



Markus Demary / Michael Hüther

IW Zinsausblick März 2016

Geldpolitik zwischen Deflation und finanzieller Repression

Die aktuellen Inflationszahlen für den Euroraum deuten an, dass der Einsatz von Quantitative Easing (QE) der Europäischen Zentralbank (EZB) die Deflationsgefahren bisher nicht gebannt hat. Eine Ausweitung der Maßnahmen in Form von Negativzinsen und Bargeldeinschränkung wird jedoch irreparablen Schaden verursachen. Im Gegensatz zu QE stellen sie eine finanzielle Repression dar.

Im Februar 2016 sanken die Verbraucherpreise im Euroraum gegenüber ihrem Vorjahresmonat um 0,2 Prozent, nachdem sie im Januar um nur 0,3 Prozent gestiegen waren. Dies weckt die Erwartung nach weiteren expansiven geldpolitischen Maßnahmen. Diskutiert werden ein stärkerer Einsatz von Negativzinsen und eine Einschränkung der Bargeldnutzung sowie der Einsatz von sogenanntem Helikoptergeld. Vor der Nutzung dieser gravierenden Maßnahmen ist aber eine Analyse ihrer Zweckdienlichkeit und ihrer Nebenwirkungen erforderlich. An beidem bestehen Zweifel.

Für den Euroraum ist es fraglich, ob die aktuelle Situation mit der im März 2015 oder der im September 2015 vergleichbar ist. Während die Preise im Sep-

tember 2015 für lediglich einen Monat sanken, fielen sie im März 2015 für vier Monate in Folge. Die Situation im März erforderte den Einsatz des QE, während die negative Inflationsrate im September lediglich Hintergrundrauschen war. Aus diesem Grund ist es noch verfrüht, die Wirksamkeit von QE anzuzweifeln und weitere geldpolitische Maßnahmen zu fordern.

Es ist zu erwarten, dass die EZB im März aufgrund schlechter Inflationszahlen sowie aufgrund der globalen Konjunkturrisiken ihre Geldpolitik weiter lockern wird. Möglicherweise wird sie den Zins für Banken auf -0,4 Prozent senken. Für die USA ist erst einmal ein Abwarten der Federal Reserve plausibel. Vermutlich wird sie im Juni 2016 den nächsten Zinsschritt durchführen können. In den USA ist der Arbeitsmarkt zwar weiterhin nahe der Vollbeschäftigung, jedoch könnte das Sinken der Ölpreise auch in den USA der Inflation die Fahrt nehmen. Mit nur 1,3 Prozent im Januar 2016 ist die Inflationsrate zwar unter ihrem Zielwert von 2 Prozent. Doch es droht kein Deflationsszenario.

Ökonomen wie Miles Kimball oder Andrew Haldane fordern den Einsatz von **Negativzinsen** zur Belebung

IW-Zinsausblick für Euroraum und USA

Zentralbankzinsen, in Prozent

	Dezember 2014	Dezember 2015	Prognose für März 2016	Prognose für Juni 2016
EZB Hauptrefinanzierungssatz	0,05	0,05	0,05	0,05
EZB Einlagensatz	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4
Federal Funds Rate Obergrenze	0,25	0,5	0,5	0,75
Federal Funds Rate Untergrenze	0	0,25	0,25	0,5

Quellen: Europäische Zentralbank, Federal Reserve Bank of St. Louis, Institut der deutschen Wirtschaft Köln



der Konjunktur (Agrawal/Kimball, 2015). Nach ihrer Logik sind negative Zentralbankzinsen vergleichbar mit konventionellen Zinssenkungen. Dies ist aber nicht der Fall, da der Negativzins dem Wesen des Kredites widerspricht. Denn ein Kredit wird in dem Glauben gewährt, dass die Kreditsumme in der Zukunft zu 100 Prozent zurückgezahlt wird. Ein Negativzins wird aber von Seiten der Gläubiger als ein partieller Kreditausfall wahrgenommen. Es ist zu vermuten, dass die Zinselastizitäten der Investitionsnachfrage und der Ersparnis im negativen Bereich nicht mit denen in einem „normalen“ Zinsumfeld entsprechen. Die negativen Zinsen auf Zentralbankguthaben durchlaufen damit nicht den gewohnten Transmissionsmechanismus. Prognosen mit historischen Daten über die Effektivität von Negativzinsen führen zu Fehlschlüssen.

Die Effektivität von Negativzinsen zur Belebung der Konjunktur ist damit anzuzweifeln. Die Möglichkeit von Negativzinsen auf Zentralbankguthaben ergibt sich ausschließlich daraus, dass Zentralbanken monopolistische Anbieter der monetären Basis sind und die monetäre Basis zwar eine Verbindlichkeit der Zentralbank, aber keinen Anspruch auf Rückzahlung

darstellt. Bei den Kundeneinlagen der Banken besteht aber ein Anspruch auf Rückzahlung. Zudem stehen die Banken in einem Wettbewerb um diese Kundeneinlagen, so dass sie einen Negativzins nur als Ultima Ratio an ihre Kunden weitergeben würden. Der negative Zentralbankzins wird wohl nur die Zinsergebnisse der Banken schmälern, was in Zeiten von knappem Eigenkapital zu einer Reduzierung ihrer Risikoaktiva führen wird.

Aber selbst für den Fall, dass Banken einen Negativzins auf Guthaben erheben könnten und würden, so ist ein positiver Effekt auf die Ausgaben von Unternehmen und Haushalten nicht notwendigerweise gegeben:

- Zur Umgehung von Negativzinsen werden die Unternehmen ihre Ausgaben nicht erhöhen, denn diese hängen von entscheidenderen Faktoren, wie den gesamtwirtschaftlichen Wachstumsaussichten, ab.
- Der Negativzins auf Zentralbankguthaben führt dazu, dass der risikofreie Zins sinkt. Banken würden dann Investitionsprojekte finanzieren, die sie

bei einem höheren risikofreien Zins nicht finanziert hätten. Es ist aber aufgrund der mehrfach nach unten korrigierten Wachstumserwartungen fraglich, ob die Unternehmen mehr Kredite nachfragen.

- Haushalte werden ihre Konsumausgaben nicht erhöhen und auch ihre Ersparnis nicht senken, da die Notwendigkeit der Altersvorsorge aus einer Langlebigkeit und einem vergleichsweise niedrigen Renteneintrittsalter entsteht. Negativzinsen verteuern lediglich die Altersvorsorge. Eine Studie hat ermittelt, dass im Länderdurchschnitt 17 Prozent der Haushalte ihre Ersparnis bei Negativzinsen erhöhen werden. Für die USA beträgt dieser Anteil 26 Prozent, für Österreich 25 Prozent und für Deutschland 11 Prozent (Cliffe, 2016).
- Für eine Umgehung des Negativzinses bietet sich nicht nur die Hortung von Bargeld an, sondern auch Investitionen in Rohstoffe und Digitalwährungen, wie Bitcoin. Eine zunehmende Flucht von Finanzinvestoren in Rohstoffe ist problematisch. Eine Verknappung des Angebots ist zu befürchten. Eine Flucht in Digitalwährungen würde die Akzeptanz der gesetzlichen Zahlungsmittel unterlaufen, da Digitalwährungen nicht nur zur Wertaufbewahrung, sondern auch als Zahlungsmittel verwendet werden können.
- Negativzinsen mögen zwar in Schuldnerländern positiv auf die Konjunktur wirken, nicht aber in Gläubigerländern (Gros, 2016). Überschuldung sollte aber mit den Instrumenten des Insolvenzrechts gelöst werden und nicht über finanzielle Repression.
- Die Investitionen sind nicht wegen zu hoher Zinsen niedrig, sondern wegen fehlender Wachstumserwartungen sowie aufgrund einer hohen politischen Verunsicherung, was an Indikatoren, wie dem Policy Uncertainty Index zu erkennen ist.

Negativzinsen und die damit einhergehende Forderung zur **Abschaffung des Bargelds** verunsichern

die Wirtschaftsteilnehmer in einer Zeit, in der Vertrauen in die Währung wichtig ist. Die Abschaffung und sogar nur die Einschränkung des Bargeldes werden zu einem großen Vertrauensverlust in Politik und Währung führen.

Zunehmend wird auch der Einsatz von sogenanntem **Helikoptergeld** diskutiert. Dabei sollen entweder öffentliche Investitionen oder aber Steuersenkungen durch die Zentralbank finanziert werden. Grundsätzlich ist das Helikoptergeld monetäre Staatsfinanzierung und zumindest der EZB verboten. Zwar ist jede historische Hyperinflation das Resultat einer Finanzierung von Staatsausgaben über die Notenpresse. Doch ist es das Erzeugen von Hyperinflation nicht mit einer Vermeidung von Deflation vergleichbar. Denn anders als QE fördert Helikoptergeld Begehrlichkeiten von Regierungen und schränkt die Unabhängigkeit einer Zentralbank in der Inflationsbekämpfung ein.

Die aktuellen Deflationsrisiken sind zum einen auf den niedrigen Ölpreis und zum anderen auf einer fehlenden Investitionsnachfrage zurückzuführen, die das Resultat der noch immer andauernden Bilanzrezession ist. So fehlt es der Wirtschaft aktuell nicht an geldpolitischem Stimulus, sondern an positiven Wachstumsaussichten. Letztere kann die Geldpolitik aber nicht liefern.

Literatur

Agrawal, Ruchir / Kimball, Miles, 2015, Breaking Through the Zero Lower Bound, IMF Working Paper, WP/15/224, Washington

Cliffe, Mark, 2016, Negative Rates, Negative Reactions, ING Economic and Financial Analysis, <https://markcliffe.files.wordpress.com/2016/02/here.pdf> [1.3.2016]

Gros, Daniel, 2016, The Negative Rates Club, CEPS Commentaries, <https://www.ceps.eu/system/files/NegativeRatesClub%20final.pdf> [1.3.2016]