Zuge der Leitzinssenkungen stark zurückgegangen. So liegt der Drei-Monats Euribor aktuell nur noch bei  $-0,3$  Prozent – vor Ausbruch der Finanzkrise betrug der Satz noch gut fünf Prozent. Allerdings spielt der Geldmarkt für die Banken im Euroraum nur noch eine untergeordnete Rolle, seitdem die EZB bei ihren Refinanzierungsgeschäften auf ein System der Vollzuteilung übergegangen und die Bereitstellung von Liquidität durch die Notenbank zur dominierenden Refinanzierungsquelle für Geschäftsbanken geworden ist. Im Zuge der Bildung umfangreicher Liquiditätsreserven durch die Geschäftsbanken, vor allem in den Kernländern des Euroraums, hat der Satz für die Einlagenfazilität die Funktion eines Leitzinses übernommen.

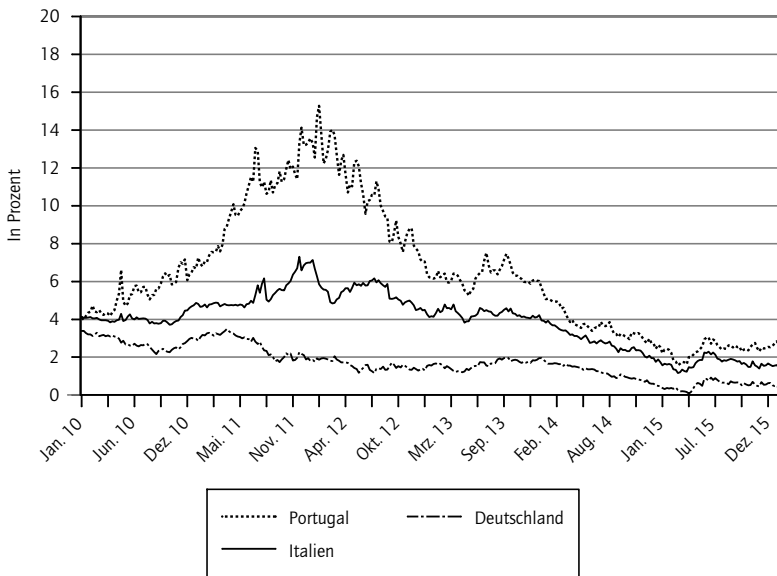
Während der Einfluss von Leitzinsänderungen auf das Zinsniveau am Geldmarkt wegen der substitutiven Beziehung einer Refinanzierung der Geschäftsbanken über die Notenbank oder den Interbankenmarkt evident ist, sind die Zusammenhänge zwischen geldpolitischen Maßnahmen und Anleiherenditen deutlich komplexer. Die Erwartungstheorie unterstellt, dass längerfristige Zinssätze den erwarteten Pfad der kurzfristigen, von der Notenbank kontrollierten Zinssätze widerspiegeln. Wenn eine Notenbank den Leitzins verändert, bewegen sich die längerfristigen Zinssätze in dieselbe Richtung, sofern die Märkte erwarten, dass die Leitzinsänderung für längere Zeit Bestand hat. Hierbei kann der Kommunikation durch die Notenbank eine zentrale Rolle zugeschrieben werden. Die Steuerung der langfristigen Leitzinserwartungen ist in den vergangenen Jahren zu einem wichtigen Bestandteil der Kommunikationsstrategie der großen Notenbanken geworden. Die EZB hat Mitte 2013 erstmals das sogenannte Instrument der *Forward Guidance* genutzt (Praet 2013). Indem sie den Märkten signalisierte, dass sie die Leitzinsen für einen längeren Zeitraum auf einem konstant niedrigen Niveau belassen würde, hat sie eine

Abwärtskorrektur der aus ihrer Sicht zu hohen längerfristigen Leitzinserwartungen ausgelöst. Sofern langfristige Zinssätze auch eine Risikoprämie für die Unsicherheit über die künftige Entwicklung der Zinsen beinhalten, kann die *Forward Guidance* dazu beitragen, diese zu reduzieren und auch auf diesem Wege einen Beitrag zu einem Rückgang der langfristigen Zinssätze leisten. Insgesamt scheint die Strategie der *Forward Guidance* einen eher moderaten Einfluss auf die Entwicklung der Zinserwartungen gehabt zu haben (Filardo und Hofmann 2014: 42 ff.). Unabhängig davon, wurden die Leitzinssenkungen der EZB aber von einer deutlichen Abwärtskorrektur der langfristigen Leitzinserwartungen begleitet, was zum Rückgang der Renditen im Euroraum wesentlich beigetragen hat.

Daneben können auch unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen das Zinsniveau beeinflussen. In der Theorie werden hauptsächlich zwei Transmissionskanäle unterschieden, über die ein Anleiheankauf durch eine Notenbank einen Einfluss auf Renditen nehmen kann: Der Portfolioumschichtungskanal und der Signalkanal (European Central Bank 2015: 34 f.). Empirische Untersuchungen zu verschiedenen Anleiheankaufprogrammen, die nach Ausbruch der Finanzkrise von Notenbanken implementiert wurden, kommen zum Ergebnis, dass vor allem die Ankündigung eines Anleiheankaufprogramms zu signifikant niedrigeren Renditen führen kann (Bernoth et al. 2015: 313). Die eigentliche Durchführung der Anleihekäufe sowie Folgeprogramme beziehungsweise die Erweiterung eines bestehenden Programms haben in der Regel einen weniger starken Einfluss auf die Renditen. Auch scheint die Auswirkung von Anleihekäufen tendenziell größer zu sein, wenn die üblichen Transmissionskanäle der Geldpolitik – wie zu

Abbildung 2

### Starker Renditeverfall<sup>1</sup> infolge der EZB-Maßnahmen



<sup>1</sup> Zehnjährige Staatsanleihen.

Quelle: ThomsonReuters Datastream.

Zeiten der Finanzkrise – massiv gestört sind. Gleichwohl lässt sich auch für das aktuelle EZB-Anleiheankaufprogramm, das erst lange nach der Finanzkrise verabschiedet wurde, ein signifikanter Einfluss auf die Staatsanleiherenditen nachweisen. Danach sanken die Renditen zehnjähriger Anleihen der Eurostaaten infolge des Anleiheankaufs um 30 bis 50 Basispunkte, wobei der Effekt bei Anleihen von Staaten mit einem schlechteren Bonitätsrating (unter anderem Italien und Spanien) rund doppelt so groß war (Altavilla et al. 2015). Auch im Falle des EZB-Programms war nach Ankündigung der Anleiheankäufe der stärkste Renditerückgang zu beobachten. Etwa sechs Wochen nach Beginn des Ankaufs von Staatsanleihen im Rahmen des PSPP erreichten die Renditen im Euroraum einen historischen Tiefpunkt. Nachfolgend pendelten sich die Renditen trotz des fortgesetzten Anleiheankaufs durch die EZB wieder auf einem leicht höheren Niveau ein (Abbildung 2).

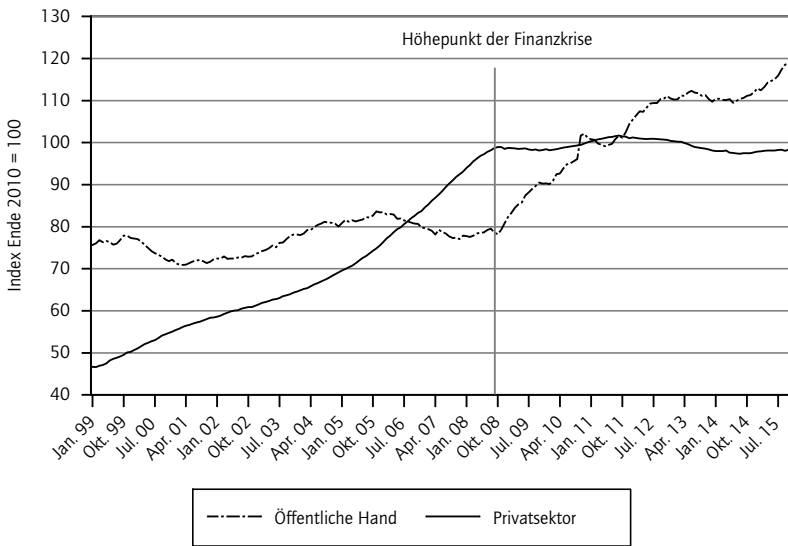
### 3 Geldpolitik nur teilweise wirksam

Die Erfolgsbilanz der Geldpolitik in den vergangenen Jahren kann als durchwachsen bezeichnet werden. So konnten Liquiditätsengpässe im Bankensektor wie in der Finanzkrise dank umfangreicher Liquiditätshilfen der Notenbank bis dato verhindert werden. Zudem wurde durch Interventionen der EZB am Anleihemarkt eine erneute Verschärfung der Staatsschuldenkrise im Euroraum vermieden. Tatsächlich sind die Renditen für Staatsanleihen der Euro-Peripheriestaaten seit der „Whatever-it-Takes“-Rede des EZB-Präsidenten im Juli 2012 (Draghi 2012) und der darauffolgenden Ankündigung des OMT im Trend zurückgegangen. Trotz einer lang anhaltenden Rezession und verschlechterter fiskalpolitischer Kennzahlen in vielen Euro-Mitgliedsländern sowie einer zeitweisen Zunahme der politischen Unsicherheiten, die sich in einer wachsenden Opposition gegen Konsolidierungsmaßnahmen und einer Verschleppung dringend notwendiger Reformmaßnahmen in den Krisenländern äußerten, kam es seitdem nicht mehr zu einem signifikanten Anstieg der Risikoprämien und Renditen bei den betroffenen Staatsanleihen. Selbst die erneute Verschärfung der Griechenlandkrise im Jahr 2015 hat nur noch zu einer begrenzten Ausweitung der Risikoprämien am Anleihemarkt geführt.

Weniger klar ist der Befund allerdings mit Blick auf die konjunkturellen Effekte der Geldpolitik. Zwar befinden sich die meisten EWU-Staaten nach jahrelanger Rezession inzwischen in einer konjunkturellen Erholungsphase. Bis auf wenige Ausnahmen ist der Konjunkturaufschwung aber eher verhalten und die Zuwächse beim BIP bleiben weit hinter denen früherer Erholungsphasen zurück. Gleichzeitig liegt die Arbeitslosigkeit in vielen Ländern weiterhin auf einem außerordentlich hohen Niveau. Ein wesentlicher Grund, warum die Geldpolitik in den vergangenen Jahren nicht zu einer stärkeren konjunkturellen Belebung geführt hat, dürfte in der Beeinträchtigung wichtiger Transmissionskanäle zu finden sein. Da sich viele Staaten in einer sogenannten Bilanzrezession befinden, die unter anderem durch einen Schuldenabbau bei Unternehmen und Privathaushalten sowie einer Bereinigung von Kreditrisiken in Bankbilanzen gekennzeichnet ist, wird der sonst übliche Transmissionskanal der Geldpolitik in Richtung Realwirtschaft blockiert. Leitzinssenkungen kommen dann wegen der mangelnden Kreditvergabefähigkeit der Banken nicht bei Unternehmen und Privathaushalten an. Eine Rückkehr zu alter Wachstumsstärke ist erst nach Beendigung der Bilanzbereinigung im Bankensektor und einer Reduzierung des Verschuldungsgrads von Unternehmen und Privathaushalten zu erwarten. Gleichwohl diente das Argument gestörter Transmissionskanäle der EZB wiederholt als wichtiges Argument zur Recht-

Abbildung 3

### Trotz Niedrigzinsen in der EWU keine Ausweitung der Kredite an den Privatsektor



Quelle: Europäische Zentralbank.

fertigung ihres immer expansiveren Kurses (vergleiche zum Beispiel European Central Bank 2011) (Abbildung 3).

Die schwache Konjunktorentwicklung in den Krisenjahren und der später einsetzende Ölpreisverfall führten zu einem Rückgang der Inflationsraten in den EWU-Ländern. Dies hat es aus Sicht der Geldpolitik erleichtert, am ultraexpansiven Kurs festzuhalten, ohne dass eine Verfehlung des Preisniveaustabilitätsziels befürchtet werden musste. Angesichts wiederholt negativer Inflationsraten im Euroraum hat die Sorge vor einer deflatorischen Entwicklung bei der EZB zugenommen, was auch ein wesentlicher Anlass für die weitere Lockerung der Geldpolitik in 2015 sowie zuletzt im März 2016 gewesen sein dürfte.

## 4 Risiken der ultraexpansiven Geldpolitik

Die erkennbaren Erfolge der Geldpolitik bei der Bekämpfung der Banken- und Finanzkrise dürfen aber nicht den Blick dafür verstellen, dass der von den Notenbanken eingeschlagene Weg auf lange Sicht erhebliche Risiken birgt. Gefahren für die Finanzstabilität, die mit einer lang anhaltenden Niedrigzinspolitik in Verbindung gebracht werden, sind:

- Destabilisierung des Finanzsektors
- Blasenbildung an den Finanzmärkten
- eine wachsende Tendenz zur Überschuldung

Je tiefer die Leitzinsen gesenkt werden und je länger die Niedrigzinsphase anhält, desto größer ist das Risiko, dass eine der genannten unerwünschten Nebenwirkungen eintritt. Die Notenbanken sehen die Risiken eines lang anhaltenden Niedrigzinsumfelds durchaus, nehmen sie angesichts der Notwendigkeit unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen in einer Krise aber in Kauf (vergleiche zum Beispiel Asmussen 2013).

## 5 Destabilisierung des Finanzsektors

Banken stehen in einem lang anhaltenden Niedrigzinsumfeld unter wachsendem Ertragsdruck, da mit dem Zinsniveau und einer Verflachung der Zinsstrukturkurve in der Regel auch die Zinsmarge sinkt (Busch und Memmel 2015). Zwar gibt es auf der Ertrags- und Kostenseite einige gegenläufige Effekte, welche die durch ein niedrigeres Zinsniveau generierten Belastungen zumindest teilweise kompensieren. So ist beispielsweise zu beobachten, dass sich bei sinkendem Zinsniveau andere Ertragskomponenten tendenziell positiv entwickeln. Dies gilt beispielsweise für Erträge aus Finanzanlagen, wenn steigende Kurse zu Veräußerungsgewinnen oder einer höheren Bewertung von Wertpapierbeständen führen. Auch ist bei sinkendem Zinsniveau meist eine Abnahme der Kreditausfälle in den Bankbilanzen zu beobachten. Allerdings zeigen Analysen, dass die negativen Effekte sinkender Zinsen auf die Erträge die genannten positiven Effekte überwiegen (Borio et al. 2015: 14 ff.). Darüber hinaus weist die Beziehung zwischen Zinsniveau und Steilheit der Zinsstrukturkurve auf der einen Seite und Ertragskraft bei Banken auf der anderen Seite einen konkaven Verlauf auf. Dies bedeutet, dass die Zinserträge ab einem bestimmten Punkt überproportional sinken, wenn das Zinsniveau weiter zurückgeht. Denn befinden sich die Zinsen – wie aktuell – nahe an der Nulllinie oder bereits darunter, bestehen für Banken kaum mehr Spielräume weiter sinkende Zinsen im Aktivgeschäft durch eine Absenkung der Konditionen auf der Einlagenseite auszugleichen.

Wird die Ertragssituation durch ein anhaltendes Niedrigzinsumfeld nachhaltig beeinträchtigt, besteht ein Risiko, dass Banken systematisch höhere Risiken eingehen oder ihren Verschuldungsgrad ausweiten (Bank for International Settlements 2012: 43). Für kleinere US-Banken wurde die Bedeutung eines solchen Risikoneigungskanals nachgewiesen (Buch et al. 2011). Danach haben Banken in Reaktion auf eine geldpolitische Lockerung ihre Kreditrisiken ausgeweitet. Auch im Euroraum deutet die Entwicklung der Kreditvergabebedingungen vor Ausbruch der Finanzkrise daraufhin, dass Banken bei rückläufigen kurzfristigen Zinsen höhere Kreditrisiken eingegangen sind (Maddaloni und Peydró 2010). Außerdem dürfte für Banken ein Anreiz bestehen, die mit einer Verflachung der Zinskurve sinkenden Ertragspotenziale über Fristentransformation durch eine verstärkte Investition in Anlagen mit einer längeren Laufzeit zu kompensieren. Damit steigt das Zinsänderungsrisiko. Für den deutschen Sparkassen- und Genossenschaftssektor gibt es bereits Hinweise auf eine Ausweitung der Zinsänderungsrisiken in den vergangenen Jahren (Deutsche Bundesbank 2015: 33). So ist der Baseler Zinskoeffizient, der den barwertigen Verlust eines Zinsanstiegs in Relation zu den Eigenmitteln angibt, bei Sparkassen von 18,3 Prozent Ende 2011 bis auf 21,5 Prozent Mitte 2015 angestiegen. Er liegt damit oberhalb des bankaufsichtlich definierten Schwellenwertes zur Feststellung eines erhöhten Zinsänderungsrisikos.

Die Verschärfung des regulatorischen Rahmens nach Ausbruch der Finanzkrise schränkt das Potenzial für eine Ausweitung der Kreditrisiken bei Banken deutlich ein. Insofern sind auch die Gefahren für die Finanzstabilität, die auf diesem Wege vom Niedrigzinsumfeld ausgehen,

reduziert worden. Gleichzeitig steigt mit den regulatorischen Beschränkungen aber der Druck auf die Erträge von Banken. In der Folge kann die Widerstandsfähigkeit der Banken in Finanzkrisen leiden, wenn die Möglichkeiten der Eigenkapitalbildung durch Gewinnthesaurierung eingeschränkt sind (Deutsche Bundesbank 2015: 30). Auch besteht die Möglichkeit, dass Banken bei einer regulatorischen Begrenzung von Kreditrisiken andere, weniger stark limitierte Risiken wie zum Beispiel Zinsänderungsrisiken ausweiten, um ihre Erträge zu stabilisieren.

Lebensversicherer, die ihren Kunden fixe Zinsgarantien gegeben haben, stehen angesichts des lang anhaltenden Niedrigzinsumfelds unter starkem Druck, durch Investitionen in höherverzinsliche, aber damit auch risikoreichere Anlageformen eine höhere Rendite zu erwirtschaften. Ein Hinweis für ein verändertes Investitionsverhalten der Versicherer ergibt sich aus der Zusammensetzung der von ihnen gehaltenen Anleiheportfolien. So stieg beispielsweise bei deutschen Versicherern der Anteil der Unternehmensanleihen an den gesamten Kapitalanlagen von 3,4 Prozent Ende 2009 auf 8,2 Prozent Mitte 2015 (Deutsche Bundesbank 2015: 53). Auch scheinen Versicherer in den letzten Jahren den Anteil von Anleihen der Euro-Krisenstaaten zulasten deutscher Staatsanleihen ausgeweitet zu haben. Insofern besteht ein Risiko, dass eine lang anhaltende Niedrigzinsphase zu einer Verschlechterung der Kreditqualität in den Portfolien führt und auf diesem Wege die Stabilität der Versicherer beeinträchtigen kann. Zudem zeigen Szenarioanalysen, dass rund ein Viertel der Lebensversicherer bei einem fortgesetzten Niedrigzinsumfeld bis zum Jahr 2025 nicht mehr über ausreichend Eigenmittel gemäß Solvency I verfügen würde (Deutsche Bundesbank 2015: 50).

Abbildung 4

### Sinkendes Zinsniveau stellt Lebensversicherer vor Probleme



\* Sogenannter Garantiezins bei Lebensversicherungen.

\*\* Umlaufrendite festverzinslicher Schuldverschreibungen.

Quelle: Bundesbank, Deutsche Aktuarvereinigung.



Für Versicherer besteht unter den neuen regulatorischen Vorgaben unter Solvency II ein Anreiz, die Laufzeit ihrer Kapitalanlagen auszuweiten. Da bei Versicherern – anders als bei Banken – die Passivseite der Bilanz in der Regel eine höhere Duration aufweist als die Aktivseite, trägt dies tendenziell zu einem Risikoabbau bei. Allerdings kann ein stärker durationsorientiertes Risikomanagement der Versicherer Zinsbewegungen am Markt verstärken. Denn wenn Zinsen fallen, müssen sie weitere Wertpapiere mit einer langen Laufzeit erwerben, um die dadurch entstehende Durationslücke zu schließen. Dies wiederum kann den Abwärtsdruck auf die Renditen verstärken und somit in einen selbstverstärkenden Prozess münden (Deutsche Bundesbank 2015: 54) (Abbildung 4).

## 6 Blasenbildung an den Finanzmärkten

Eine Lockerung der Geldpolitik kann über verschiedene Transmissionskanäle zu einem Anstieg der Preise von Vermögenswerten führen. Dies ist im Falle unkonventioneller Maßnahmen wie dem Ankauf von Anleihen durch eine Notenbank in besonderem Maße evident. Die Intervention an den Märkten hat ja gerade zum Ziel, das Renditeniveau der betreffenden Finanzwerte in eine gewünschte Richtung zu beeinflussen. Die von den Marktinterventionen der Notenbank in einem Anleihesegment ausgelösten Kurs-/Renditeänderungen wirken sich über den Portfolioumschichtungskanal auch auf das Kursniveau in anderen Märkten aus. Ein besonders starker Einfluss sinkender Zinsen auf das Preisniveau lässt sich bei Immobilien und Rohstoffen nachweisen (Bordo und Lane 2013). Letztendlich ist aber meist – wie auch aktuell beim Anleiheankaufprogramm der EZB – ein allgemeiner Verfall der Renditen beziehungsweise Preisanstieg bei Vermögenswerten zu beobachten.

Ein Preisanstieg bei Vermögenswerten stellt kein eigenständiges Ziel geldpolitischer Maßnahmen dar. Letztendlich sollen die mit den Kurssteigerungen bei Anleihen verknüpften Renditerückgänge die Finanzierungskonditionen für Unternehmen und Banken verbessern und auf diesem Wege die gesamtwirtschaftliche Investitions- und Konsumtätigkeit fördern. Ankäufe von Staatsanleihen zielen dagegen auf eine Korrektur der aus EZB Sicht verzerrten Risikoprämien am Markt sowie eine weitere Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen nach Ausschöpfen der konventionellen Instrumente. Steigende Vermögenswerte können einen direkten positiven Einfluss auf die Konsumtätigkeit haben. Ein solcher Zusammenhang lässt sich im Euroraum für einen Anstieg des Geldvermögens nachweisen. Eine Veränderung der Immobilienpreise scheint dagegen keinen signifikanten Einfluss auf die Konsumtätigkeit zu haben (Sousa 2009).

Allerdings sind im Hinblick auf die gesamtwirtschaftlichen Effekte geldpolitisch verursachter Vermögenspreisanstiege auch Verteilungswirkungen zu berücksichtigen. Da Einkommen und Vermögen in der Regel positiv korreliert sind, kann eine Geldpolitik, die mit einem Anstieg der Vermögenspreise verbunden ist, eine Umverteilung zugunsten einkommensstarker Haushalte beinhalten. Eine steigende Ungleichverteilung wiederum kann die Finanzstabilität gefährden, wenn dadurch der Verschuldungsgrad von Privathaushalten zu stark ansteigt. Der Zusammenhang zwischen Ungleichheit, Verschuldung und Krise dürfte bei der Entstehung der Subprime-Krise in den USA eine wichtige Rolle gespielt haben (Kumhof und Rancière 2010). Insgesamt sind die Verteilungswirkungen geldpolitischer Maßnahmen aber schwer einzuschätzen, da es

eine Reihe von Wirkungskanälen gibt, die teilweise entgegengesetzt auf die Verteilung von Einkommen, Vermögen und Konsum wirken (vergleiche Mersch 2014).

Als für die Finanzmarktstabilität kritisch ist eine expansive Geldpolitik vor allem dann zu bewerten, wenn Preis- oder Kursanstiege in eine Vermögenspreisblase zu münden drohen, sich die Marktpreise also massiv von ihrem fundamental gerechtfertigten Niveau entfernen. Die Tatsache, dass eine geldpolitische Lockerung zu einem Vermögenspreisanstieg führen kann, ist als Erklärung für die Entstehung von Preisblasen nicht hinreichend. Geldpolitische Maßnahmen können zu einer Anpassung der Erwartungen in Bezug auf das künftige Zinsniveau oder die realwirtschaftliche Entwicklung führen und auf diese Weise das fundamental gerechtfertigte Preisniveau verändern. Erst wenn die Preise sehr viel schneller steigen als die Fundamentalwerte, ist von einer Tendenz zur Blasenbildung auszugehen.

Angesichts zahlreicher Finanzkrisen in den vergangenen Dekaden wurden eine Reihe theoretischer Ansätze entwickelt, die die Entstehung von Spekulationsblasen erklären können (Scherbina 2013). Dem Einfluss der Geldpolitik dabei wurde bisher relativ wenig Beachtung geschenkt. Weitgehend unbestritten dürfte aber sein, dass kreditfinanzierte Spekulationsblasen – wie zum Beispiel im Falle der Subprime-Kredite in den USA – ohne eine Politik des billigen Geldes in vielen Fällen nicht möglich gewesen wären. Außerdem spricht einiges dafür, dass die Geldpolitik durch ihre asymmetrische Reaktion auf Vermögenspreisblasen, was im Trend zu einer immer expansiveren Ausrichtung der Geldpolitik geführt hat, spekulatives Verhalten fördert (König und Pothier 2015). Denn Investoren konnten bisher darauf vertrauen, dass Notenbanken die Folgen einer geplatzten Vermögenspreisblase über eine Lockerung der Geldpolitik abfedern und auf diesem Wege den Schaden für Investoren begrenzen. Anhaltende oder starke Vermögenspreisanstiege führen dagegen eher selten zu einer geldpolitischen Reaktion. Dies wurde bis zum Ausbruch der Finanzkrise vor allem mit der mangelnden Identifizierbarkeit von Preisblasen begründet. Auch wurde auf die hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten verwiesen, die entstehen können, wenn die Geldpolitik mit ihrem relativ unspezifischen Instrumentarium Spekulationskrisen einzudämmen versucht.

Im Lichte neuer Methoden und Erkenntnisse ist diese Sichtweise nicht länger haltbar. Eine Analyse vergangener Krisen zeigt, dass die gesamtwirtschaftlichen Kosten einer geplatzten Blase die Kosten einer vorausschauenden Geldpolitik meist bei Weitem übersteigen (Brunnermeier und Schnabel 2015). Platzt eine Spekulationsblase, sind die negativen Folgen für die Volkswirtschaft in der Regel erheblich. Dies gilt in besonderem Maße, wenn Vermögenspreisanstiege mit einer Kreditblase einhergehen und der Bankensektor vom Platzen der Blase dementsprechend massiv betroffen ist. Auch der Verweis auf eine mangelnde Identifizierbarkeit von Vermögenspreisblasen reicht als Argument gegen eine Geldpolitik, die Auswirkungen der Niedrigzinspolitik auf die Entwicklung von Vermögenspreisen berücksichtigt, nicht aus. Zwar ist das Problem, dass der Fundamentalwert von Vermögenswerten kaum zuverlässig bestimmt und somit eine Tendenz zu spekulativer Übertreibung nicht immer nachgewiesen werden kann, kaum zu lösen. Allerdings stehen (geld-)politischen Entscheidungsträgern heute eine Vielzahl neuer methodischer Ansätze zur Identifikation krisenhafter Tendenzen an den Märkten zur Verfügung, die unter anderem im Zusammenhang mit der Schaffung einer makroprudenziellen Aufsicht entwickelt wurden (Schoenmaker und Wiert 2016). Historische Erfahrungen zeigen darüber hinaus, dass sich Vermögenspreisblasen mit einer Kombination aus geldpolitischen und makroprudenziellen Instrumenten (zum Beispiel engere Beleihungsgrenzen bei Immobilienfinanzierungen) beson-

ders effektiv verhindern lassen. Makroprudenzielle Instrumente alleine reichen dagegen häufig nicht aus.

## 7 Ausweitung der Verschuldung

Fast alle Vermögenspreisblasen sind zu einem erheblichen Teil kreditfinanziert (Brunnermeier und Schnabel 2015: 8). Allerdings ist für eine Ausweitung der Verschuldung in der Regel nicht alleine ein niedriges Zinsniveau beziehungsweise eine lockere Geldpolitik verantwortlich. Vielmehr ist eine hohe Kreditdynamik häufig auch die Folge von Finanzinnovationen oder einer Deregulierung des Finanzsektors. Gleichwohl sollte der Beitrag einer lockeren Geldpolitik zur Entstehung von Vermögenspreisblasen nicht unterschätzt werden, da niedrige Zinsen eine Ausweitung der Verschuldung häufig erst ermöglichen.

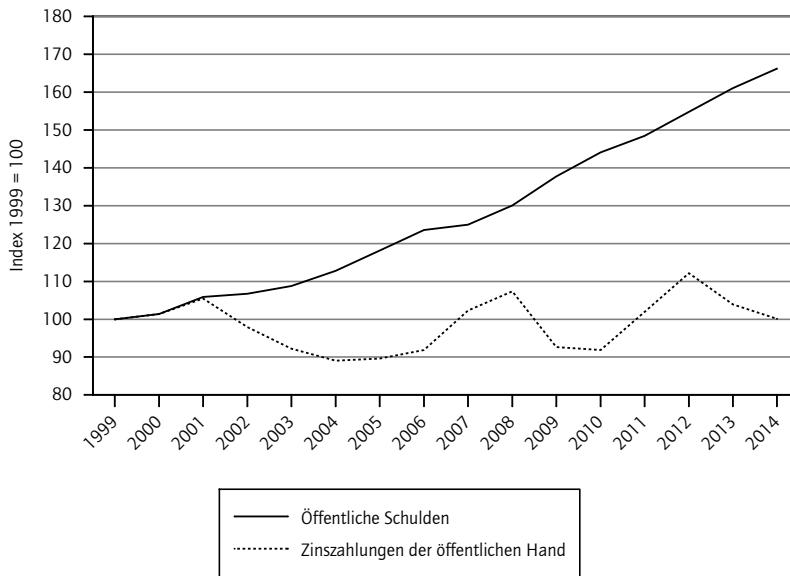
So wäre der Anstieg der öffentlichen Verschuldung im Euroraum in den vergangenen Jahren ohne die Maßnahmen der EZB in dem beobachteten Ausmaß wohl kaum möglich gewesen. Zwar ist die Verschlechterung der Verschuldungsrelationen in den meisten EWU-Mitgliedsländern in erster Linie auf die Rettungsmaßnahmen im Zuge der Finanzkrise und die schwachen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zurückzuführen. Dennoch dürfte das im Trend rückläufige Zinsniveau den Druck zur Konsolidierung des Staatshaushaltes stark verringert haben. In fast allen Euro-Staaten sind die Schulden seit 1999 stärker gestiegen als die Zinsausgaben der öffentlichen Hand, so dass die Zinsbelastung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bis auf wenige Ausnahmen trotz deutlich höherer Verschuldung kaum zugenommen hat. Ob die für Staaten niedrigen Kapitalmarktzinsen Ergebnis fallender Leitzinsen oder einer Intervention der Notenbank am Staatsanleihemarkt sind, spielt dabei keine Rolle (Abbildung 5).

Inwieweit eine lockere Geldpolitik in eine Überschuldung und damit eine Kreditblase mündet, hängt von verschiedenen weiteren Faktoren ab. Das Risiko hierfür dürfte insbesondere dann sehr groß sein, wenn Banken, Versicherer oder andere Gläubiger bereit sind, ihre Kreditstandards aufzuweichen beziehungsweise höhere Kreditrisiken einzugehen. Dass ein solches Verhalten im Zusammenhang mit einem Umfeld anhaltend niedriger Zinsen häufig zu beobachten ist, wurde an anderer Stelle bereits dargelegt. Auch wenn marktbasierende Sanktionsmechanismen nicht mehr oder nur noch eingeschränkt wirksam sind, droht eine Überschuldung. Dies ist aktuell vor allem mit Hinblick auf den Markt für Anleihen der öffentlichen Hand der Fall. Wegen der Interventionen (dem Ankauf von Anleihen) durch die EZB findet eine Sanktionierung stabilitäts-politischen Fehlverhaltens in Form steigender Zinsen nicht mehr in ausreichendem Maße statt. Daher ist es für die Eindämmung der Verschuldungsdynamik auch so wichtig, die nicht mehr wirksame Sanktion über den Markt durch andere glaubwürdige institutionelle Sanktionsmechanismen, wie den europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt, zu ersetzen.

Eine Geldpolitik, die auf Krisen mit einer immer weiteren Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen reagiert und dadurch eine Schuldenkonsolidierung verzögert oder verhindert, kann zu einer Art „Schuldenfalle“ führen. Für Notenbanken ist es in einer solchen Situation nicht mehr möglich, die Zinsen ohne massiven Schaden für die Gesamtwirtschaft zu erhöhen (Borio und Disyatat 2014). Niedrige Zinsen können in diesem Sinne einem sich selbst verstärkenden Prozess folgen. Im Ergebnis schränkt die Geldpolitik ihre eigene Handlungsfähigkeit durch eine fortgesetzte Absenkung der Zinsen und Ausweitung des unkonventionellen Inst-

Abbildung 5

### Zinslast der öffentlichen Hand in Italien trotz hoher Schuldendynamik nicht gestiegen



Quelle: Eurostat.

mentariums immer weiter ein. Die mangelnde Fähigkeit Inflation zu bekämpfen und der Verlust an Glaubwürdigkeit stellen dabei nur zwei Risiken dar, denen sich eine Notenbank beim Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik ausgesetzt sieht.

## 8 Schlussfolgerungen

Mit zunehmender Dauer der Niedrigzinsphase werden die Risiken einer solchen Geldpolitik für die Finanzstabilität immer stärker in den Vordergrund treten. Letztendlich können sich die mit einer ultraexpansiven Geldpolitik intendierten positiven Wirkungen auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft in ihr Gegenteil verkehren. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht kann es dann sehr teuer werden, den mit einer Destabilisierung des Finanzsektors oder einer Kredit- beziehungsweise Vermögenspreisblase verbundenen Schaden abzufedern. Um die Wahrscheinlichkeit derartiger Nebenwirkungen der Niedrigzinspolitik zu minimieren, sollte die EZB nicht zu lange am Krisenmodus festhalten und Spielräume zu einer Normalisierung ihrer Geldpolitik daher möglichst zeitnah nutzen. Andernfalls besteht das Risiko, dass die Niedrigzinspolitik immer mehr zu einer Einbahnstraße wird, aus der es für die Geldpolitik kein Entrinnen mehr gibt.

## Literaturverzeichnis

- Altavilla, Carlo, Giacomo Carboni und Roberto Motto (2015): Asset Purchase Programmes and Financial Markets: Lessons from the Euro area. ECB Working Paper Series, No. 1864. Frankfurt a. M.
- Asmussen, Jörg (2013): Saving the Euro. Rede auf The Economist's Bellwether Europe Summit, London, 25. April 2013. [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130425.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130425.en.html) (abgerufen am 3.2.2016).
- Bank for International Settlements (2012): The Limits of Monetary Policy. 82<sup>nd</sup> Annual Report, Chapter IV, 34–49.
- Belke, Ansgar (2013): Impact of Low Interest Rate Environment – Global Liquidity Spillovers and the Search-for-Yield. Brüssel. [www.europarl.europa.eu/studies](http://www.europarl.europa.eu/studies)
- Bernoth, Kerstin, Philipp König, Carolin Raab und Marcel Fratzscher (2015): Unbekanntes Terrain: Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank. DIW Wochenbericht Nr. 13/2015, 307–316.
- Bordo, Michael D. und John Landon Lane (2013): Does Expansionary Monetary Policy Cause Asset Price Booms; Some Historical and Empirical Evidence. NBER Working Paper, No. 19585. Cambridge, MA.
- Borio, Claudio und Piti Disyatat (2014): Low Interest Rates and Secular Stagnation: Is Debt the Missing Link? VOX CEPR's Policy Portal. [www.voxeu.org/article/low-interest-rates-secular-stagnation-and-debt](http://www.voxeu.org/article/low-interest-rates-secular-stagnation-and-debt) (abgerufen am 3.2.2016).
- Borio, Claudio, Leonardo Gambacorta und Boris Hofmann (2015): The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability. BIS Working Papers, No. 514.
- Brunnermeier, Markus K. und Isabel Schnabel (2015): Bubbles and Central Banks: Historical Perspectives.
- Buch, Claudia M., Sandra Eickmeier und Esteban Prieto (2011): In Search for Yield? New Survey-Based Evidence in Bank Risk Taking. CESifo Working Papers, No. 3375.
- Busch, Ramona und Christoph Memmel (2015): Banks' Net Interest Margin and the Level of Interest Rates. Deutsche Bundesbank, Discussion Paper No. 16/2015.
- Deutsche Bundesbank (2013): Finanzstabilitätsbericht 2013.
- Deutsche Bundesbank (2015): Risikolage im deutschen Finanzsystem. Finanzstabilitätsbericht 2015, 15–69.
- Draghi, Mario (2012): Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank, at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012. [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html) (abgerufen am 3.2.2016).
- European Central Bank (2011): The ECB's Non-Standard Measures – Impact and Phasing-Out. Monthly Bulletin, July, 55–69.
- European Central Bank (2013): The ECB's Non-standard Monetary Policy Measures. The Role of Institutional Factors and Financial Structure. ECB Working Paper Series, No. 1528. Frankfurt a. M.
- European Central Bank (2015): The Transmission of the ECB's Recent Non-standard Monetary Policy Measures. Economic Bulletin, 7/2015, 32–51.
- Filardo, A. und B. Hofmann (2014): Forward Guidance at the Zero Lower Bound. BIS Quarterly Review, March, 37–53.
- König, Philipp und David Pothier (2015): Bubbles and Monetary Policy: To Burst or Not to Burst. DIW Roundup, Nr. 55. Berlin.
- Kumhof, Michael und Romain Rancière (2010): Inequality, Leverage and Crises. IMF Working Paper, WP/10/268. Washington, D. C.

- Maddaloni, Angela und José-Luis Peydró (2010): Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates. Evidence from the Euro Area and the U. S. Lending Standards. ECB Working Paper Series, No. 1248. Frankfurt a. M.
- Mersch, Yves (2014): Monetary Policy and Economic Inequality. Speech by Yves Mersch, Member of the Executive Board of the ECB, Corporate Credit Conference, Zurich, 17 October 2014. [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141017\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141017_1.en.html) (abgerufen am 14.3.2016).
- Praet, Peter (2013): Forward Guidance and the ECB. VOX CEPR's Policy Portal. [www.voxeu.org/article/forward-guidance-and-ecb](http://www.voxeu.org/article/forward-guidance-and-ecb) (abgerufen am 03.02.2016).
- Scherbina, Anna (2013): Asset Price Bubbles: A Selective Survey. IMF Working Paper, WP/13/45. Washington, D. C.
- Schoenmaker, Dirk und Peter Wierds (2016): Macroprudential Supervision: From Theory to Policy. European Systemic Risk Board Working Paper Series, No. 2/February 2016. Frankfurt a. M.
- Sousa, Ricardo M. (2009): Wealth Effects on Consumption. Evidence from the Euro Area. ECB Working Paper Series, No. 1050. Frankfurt a. M.