

Langfristige Niedrigzinsen: Ursachen, Ziele, Effekte

Kurzstudie:

Umfang: ca. 20 Seiten

Kosten: ca. 15.000 Euro zzgl. Mehrwertsteuer

1. Einleitung

- a. Niedrigzins und Niedriginflation sind globale Phänomene und stellen eine mögliche neue Normalität dar.
- b. Zinssenkungen waren nicht nur eine Krisenreaktion: Die EZB verlangt immer noch negative Einlagenzinsen von Banken und eine Zinswende wurde bisher nicht durchgeführt. Mittlerweile schwächt sich das Wirtschaftswachstum sogar wieder ab, so dass eine Beibehaltung dieser Geldpolitik zu erwarten ist.
- c. Der realwirtschaftliche Strukturwandel führt seit den 1990er Jahren zu sinkenden langfristigen Realzinsen. Einen Anteil daran hat auch der Anstieg der Ersparnis von Unternehmen und Haushalten und die veränderte Investitionsnachfrage von Unternehmen hin zu immateriellen Vermögenswerten.
- d. Das Niedrigzinsniveau ist möglicherweise deshalb von Dauer: selbst wenn es der EZB in Zukunft gelänge, eine Zinswende durchzuführen, werden die Zinsen nur sehr langsam und nur sehr wenig steigen.

2. Warum die EZB negative Einlagenzinsen verlangt

- a. Geldpolitisches Ziel: Wahrung der Preisstabilität, definiert als eine mittelfristige Inflationserwartung von unter, aber nahe zwei Prozent. Aktuell: Niedriginflation, niedrige Inflationserwartungen und nachlassendes Wirtschaftswachstum. Aus dieser Sicht erklärt sich die Notwendigkeit zu einer expansiven Ausrichtung.
- b. Traditionelle und neue geldpolitische Instrumente: Leitzinsen, Wertpapierankaufprogramme und gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs).
- c. Warum ist die EZB im letzten Aufschwung nicht aus der Niedrigzinspolitik ausgestiegen? Die Arbeitslosigkeit sank in den Krisenländern, die Unternehmen nutzten den Aufschwung zur Schuldenreduktion und den europäischen Banken erleichterte der Aufschwung den Aufbau von Eigenkapital und den Abbau von Non-Performing-Loans. Die EZB hat die gesamtwirtschaftliche Erholung unterstützt, da sie sich daraus eine Erholung der Inflation in Richtung Inflationsziel erhofft hat. Anders als erwartet, blieb die Inflation aber unter dem Zielwert der EZB und die Inflationserwartungen von befragten Finanzmarktteilnehmern (Survey of Professional Forecasters) zeigten an, dass sie nicht daran glauben, dass die EZB ihr Inflationsziel erreichen werde.

3. Geldpolitische Übertragungswege

Die Übertragung der Geldpolitik auf die Realwirtschaft verläuft auch in Zeiten von unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen über das Bankensystem und die Kapitalmärkte. Deshalb muss die Funktionsweise der Übertragung der Geldpolitik an dieser Stelle analysiert werden:

- a. Übertragung der Geldpolitik über den Zinskanal und das Erreichen der Nullzinsgrenze
 - i. Traditionell ist dies neben dem Bankkreditkanal der bedeutendste Übertragungsweg. Durch Erreichen der Nullzinsgrenze hat der Zinskanal an Wirksamkeit verloren.
- b. Übertragung der Geldpolitik über den Bankkreditkanal
 - i. Der Bankkreditkanal wirkt seit der Banken- und Staatsschuldenkrise nur eingeschränkt. Der Eigenkapitalaufbau und das De-Leveraging der Banken im Euroraum und die gleichzeitige geringe Kreditnachfrage der Unternehmen schränken die Wirksamkeit dieses Übertragungsweges zur Zeit ein.
 - ii. Die Kosten für Banken durch negative Einlagenzinsen
 - iii. Liquiditätszuführung zum Negativzins durch TLTROs
- c. Übertragung der Geldpolitik über den Vermögenspreiskanal
 - i. Höherbewertung von Vermögenswerten kann zu Bilanzgewinnen führen. Dies verbesserte die finanzielle Situation von Unternehmen.
 - ii. Allerdings hatte der Schuldenabbau für viele europäische Unternehmen Vorrang vor Investitionen.
- d. Übertragung der Geldpolitik über den Wechselkurskanal
 - i. Abwertung der heimischen Währung verbessert den Export. Während in der Vergangenheit der Zinskanal und der Bankkreditkanal die bedeutenderen Übertragungswege waren, ist es zur Zeit der Wechselkurskanal.

4. Die Folgen insbesondere langfristiger Niedrigzinsen für die Wirtschaft

- a. Vom Niedrigzins mit Ausstiegsszenario zum langfristigen Niedrigzins: Einordnung
 - i. Zinsen sind nicht nur durch die Geldpolitik bestimmt, sondern auch durch Kapitalangebot und Kapitalnachfrage. Bei einem hohen Kapitalangebot und einer niedrigen Kapitalnachfrage hat eine Zentralbank kaum Spielraum für Zinserhöhungen.
- b. Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Haushalte
 - i. Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Haushalte sind aktuell sehr gut. Neben den Finanzierungskosten sind aber noch andere Faktoren für die Investitionsentscheidungen relevant.

- c. Altersvorsorge in Zeiten niedriger Zinsen
 - i. Niedrige Zinsen erschweren den Kapitalaufbau. Bei festen Sparzielen muss dann mehr Geld zurückgelegt werden. Eine stärkere Diversifikation z.B. mit Aktien kann sinnvoll sein.
- d. Zinseinnahmen und Zinsausgaben der Banken
 - i. Mit sinkendem Zinsniveau sinkt die Spanne aus Kreditzins und Guthabenzins, da Banken es vermeiden, von ihren Kunden Negativzinsen zu verlangen.
- e. Berechnung des Höchstrechnungszinses für Lebensversicherungen
 - i. Der Berechnung des Höchstrechnungszinses liegt die Rendite europäischer AAA-gerateter Staatsanleihen mit zehnjähriger bzw. 20-jähriger Laufzeit zugrunde, von denen die Durchschnittsrendite der vergangenen zehn Jahre bzw. fünf Jahre berechnet wird. Vor dem Hintergrund, dass die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen seit Mai 2019 im negativen Bereich rentiert, könnte es auch zu Anpassungen beim Höchstrechnungszins kommen.
 - ii. Risiko „Zombieunternehmen“
 - iii. Bleiben Finanzierungsbedingungen zu lange zu günstig, dass könnte dies dazu führen, dass eine Marktberreinigung unterbleibt und unproduktive Unternehmen am Markt bleiben. Dem wirkt aber entgegen, dass die gemeinsame europäische Bankenaufsicht Druck auf die Banken zum Abbau ihrer notleidenden Kredite ausübt und die notleidenden Kredite in den letzten Jahren auch weniger wurden.

5. Möglicher Umgang mit den Niedrigzinsen

- a. Höherer Aktienanteil in der Altersvorsorge (je nach Risikoneigung)
 - i. Bei den privaten Haushalten ist der Aktienanteil gefallen. Auf Aktien basierende Altersvorsorgeprodukte können aber eine sinnvolle Anlage für Sparer sein, vor allem bei einem längeren Anlagehorizont.
- b. Immobilien als Altersvorsorge (aber höhere Anschaffungspreise)
 - i. Zwar sind die Anschaffungspreise für Immobilien in den letzten Jahren gestiegen, aber die Finanzierungskosten sind sehr günstig. Selbst genutzte Immobilien können deshalb einen wichtigen Baustein in der Altersvorsorge darstellen.
- c. Unternehmen: Innovationsfinanzierung
- d. Versicherungen und Pensionsfonds: In Zeiten von niedrigen und sogar negativen Renditen am Kapitalmarkt stellt sich die Frage, ob eine regulatorische Erleichterung für alternativen Asset-Klassen, z.B. Infrastruktur oder Private Equity, vorteilhaft wäre.

Anmerkung 1:

Das IW sieht als Ursache der Niedrigzinsen nicht nur die Geldpolitik, sondern auch den realwirtschaftlichen Strukturwandel. So waren die nominalen Zinsen in den 1970er Jahren vor allem wegen der hohen Inflation hoch und sanken durch die zunehmend restriktiver werdende Geldpolitik der 1980er Jahre. Seit den 1990er Jahren sinken hingegen die Realzinsen bei nahezu stabiler Inflation, was auf eine Zunahme der Ersparnis von Unternehmen und Haushalten im Vergleich zu den Investitionen zurückzuführen ist. Dieser Trend wird anhalten und es den Zentralbanken erschweren, ihre Zinsen anzuheben, ohne das Wirtschaftswachstum zu bremsen. Die realwirtschaftlichen Effekte auf das Realzinsniveau müssen aber bei der Bewertung der Geldpolitik berücksichtigt werden. Da die Geldpolitik auch auf die realwirtschaftlichen Faktoren reagieren muss, kann die Geldpolitik in der Studie auch nicht als alleinige Ursache der Niedrigzinsphase dargestellt werden.

Frage: Wie EZB-kritisch soll die Studie aus Sicht des Auftraggebers werden?

Anmerkung 2:

Wenn die langfristigen Kapitalmarktzinsen auch in langer Zukunft niedrig bleiben werden, dann führt dies zu einem Strukturwandel bei etlichen Geschäftsmodellen: Banken müssten dann auch Negativzinsen auf Kundeneinlagen verlangen oder sich stärker auf Provisionseinkommen fokussieren. In der Lebensversicherung könnte der Höchstrechnungszins möglicherweise nicht mehr über die gesamte Vertragslaufzeit angeboten werden oder Versicherer müssten in alternative Asset-Klassen investieren.

Frage: Inwieweit sollte diese Diskussion aus Sicht des Auftraggebers Teil der Studie sein?