



WIRTSCHAFTSBEIRAT  
BAYERN

Odeonsplatz 14, 80539 München,

Tel: 089/ 24 22 86 0, Fax: 089/ 29 15 18, E-Mail: [info@wbu.de](mailto:info@wbu.de)

Präsident: Dr. Otto Wiesheu, Generalsekretär: Dr. Jürgen Hofmann

---

## **Positionspapier**

**„Wirkungen und Nebenwirkungen der Niedrigzinspolitik“**

**Prof. Dr. Franz-Christoph Zeitler  
Silke Wolf  
Dr. Gerhard Tropp**

München, im Oktober 2013

## Wirkungen und Nebenwirkungen der Niedrigzinspolitik

Seit der durch die Finanzkrise ausgelösten Rezession im Jahre 2009 haben die großen Notenbanken der westlichen Welt die Leitzinsen – also den Zinssatz, zu dem sich der Bankensektor gegen Sicherheiten bei der Notenbank refinanzieren kann – in die Nähe von Null gesenkt. Dies gilt auch für die EZB, denn wegen des Überangebots an Liquidität ist für den Geldmarkt der Einlagenzinssatz von derzeit 0 Prozent die faktische Orientierungsmarke.

Da in der massiven Rezession des Jahres 2009 und auf dem Höhepunkt der Finanz- und Staatsschuldenkrise in Europa (2010) die Gefahr der Deflation größer als die der Inflation war, ist dieses Vorgehen zunächst sinnvoll und notwendig gewesen. Mit zunehmendem Zeitablauf verschiebt sich jedoch die Relation von Nutzen und Kosten der Nullzinspolitik zunehmend in Richtung der Kosten<sup>1</sup>. Die von den geldpolitischen Impulsen erhofften positiven Wirkungen (Vertrauenseffekte zur Stabilisierung der Konjunkturerwartungen und der Finanzmärkte; Erleichterung der Aufnahme von Investitions- und Konsumentenkrediten zum Auffüllen der Nachfrage- und Produktionslücke) stumpfen zunehmend ab. Die Nebenwirkungen eines – bei niedrigen Inflationsraten – negativen Realzinses nehmen zu, je länger sich die Finanzmärkte an die Liquiditätsspritzen der Geldpolitik gewöhnen. Umso schwieriger und risikoreicher wird der Ausstieg (exit) aus der Niedrig- und Nullzinspolitik. Schon die zarte Andeutung der US-Fed, die über die Niedrigzinspolitik hinausgehenden monatlichen Anleihekäufe möglicherweise zu reduzieren, hat zu einer massiven Umkehr der Kapitalströme in die Schwellenländer (Indien, Brasilien, Indonesien) geführt: „Die Rückkehr zur Normalität wird selbst zum Risiko“<sup>2</sup>.

Umso wichtiger ist eine nüchterne Abwägung der Wirkungen und Kollateraleffekte der Niedrigzinspolitik.

### 1. Geldpolitischer Rahmen

Der geldpolitische Rahmen signalisiert derzeit keine akuten Preisgefahren, so dass ein Leitzins unterhalb des Gleichgewichtsniveaus angemessen ist. Dies gilt mit der Einschränkung, dass die in den Krisenjahren in die Finanzmärkte gespülte Liquidität bei einem weltweiten Anspringen der Konjunktur sehr schnell nachfrage- und preiswirksam wird und ein einmal in Gang gekommener Inflationsprozess nur mit wesentlich höheren Kosten einzufangen ist, als bei einer von vornherein auf Erwartungsstabilisierung angelegten Geldpolitik. Kritisch zu sehen ist auch die Diskussion weiterer Zinssenkungen, insbesondere die Einführung eines negativen Einlagezinses bei der EZB.

---

<sup>1</sup> so auch die Stellungnahme der oft als „Zentralbank der Zentralbanken“ oder „Gewissen der Zentralbanken“ beschriebenen BIZ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) im Jahresbericht 2012 (6/2013)

<sup>2</sup> Andreas Uhlig in der NZZ vom 18.8.2013

Die Geldpolitik hat auch darauf zu achten, dass die „billigend in Kauf genommen“ positiven Effekte der Niedrigzinspolitik für die Finanzierung der staatlichen Haushalte von den Regierungen nicht zunehmend für selbstverständlich genommen und in der Finanzplanung für die Zukunft fortgeschrieben werden. Dies könnte später politischen Druck auf die Notenbanken und Gefahren für Ihre Unabhängigkeit mit negativen Folgen für die Preisstabilität auslösen.

## 2. Problematische Nebenwirkungen

... einer lange anhaltenden und in die Zukunft fortgeschriebenen („forward guidance“) Niedrigzinspolitik:

- Die konkurrenzlos günstige Liquidität führt zu Fehlallokationen in der realen Wirtschaft: Unter normalen Umständen unrentable Projekte werden finanziert, risikoreiche Investments nur wegen der etwas höheren Renditen durchgeführt. Bei „rauherer Konjunkturlage“ brechen solche Projekte schnell zusammen und können einen Abwärtstrend verstärken.
- Wegen der Suche nach renditeträchtigen Anlagen kommt es zu Blasenbildungen auf den Finanzmärkten (fundamental nicht gerechtfertigte Preis- und Wertsteigerungen), etwa bei Immobilien, bestimmten Anleihen (darunter Staatsanleihen), Aktien, Rohstoffklassen. Das Ausmaß und „Bedrohungspotential“ solcher Blasen ist ex ante schwer einzuschätzen; das „Platzen“ überzogener Kurs- und Preisvorstellungen führt aber in der Regel zu langanhaltenden, weit über die Dauer konjunktureller Rückschläge hinausgehenden wirtschaftlichen Schwächephasen (Anpassungsphasen). Die durch die vorhergehende Blase bei strukturierten Wertpapieren ausgelöste Finanzkrise der Jahre 2007 ff. unterstreicht dies anschaulich.
- Die politisch und sozial schädlichste Nebenwirkung geht von der „finanziellen Repression“ aus, also den auch bei niedrigen Preisen eintretenden Vermögensverlusten:  
Für den Sparer bedeutet „Preisstabilität“ nicht nur eine niedrige Inflationsrate, sondern den Erhalt der Vermögenssubstanz; bei länger anhaltendem negativen Realzins wird die Vermögenssubstanz jedoch ausgehöhlt.
- Gerade die in Deutschland verankerte und wichtige „Kultur der langfristigen Vorsorge“, die Bereitschaft zum Sparen wird unterminiert; Gegenwartskonsum wird gegenüber dem Sparen bevorzugt, die für die Altersvorsorge wichtige „private Säule des Generationenvertrags“ (Lebensversicherungen, Pensionsfonds) wird unattraktiv. Die „klassische Form“ der betrieblichen Altersversorgung über Pensionszusagen wird für die Unternehmen immer schwieriger, da das Volumen der Pensionsrückstellungen durch die niedrigen Abzinsungssätze massiv anschwillt. Reales Vermögen wird von Gläubigern auf Schuldner umverteilt.

- Überdies ist höchst zweifelhaft, ob die mit der Niedrigzinspolitik bezweckte Entschuldung der öffentlichen Haushalte gelingt, da ein dauerhaft erwartetes Niedrigzinsniveau („forward guidance“) den Druck zur sparsamen Haushaltsführung senkt und scheinbar (fiktiv) Spielräume in den Haushalten für neue ausgabenwirksame Gesetze schafft. Schließlich bremst eine geringere Spartätigkeit Investitionen und Kapitalakkumulation, was langfristig das Wachstumspotential reduziert.
- Risiken weltwirtschaftlicher Ungleichgewichte  
Lange Zeit haben die sogenannten BRIC Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China) und vor allem asiatische Schwellenländer (emerging markets) nach der Finanzkrise die Konjunktur der Industriestaaten durch Abnahme ihrer Exporte stabilisiert. Eine zu lange anhaltende Niedrigzinspolitik baut demgegenüber globale Ungleichgewichte auf, die die Schwellenstaaten erheblich in Mitleidenschaft ziehen können: Die Kapitalströme werden zunächst wegen der dort erzielbaren höheren Renditen in die Schwellenländer gelenkt, bei einer erwarteten monetären Straffung oder externen Schocks kehren sich die Kapitalströme aber oft – und ohne Differenzierung nach der fundamentalen Situation der einzelnen Länder – panikartig wieder um. Über den Einfluss plötzlich sinkender Wechselkurse auf das Zinsniveau und die abnehmende Investitionsbereitschaft wird das Wachstum in den Schwellenländern erheblich beeinträchtigt.

### **3. Konsequenzen speziell für die Kredit- und Versicherungswirtschaft**

- a) Während kurzfristige Zinssenkungen (nach einer Phase höherer Zinsen) in Folge ihrer Impulse für die Kreditnachfrage und zur Margenverbesserung in der Regel positiv für die Ertragssituation der Kreditwirtschaft sind und ihre Fähigkeit zu Kreditvergabe stärken, überwiegen bei extrem langen Niedrigzinsphasen – wie derzeit seit 2009 – die negativen Effekte:
  - Einerseits werden – vor allem in den Peripheriestaaten Europas – Banken mit gescheitertem Geschäftsmodell (sogenannte Zombie-Banken) durch fast kostenlose Refinanzierung, großzügige Definition der Sicherheiten und der Möglichkeit der Anlage ihrer Mittel in Staatsanleihen der Heimatländer am Leben gehalten, ohne dass diese jedoch die Kraft gewinnen, einen Wirtschaftsaufschwung durch nachhaltige Kreditvergabe zu unterstützen.
  - Auf der anderen Seite kommen die Ertragschancen intakter Institute mit umfangreichen Kreditportfolien durch immer niedrigere Margen und geringere Attraktivität ihrer Bankeinlagen für die Sparer und Anleger unter Druck; gleichzeitig schwächt die Kreditnachfrage der realen Wirtschaft (außerhalb des Immobiliensektors), da in Folge der von der Geldpolitik geweckten Erwartungen („forward guidance“) eines langanhaltenden niedrigen, u.U. sogar noch niedrigeren Zinsniveaus kein Grund besteht, Investitionen schnell in Angriff zu nehmen (Attentismus).

- Die Finanzkrise hat gezeigt, wie wichtig für die Kreditinstitute eine stabile Re-finanzierung über Einlagen ist. Bei einer längeren Periode negativer Realzin-sen mit sinkender Sparquote droht aber entweder ein Rückgang der Einlagen insgesamt oder ein Ausweichen der Kreditinstitute in eine risikoreichere An-lagepolitik. Beides kann nicht im Sinne der Finanzstabilität sein.
  - Die Kreditinstitute leiden unter steigendem Kostendruck, da die Ertrags-chancen durch die geringeren Margen sinken, die Kosten (Personalkosten) aber nicht im Gleichklang fallen können. Damit wird auch die Möglichkeit, regulatorisch notwendiges Eigenkapital sowie wirtschaftlich notwendiges Pufferkapital zu schaffen, verringert bzw. verhindert.
  - Die konkurrenzlos günstige Liquidität führt nicht nur zu Fehlallokationen in der realen Wirtschaft, sondern auch bei den Banken: Unter „normalen“ Um-ständen unrentable Projekte werden finanziert, risikoreiche Investments werden nur wegen etwas höherer Renditen durchgeführt. Das zur Unterle-gung dieser Geschäfte notwendige Eigenkapital wird fehlgeleitet.
- b) Während für die große Zahl der europäischen Kreditinstitute immerhin die Chance besteht, dass sie schrittweise „aus der Krise heraus wachsen“, führt die langanhaltende Niedrig- und Nullzinspolitik bei der Versicherungswirtschaft, die bisher von der Finanzkrise kaum betroffen war, zu der Gefahr, dass sie „in die Krise hineinwächst“ und wesentliche Teile ihres Geschäftsmodells und ihres Beitrags zur Finanzstabilität (insbesondere die traditionelle Lebensversiche-rung) nicht mehr tragfähig sein könnten.

Zunächst kann eine durch die Zinsunterschiede bedingte Änderung der Anla-genpolitik der Versicherungen hin zu Investments in den Schwellenländern mit hohem Rückschlagspotenzial nicht im Interesse der Finanzstabilität liegen. Vor allem aber werden die durch die Niedrigzinspolitik ausgelösten und teilweise regulatorisch (Solvency II) verschärften Probleme langfristiger Kapitalanlagen dazu führen, dass immer weniger langfristige Garantien gegenüber den Versi-cherten möglich sind und die Risiken immer weniger von den Versicherungs-unternehmen „abgepuffert“ werden können, sondern dem Versicherten selbst angelastet werden (statt fester Leistungszusage für die Zukunft – defined be-nefit – nur noch kapitalmarktabhängige, „flexible“ Zusagen bei festen Beiträgen – defined contribution). Nach den demografiebedingten Problemen der umla-gegestützten Rentenversicherung wird somit auch die private, zweite Säule der Altersversorgung in Mitleidenschaft gezogen.

Die Situation wird durch die aktuelle Gesetzeslage in Deutschland verschärft, nach der auch stille Reserven (z.B. aus älteren, höher verzinslichen Wertpapie-ren) zu Lasten des Versichertenstammes bei Vertragsbeendigung an einzelne Kunden ausgeschüttet werden müssen. Dabei müssen die stillen Reserven auf-gedeckt, d.h. durch Verkauf von Wertpapieren realisiert werden, was die Sub-stanz der Lebensversicherungen in einer schwierigen Phase zusätzlich schwächt.

#### 4. Der lehrreiche Blick nach Japan

Viele Beobachter fragen sich, warum das früher so dynamische Japan nach dem Platzen der Immobilienblase Anfang der 90er Jahre des letzten Jahrhunderts noch nicht wieder Anschluss an frühere Wachstumsperioden gefunden hat. Ein wesentlicher Teil der Antwort liegt darin, dass eine über viele Jahre verfolgte rein quantitative Politik immer höherer öffentlicher Verschuldung (über 200 % des BIP), einer Niedrigzinspolitik der Notenbanken (die die Verschuldung erst finanzierbar gemacht hat) und eines (von der Politik erwarteten) Erwerbs der Staatsanleihen durch Pensionsfonds, Kreditwirtschaft und Versicherungen zwar einen Absturz nach unten verhindert haben, aber zugleich das Wachstumspotential des Landes für die Zukunft geschwächt haben (anämisches Wachstum). In der Erwartung, hohe Staatsverschuldung und niedrige Notenbankzinsen „würden es schon richten“, sank der Druck auf die Regierung zu notwendigen qualitativen Maßnahmen, also Strukturreformen wie Senkung der Staatsausgaben, Abbau der Problemkredite (bad loans) im Bankensektor, Marktöffnung und Liberalisierung, konsequente Wettbewerbspolitik zu Gunsten der Marktchancen innovativer mittelständischer Unternehmen bei gleichzeitiger Kontrolle der Marktmacht weit verflochtener Konzerne.

#### 5. Handlungsoptionen

- Die Regierungen – vor allem, aber nicht nur die Regierungen der europäischen Peripheriestaaten – müssen durch eine konsequente Politik der Haushaltskonsolidierung durch Ausgabenbegrenzung und die Wettbewerbsfähigkeit steigenden Strukturreformen die EZB von dem Druck entlasten, als „einzige voll handlungsfähige europäische Institution“ mit Mitteln der Geldpolitik einzuspringen. Die EZB ist „lender of last resort“ (Kreditgeber letzter Instanz), aber nicht „Wirtschaftsakteur der ersten Instanz“, die Staat und Tarifpartner aus ihrer Verantwortung entlässt.
- In der Kommunikation der Notenbanken sollten die zeitlichen Grenzen des extrem niedrigen Zinsniveaus stärker betont werden, um Fehlanreize für die Finanzmärkte und Regierungen zu vermeiden.
- Unternehmer, Investoren und Staaten sollten ihre Haushalts-/Anlageentscheidungen und Ertragskalkulationen nicht auf einer dauerhaften Fortsetzung des extrem niedrigen Zinsniveaus aufbauen, um Fehlinvestitionen zu vermeiden. Regierungen sollten vielmehr langfristig rechnen und einen angemessenen Mindestzins kalkulieren. Derzeitig auftretende „Windfall-Profits“ sollten zur Schuldenrückführung verwandt werden.
- Die bisherige regulatorische Privilegierung von Staatsanleihen sollte mit einer ausreichend langen Übergangsfrist beendet und eine nach dem Risiko differenzierte Kapitalunterlegung eingeführt werden. Solange die Kosten des Erwerbs

von Staatsanleihen für die Kreditwirtschaft und Versicherungen durch Befreiung von Kapitalunterlegung und Großkreditgrenzen (und möglicherweise: Befreiung von der geplanten Finanztransaktionssteuer) viel geringer sind, als die Kosten einer Kreditvergabe an Industrie und Mittelstand, wird es schwer sein, die Voraussetzungen für dauerhaftes stabiles Wachstum zu schaffen. Die vorgeschlagene Differenzierung der Eigenkapitalunterlegung nach dem Risiko verstärkt den Anreiz zu einer soliden Finanzpolitik, da bei Staaten mit niedriger Verschuldung keine oder nur eine geringe Eigenkapitalunterlegung ihrer Anleihen erfolgt. Gleichzeitig vermindert die schrittweise Einbeziehung von Staatsanleihen in den regulatorischen Rahmen die Wettbewerbsverzerrung zu Lasten von Unternehmen, Banken und Versicherungen und erhöht deren Chancen am Kapitalmarkt.

- Um die Renditechancen im Inland zu verbessern, sollten möglichst schnell belastbare rechtliche Rahmenbedingungen für die Entwicklung und Finanzierung langfristiger sachwertorientierter Infrastrukturprojekte (insbesondere im Energie- und Verkehrsbereich) geschaffen werden. Diese Rahmenbedingungen sollten es ermöglichen, dass die nach Solvency II erforderliche Eigenkapitalunterlegung der Finanzierung solcher Vorhaben nicht entgegensteht.