



Michael Hüther / Markus Demary

IW-Zinsausblick

Zinserhöhungen sinnvoll - aber unwahrscheinlich

Die Bankkreditvergabe im Euroraum verläuft weiterhin schleppend und die Inflationsrate liegt unter ihrem Zielwert. Die Negativzinsen der Europäischen Zentralbank (EZB) haben bisher nicht zu einer Belebung der Wirtschaft beitragen können. Ganz im Gegenteil, dadurch, dass sie das Zinsergebnis der Banken schmälern, bremsen Negativzinsen die Kreditvergabe. Eine Zinserhöhung ist nicht nur möglich, sie scheint auch förderlich für die wirtschaftliche Erholung zu sein.

Das Votum der britischen Bevölkerung zu einem Austritt aus der Europäischen Union hat die Aktien- und Anleihemärkte nur kurzfristig erschüttert. Die Kursreaktionen an den Börsen waren eine Reaktion der Finanzmarktteilnehmer auf einen Anstieg der Unsicherheit. Auch wenn die EZB nicht an den Märkten intervenieren musste, so hat das Referendum eine Auswirkung auf ihre Geldpolitik. Denn die Renditen auf Staatsanleihen sind weiter gesunken. Mittlerweile rentieren Bundesanleihen mit bis zu 10 Jahren Restlaufzeit negativ.

Negativzinsen und Quantitative Easing (QE), das im Euroraum unter dem Namen Asset Purchase Pro-

gramm (APP) läuft, hängen zusammen. Denn die EZB darf nur Anleihen erwerben, deren Rendite den Einlagenzins für Banken in Höhe von -0,4 Prozent nicht unterschreitet. Würde sie stärker negativ rentierende Anleihen kaufen, so würde sie systematisch Verluste auf ihr Anleihenportfolio realisieren. Ein Renditerückgang bei den Staatsanleihen unterhalb des Einlagensatzes senkt somit die Menge an Anleihen, die die EZB im Rahmen des APP kaufen kann.

Ein sinkendes Anlageuniversum hegt Zweifel an der Effektivität des APP, denn es ist unklar, wie die EZB eine expansive Geldpolitik aufrechterhalten kann, wenn nicht genügend Anleihen im Markt sind, die für das APP zugelassen sind. Letztlich kann die EZB nur dahingehend reagieren, dass sie den Einlagenzins auf unter -0,4 Prozent senkt, den Länderschlüssel des APP ändert oder andere und damit riskantere Anlagetypen für ihr APP zulässt.

Die EZB hält deshalb am APP fest, da die Inflationsrate im Euroraum weiterhin unterhalb ihres Zielwertes von unter, aber nahe zwei Prozent liegt. Die Verbraucherpreisinflation lag im Juni 2016 bei 0,1 Prozent, was einer Verbesserung gegenüber dem Mai

IW-Zinsausblick für den Euroraum und die USA

Zentralbankzinsen, in Prozent

	Juli 2016	Prognose für Ende 2016	Taylor-Zins für 2016
EZB-Einlagensatz / EZB-Hauptrefinanzierungssatz	-0,4 / 0,0	-0,4 / 0,0	-0,2
Federal Funds Rate Untergrenze / Obergrenze	0,25 / 0,50	0,75 / 1,00	1,3

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



2016 um lediglich 0,2 Prozentpunkte entspricht.

Es stellt sich aber zunehmend die Frage, warum die Geldpolitik im Euroraum weniger effektiv als in den USA zu wirken scheint. Hierzu ist ein Vergleich der Transmissionswege erforderlich, über den die Anleihekäufe und die niedrigen bis negativen Zinsen auf die Wirtschaft wirken:

■ **Zinskanal:** Negativzinsen und QE führen zu geringeren Finanzierungskosten. In den USA wirkt die Übertragung von QE über den Zinskanal stärker als im Euroraum, denn in den USA findet über 80 Prozent der Fremdfinanzierung über die Emission von Anleihen statt, auf deren Kurse das QE direkten Einfluss hat. Im Euroraum findet aber 80 Prozent der Fremdfinanzierung über die Bankkreditvergabe statt, auf die QE nur einen geringen Einfluss hat. Zwar würden Unternehmen und Haushalte zu einem geringeren Zinsniveau mehr Kredite nachfragen, doch werden die Banken zu einem geringeren Zinsniveau ein geringeres Kreditvolumen anbieten wollen. Dies gilt vor allem für langfristige Kredite mit einer Zinsbindung. Denn bei einem zu erwartenden Zinsanstieg wür-

de sich für die Banken eine bessere Anlagemöglichkeit bieten. Hierdurch sinkt der Anreiz für Banken, Kapital langfristig zu niedrigen Zinsen binden zu wollen.

■ **Bankkreditkanal:** Der geringe Einfluss von QE auf die Bankkreditvergabe beruht auch darauf, dass Eigenkapital ein Engpassfaktor für die Kreditvergabe darstellt. Zu den aktuellen Börsenkursen ist eine Aktienemission für Banken unattraktiv, so dass dieser Weg der Rekapitalisierung ausscheidet. Zudem weisen viele Banken im Euroraum immer noch eine geringe Profitabilität auf, so dass sie ihre Eigenkapitalquoten durch Einbehaltung von Gewinnen kaum erhöhen können. Der dominante Weg der Rekapitalisierung ist für sie deshalb immer noch die Reduzierung ihrer Risikoaktiva, worunter die Neukreditvergabe leidet. Da Negativzins und QE das Zinsergebnis der Banken schmälern, belasten sie den Eigenkapitalaufbau der Banken. In dieser Situation wirkt ein niedriges Zinsniveau negativ auf die Kreditvergabe.

■ **Wechselkurskanal:** Negativzinsen und QE haben zwar zu einer Abwertung des Euro geführt, was

sich positiv auf den Außenhandel auswirken konnte. Diese Abwertung wird allerdings durch die Zinswende der Federal Reserve Bank verstärkt, so dass die EZB für eine Stimulierung der Wirtschaft über den Wechselkurskanal gar nicht unbedingt so niedrige Zinsen benötigt.

- **Vermögenspreiskanal:** Sofern die Vermögenspreise durch die Negativzinsen und QE ansteigen, könnten die Haushalte ihren Konsum ausweiten. Die Vermögenszuwächse aus einem Immobilienpreisanstieg werden in der Regel aber nicht für Konsumzwecke verwendet, da hierzu eine Beleihung oder Veräußerung der Immobilie notwendig ist. In den USA wird Mortgage Equity Withdrawal häufiger genutzt. Der Anstieg der Aktienkurse hat ebenfalls kaum eine Auswirkung auf den Konsum, da die Aktienanteile der Haushalte hierzu viel zu gering sind. Im Gegensatz dazu kann allerdings die Ersparnis bei niedrigen Zinsen ansteigen. Denn die Notwendigkeit der Ersparnis beruht auf dem Alterskonsum, dessen Gegenwartswert durch die erwartete Lebenserwartung und das Renteneintrittsalter bestimmt ist. Zu Aufrechterhaltung des Alterskonsums muss bei geringeren Kapitalerträgen möglicherweise die jährliche Sparleistung erhöht werden.

Es erhärtet sich die Vermutung, dass im aktuellen niedrigen bis negativen Zinsbereich die traditionellen Transmissionswege ihre Bedeutung verloren haben. Vor diesem Hintergrund ist es fraglich, ob weitere zinssenkende Maßnahmen durch die EZB überhaupt noch stimulierend auf die Wirtschaft wirken werden, oder ob diese Maßnahmen nicht sogar kontraproduktiv sind. Für die positiven Effekte einer Zinserhöhung auf die wirtschaftliche Erholung sprechen die folgenden Gründe:

- Durch ein höheres Zinsniveau würde das Zinsergebnis der Banken steigen. Die höheren Profite können für Eigenkapitalaufbau und somit für die Kreditvergabe genutzt werden. Bei einem höheren Zinsniveau würde es für Banken auch ertragreicher sein, längerfristige Kredite zu vergeben.

- Zahlreiche Unternehmen müssen bereits Negativzinsen auf ihre Bankguthaben zahlen. Die negativen Zinsen erschweren den Unternehmen ihr Liquiditätsmanagement und führen zu unnötigen Kosten. Ein höheres Zinsniveau würde die Unternehmen hingegen entlasten und damit positive Effekte auf die Wirtschaft haben.

- Bei einem höheren Zinsniveau würde die Unsicherheit für die Sparer sinken und deren Altersvorsorge erleichtern. Diejenigen Haushalte, die mit einer Erhöhung ihrer Sparleistung auf das Niedrigzinsumfeld reagiert haben, könnten ihre Ausgaben bei einem höheren Zinsniveau entsprechend erhöhen.

- Die niedrigen Zinsen haben den Schuldenabbau bisher nicht in allen Ländern befördert. Die Schuldenstände werden bei leicht höheren Zinsen ihre Tragfähigkeit nicht verlieren, denn das Wirtschaftswachstum im Euroraum hat sich weitestgehend stabilisiert.

Die EZB sollte deshalb von ihrer Politik negativer Zinsen abweichen und langsam aus dem APP aussteigen. Allerdings ist nicht davon auszugehen, dass sie dies auch tut, weshalb wir zumindest bis Jahresende an unserer bisherigen Zinsprognose festhalten (Tabelle). An unserer Prognose für die USA halten wir ebenfalls fest. Denn aufgrund des geringen Rezessionsrisikos in den USA sollten für dieses Jahr noch zwei Zinserhöhungen durch die Federal Reserve möglich sein.