

## Ist die EZB-Niedrigzinspolitik alternativlos?

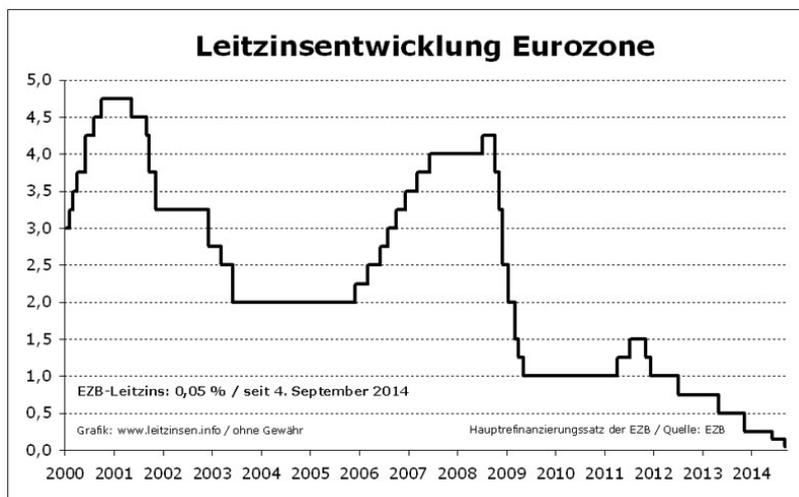
(Morales, 31.03.2015)

### Ausgangssituation und Ziele der EZB

Die EZB-Leitzinsen liegen seit 2012 bei unter einem Prozent. 2013 und 2014 sanken sie weiter.

Der Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte, also jener Zinssatz, zu dem Banken gegen die Hinterlegung von Sicherheiten (Wertpapieren) Geld leihen (etwa  $\frac{3}{4}$  des Volumens der Bankenrefinanzierung bei der EZB), ist seit Herbst 2008 von 4,25 Prozent auf derzeit 0,05 Prozent gefallen.

Der Satz der Einlagenfazilität, also der Zinssatz, den Banken für kurzfristige eigene Geldanlagen bei der EZB erhalten, ist seit Sommer 2014 negativ. Er liegt aktuell bei -0,20 Prozent.



Der EZB ist laut Artikel 127 Absatz 1 des AEU-Vertrages folgender Auftrag gegeben: „(1) Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (im Folgenden "ESZB") ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten.“

Die Bundesbank erläutert dazu: „Der EZB-Rat als oberstes Entscheidungsorgan des Eurosystems hat diese gesetzliche Vorgabe durch eine weitergehende Definition präzisiert. Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Innerhalb des so gesetzten definitorischen Rahmens zielt der EZB-Rat darauf ab, mittelfristig eine Preissteigerungsrate von unter, aber nahe 2 % beizubehalten.“

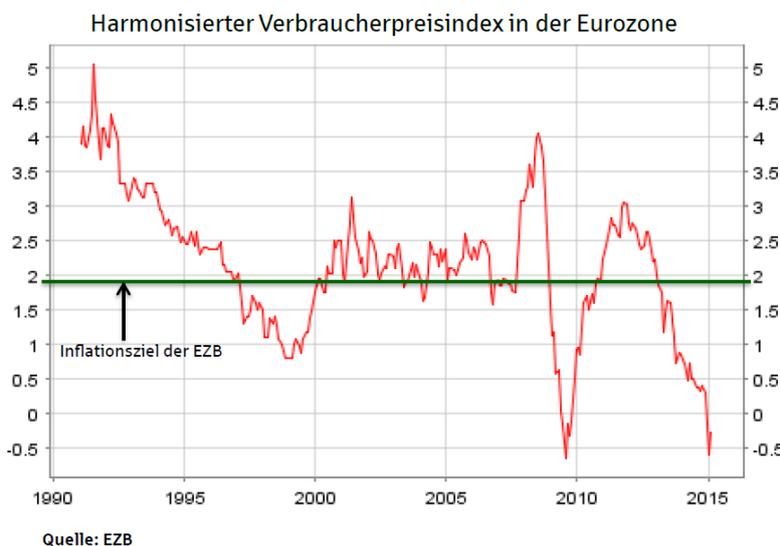
([http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Service/schule\\_und\\_bildung\\_kapitel\\_5.html?notFirst=true&docId=137758](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Service/schule_und_bildung_kapitel_5.html?notFirst=true&docId=137758))

Entfernt sich die Preissteigerungsrate vom Inflationsziel nach unten (die Zentralbank sieht dann mit wachsendem Abstand eine potenziell beginnende Deflationstendenz), ist die EZB genauso alarmiert, wie im Fall einer Preissteigerungsrate, die sich vom Inflationsziel nach oben entfernt (die Zentralbank sieht dann eine potenzielle Inflationstendenz).

Hauptursache für die derzeit „lockere“ Geldpolitik der EZB ist die seit 2013 anhaltende Entfernung der Verbraucherpreisentwicklung vom Zielniveau nach unten, seit Dezember 2014 lag sie im Negativbereich (Januar 2015 -0,6%, Februar -0,3%,

März -0,1%). Selbst bei herausgerechnetem Ölpreis lag die Verbraucherpreisentwicklung im Euroraum zuletzt im Februar bei nur 0,6 Prozent und damit deutlich unterhalb des EZB-Zielniveaus.

Die folgende Grafik zeigt die Abweichung der Verbraucherpreisentwicklung vom EZB-Inflationsziel:



### **Mittel der EZB**

Wenn Zentralbanken versuchen eine höhere Preissteigerungsrate zu erreichen, schwenken sie auf die sogenannte „lockere Geldpolitik“ ein. Besonders sichtbar wird das traditionell an den damit verbundenen Leitzinssenkungen. Deren Ziel ist es, das Geld „billiger“ zu machen und damit am Ende auch die Kredite der Banken an Wirtschaft und Privathaushalte zu verbilligen. Auf diesem Weg sollen Kreditaufnahmen für Investitionen angeregt werden und damit die Wirtschaftstätigkeit einen Schub erhalten. Letztlich sollen über die anspringende Konjunktur wieder steigende Preise erreicht werden.

Direkt kann die Zentralbank über die Leitzinssetzung allerdings nur die kurzfristigen Zinsen festlegen. Dennoch führt eine Leitzinsveränderung - über nachgelagerte Wirkmechanismen - auch tendenziell zu einer Veränderung der langfristigen Zinsen. Sind die langfristigen Zinsen gesunken, steigen sie gewöhnlich erst wieder an, wenn die Marktakteure steigende Preise erwarten und für ihre langfristigen Geldanlagen einen höheren Inflationsausgleich verlangen.

Je näher die Leitzinsen dem Nullpunkt nahekomen, umso geringer ist damit der noch verbleibende geldpolitische Handlungsspielraum. Liegt die Preissteigerungsrate dann noch immer stark unter dem Inflationsziel, wird die Bank neue Wege suchen.

An dieser Stelle kommt das jüngste Instrument zum Einsatz, das sogenannte Quantitative Easing (massiver Ankauf von Wertpapieren). Damit versucht die Zentralbank weiteren Zinssenkungsdruck auf die Langfristzinsen auszuüben.

Nebenbei erzeugte Wirkungen (deutlich steigende Aktienkurse, deutliche Immobilienpreissteigerungen, sinkender Euro-Wechselkurs) und deren Risiken nimmt die Zentralbank in Kauf oder beabsichtigt sie sogar.

## Warum geht die EZB so vor?

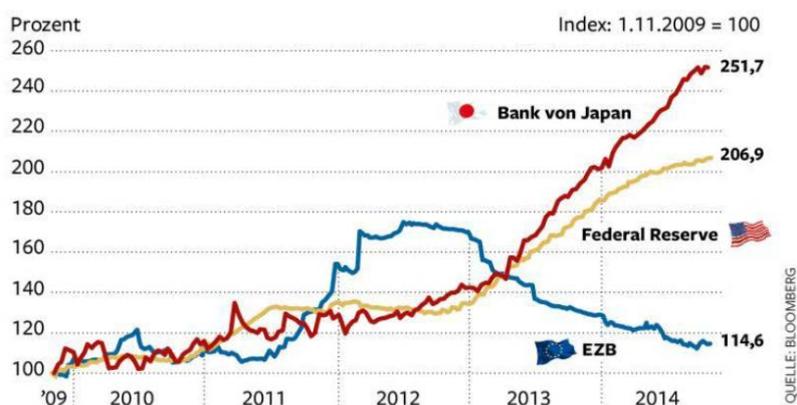
Die Geldpolitik der EZB beruht auf der Idee, dass Inflation und Deflation letztlich von der Geldmenge abhängen, also monetäre Phänomene sind und darum über die Geldmenge gesteuert werden können.

## Kritik an der EZB-Politik

Dieser Denkansatz kann angesichts der Erfahrungen seit Ausbruch der Finanzmarktkrise und der Erfahrungen anderer Zentralbanken, z.B. der USA oder auch Japans, mit dem QE hinterfragt werden.

So hat die Fed seit 2009 ihre Bilanzsumme mehr als verdoppelt (also deutlich mehr Geld zur Verfügung gestellt), siehe gelbe Linie in der folgenden Grafik.

### DIE ENTWICKLUNG DER NOTENBANK-BILANZEN



DIE WELT

Nach o.g. Überzeugung hätte bei einer derartigen Ausweitung der Geldmenge, der keine vergleichbare Ausweitung der realen Wirtschaftsleistung gegenüberstand, die Inflation deutlich spürbar anziehen müssen. Dies geschah aber nicht (siehe folgende Grafik).

## US-Inflation 2009 bis 2014 (Inflationsziel = mittelfristig bei 2,0%):



Mehr noch. Als die Fed 2013 und 2014 richtig durchstartete, blieb die Preissteigerungsrate völlig unbeeinflusst. Und zu der Zeit, als die Bilanzsumme der Fed ihren vorläufigen Höhepunkt erreichte, verschwand die Inflation sogar gänzlich.

Die EZB schreibt über die Preisentwicklung in den USA in ihrem Wirtschaftsbericht 2/2015 (S.39): „In den Vereinigten Staaten waren die letzten beiden Jahre trotz des anhaltend robusten Wirtschaftsaufschwungs von niedrigen Teuerungsraten geprägt. Die Gesamtinflation wie auch die ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnete Teuerung liegen seit 2012 bei durchschnittlich 1,4 % bzw. 1,5 %. Die Preise haben also kaum auf die zunehmend kräftige Erholung am Arbeitsmarkt und das allgemein höhere Wirtschaftswachstum reagiert.“

Bleibt zu ergänzen, dass die Preise damit eben auch nicht auf das QE reagiert haben. Zuletzt lag die „Inflation“ in den USA im Januar 2015 bei -0,1%.

Die inflationssteigernde Wirkung einer lockeren Geldpolitik ist in den USA also auch nach fünf Jahren nicht erkennbar. Offenbar ist lockere Geldpolitik zur Deflationsbekämpfung nicht besonders geeignet (anders als bei der Inflationsbekämpfung eine restriktive Geldpolitik).

In Europa hatte die EZB 2009 mit einer lockeren Geldpolitik begonnen und diese 2012 verstärkt.

Der monetaristischen Auffassung folgend, wurde das Vorgehen der EZB von Wirtschaftswissenschaftlern und Politikern wie folgt kommentiert:

**Handelsblatt, 4.3.2009:** Auch der **Chef des Hamburger Weltwirtschaftsinstituts (HWWI), Thomas Straubhaar**, hatte vergangene Woche im Gespräch mit Reuters vor massiven Inflationsgefahren gewarnt. **Nach 2010 könnten die Preise in Deutschland wieder stärker steigen, und zwar um ungefähr fünf Prozent pro Jahr...**

**Focus Money Online 20.02.2009:** Der Wirtschaftswissenschaftler **Thomas Straubhaar erwartet** schon in Kürze eine **kräftige Geldentwertung** in Deutschland.

**FAZ-online 22.04.2010, Prof. Joachim Starbatty, Uni-Tübingen:** Ich glaube, dass die Inflationsrate stark steigen wird: **über 5 Prozent.**

**Augsburger Allgemeine, 07.09.2012, Peter Gauweiler (CSU), MdB, stv. Parteivorsitzender:** **Gauweiler warnte vor einem hohen Inflationsrisiko:** „Wenn die EZB erklärt, die Gelddruckmaschine anzuwerfen, um Anleihen der Schuldnerstaaten zu einem Preis anzukaufen, den sonst niemand zahlen würde, werden nicht nur die Schulden entwertet, sondern auch unser aller Geld“... **„Ein Anstieg der Inflation ist die zwangsläufige Folge, wenn wesentlich mehr Geld in Umlauf gebracht wird, ohne dass sich die Realwirtschaft entsprechend entwickelt.“**

Alle zitierten Persönlichkeiten (und viele andere mehr) lagen mit ihren Vorhersagen sehr weit von der später eingetretenen Realität entfernt. Ihre theoretischen Überzeugungen waren die Grundlage ihrer Fehleinschätzungen.

Prof. Thomas Straubhaar hat inzwischen die Konsequenzen gezogen, er zweifelt an der Korrektheit der Mehrheitsauffassung unter den Ökonomen und Politikern.

**Wallstreet-Online meldete am 30. Januar 2015:** „Thomas Straubhaar, Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Hamburg, will sich nicht länger damit abgeben, dass seine Kollegen einer nach dem anderen die geldpolitischen Taten der Europäischen Zentralbank (EZB) kritisieren. **In der „Welt“ ruft er seine Artgenossen dazu auf, nicht blind einer Theorie zu folgen, die „durch die Praxis krachend falsifiziert“ wurde...** „Wenn Kollegen mit Professorentitel behaupten, dass mit einem QE die Preisentwicklung außer Rand und Band gerate, bewegen sie sich auf wissenschaftlich mehr als dünnem Eis“, mahnt er....**„Die EZB allein kann nicht Inflation erzeugen...“**“.

Interessanterweise fragt dennoch kaum jemand ernsthaft nach Alternativen zur monetaristischen Auffassung bezüglich der Rolle der Geldpolitik. Es fragt auch niemand, ob es eventuell andere Akteure gibt, die zur Überwindung der Krisensituation und zur Erreichung der EZB-Zielinflation mit beitragen könnten. Die Auffassung, dass die Wahrung von Preisstabilität alleinige Angelegenheit der Zentralbank ist, wird unangefochten weiter verteidigt.

### ***Alternative Überlegungen***

Wenn es das Ziel ist, die Verbraucherpreisentwicklung zu steuern, dann ist es sinnvoll jene Faktoren näher zu betrachten, die direkt zur Preisbildung beitragen. Zu finden sind sie auf der Kostenseite der Produktion. Maßgeblich tragen dazu die Rohstoff- und Materialkosten, die Gemeinkosten und die Lohnkosten bei.

Wie deutlich Veränderungen der Rohstoff- und Materialkosten auf die Preissteigerung in beide Richtungen wirken, das hat die jüngste Vergangenheit eindrucksvoll vor Augen geführt.

Als der Ölpreis (Brent) in Euro von 2009 bis 2012 von rund 25 Euro auf knapp 100 Euro je Barrel anstieg, schnellte auch das Wachstum der Verbraucherpreise in Deutschland von 0,3% (2009) auf 2,1% (2011) hoch und lag 2012 noch bei 2,0%.

Als 2014 der Ölpreis von knapp 85 Euro auf 41 Euro je Barrel fiel, sank auch die Preissteigerungsrate auf 0,9%. Anfang 2015 fiel sie sogar weiter in den Negativbereich.

Rohstoff- und Materialpreise sind in der Regel kaum steuerbar und sie unterliegen starken Spekulationseinflüssen. Damit scheiden sie als Alternativen zur Inflationssteuerung aus.

Bei den Lohnkosten ist ein enger Zusammenhang zwischen Lohnentwicklung und Verbraucherpreisentwicklung gegeben.

Dieser Zusammenhang lässt sich statistisch für die Lohnstückkosten (vereinfacht ausgedrückt sind das die Kosten pro Produkteinheit) für alle großen Währungsgebiete eindrucksvoll zeigen (siehe folgende Grafiken).

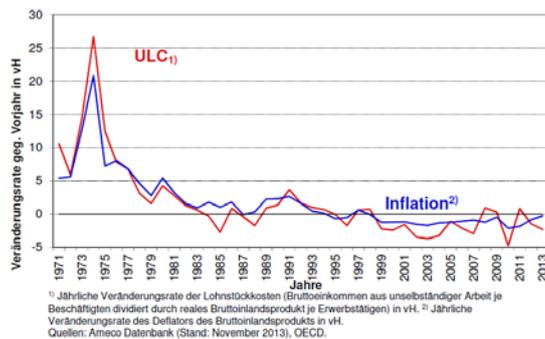
## In Japan

*(Lohnstückkosten (ULC) rote Linie, Inflation blaue Linie)*

Quelle der Grafiken: Heiner Flassbeck, Globale Deflation, die Eurokrise und die Ursachen der Ungleichheit, Vortrag in Birkenfeld, 14.10.2014

### Global deflation and the causes: An evident relationship for Japan ...

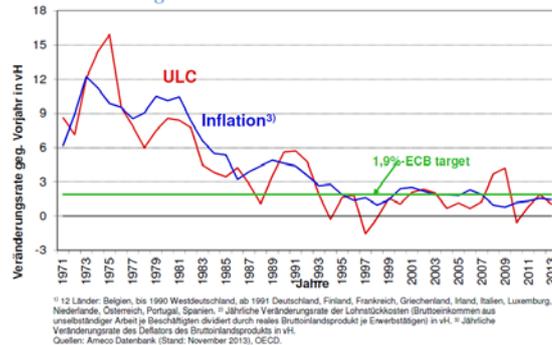
Unit labour cost growth determines inflation rates



## In Europa

### ... for Europe (EMU) ...

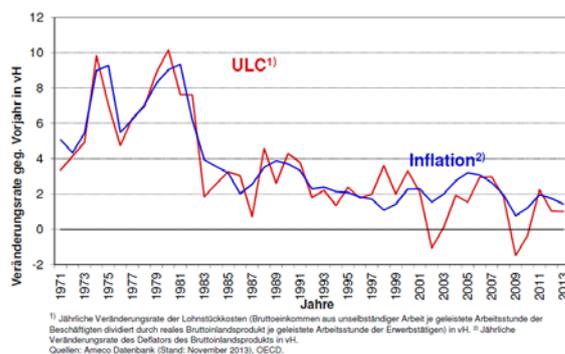
Pressure on wages creates deflation



## In den USA

### ... and the United States

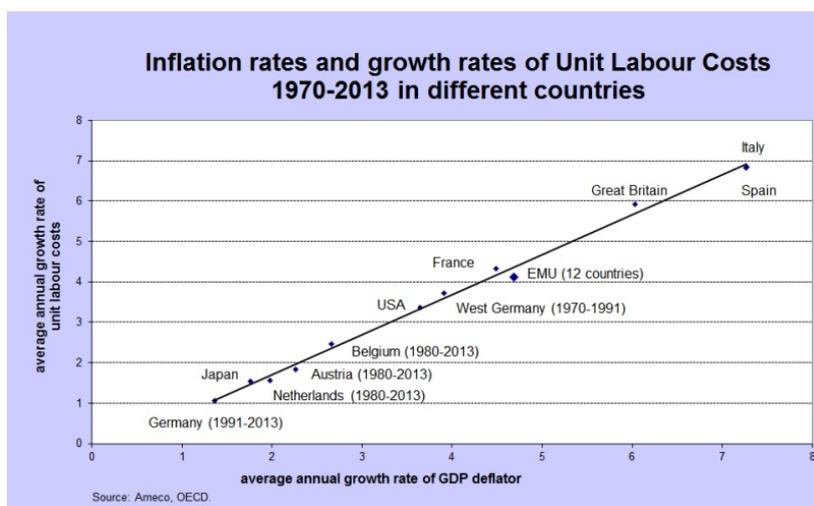
Wages are under pressure for a long time



Die folgende Grafik zeigt, dass der Zusammenhang Lohnstückkosten/Preisentwicklung international nahezu 1:1 ausfällt. Abgebildet ist auf der y-Achse die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Lohnstückkosten und auf der x-Achse der durchschnittliche jährliche BIP-Deflator (als Maß der Inflation). Alle Werte wurden für den sehr langen Zeitraum 1970 bis 2013 ermittelt.

**Lesehilfe 1:** Die Lohnstückkosten stiegen in Deutschland im langfristigen Mittel von 23 Jahren um durchschnittlich jährlich gut 1 %, das führte im gleichen langfristigen Mittel zu einer Inflation in Höhe von durchschnittlich jährlich 1,3 %.

**Lesehilfe 2:** Die Lohnstückkosten stiegen in der EWU (12 Länder) im langfristigen Mittel von 44 Jahren um durchschnittlich jährlich 4,1 %, das führte zu einer Inflation im gleichen langfristigen Mittel in Höhe von durchschnittlich jährlich 4,8%.



Grafik: [www.flassbeck-economics.de](http://www.flassbeck-economics.de)

Offenbar folgt langfristig die Preisentwicklung auf Gütermärkten den Lohnstückkosten, aufgrund der Weitergabe der Kostenersparnisse (bzw. Kostensteigerungen) an die Kunden.

Der Gouverneur der Bank of Japan (BoJ), Haruhiko Kuroda, hat mehrfach auf den Zusammenhang von Lohnentwicklung und Verbraucherpreisentwicklung anhand der japanischen Erfahrungen aufmerksam gemacht (u.a. im Vortrag „Deflation, the Labor Market, and QQE“, Remarks at the Economic Policy Symposium Held by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 23. August 2014, S. 2 ff.).

Demnach sei es in Japan nach dem Platzen der Aktien- und Immobilienblase in den 90er Jahren zu verstärktem Lohnsenkungsdruck in den Betrieben gekommen. In Folge dadurch stagnierender und sinkender Löhne begannen die Lohnstückkosten zu fallen. Diese Entwicklung hätte gesamtwirtschaftlich zu stagnierendem Absatz und sinkenden Erträgen bei den Unternehmen geführt, was wiederum das Investitionsverhalten der Unternehmen dämpfte. Die Unternehmen „mutierten“ in einem fortgesetzten Kosten-Einspar-Prozess von Nettoinvestoren zu Nettosparern. Es hätte sich ein „Teufelskreis“ aus immer weiter sinkenden Löhnen, daraufhin sinkender Nachfrage und wieder zusätzlichem Kostensenkungsanstrengungen in den Unternehmen herausgebildet. Insgesamt führte diese Entwicklung in eine lang andauernde Deflation.

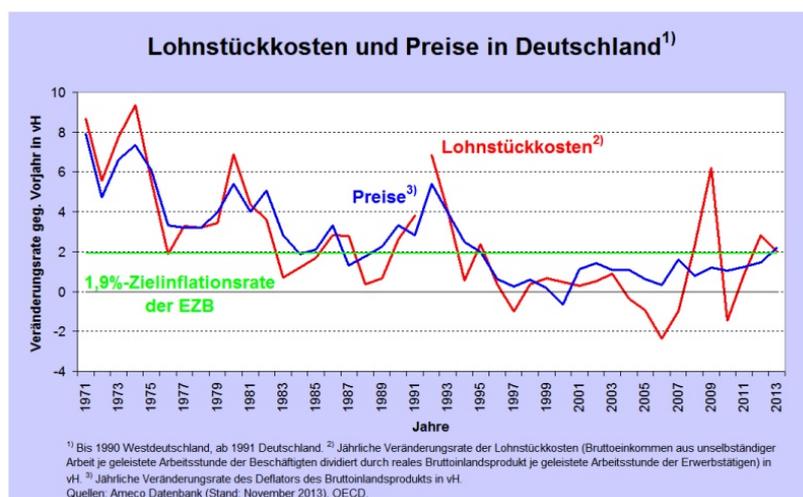
Vor dieser Abwärtsspirale hätte es in Japan regelmäßig eine sogenannte „Frühlingsoffensive“ der Lohnentwicklung gegeben. In jedem Frühjahr hätten gleichzeitig Lohnverhandlungen in allen großen Betrieben stattgefunden, deren

Ergebnis Signalwirkung für die Gesamtwirtschaft gehabt hätte. Dieser Mechanismus sei aber durch die langanhaltende Deflationsphase nicht mehr intakt.

Darum bedürfe es nun einer Art „sichtbarer Hand“, die als Orientierung für angemessene Lohnsteigerungen diene. Das Inflationsziel der BoJ, es liegt bei 2,0 Prozent, sei dazu eine gute Richtschnur. Es sei an der Regierung die Aufgabe der „sichtbaren Hand“ darzustellen.

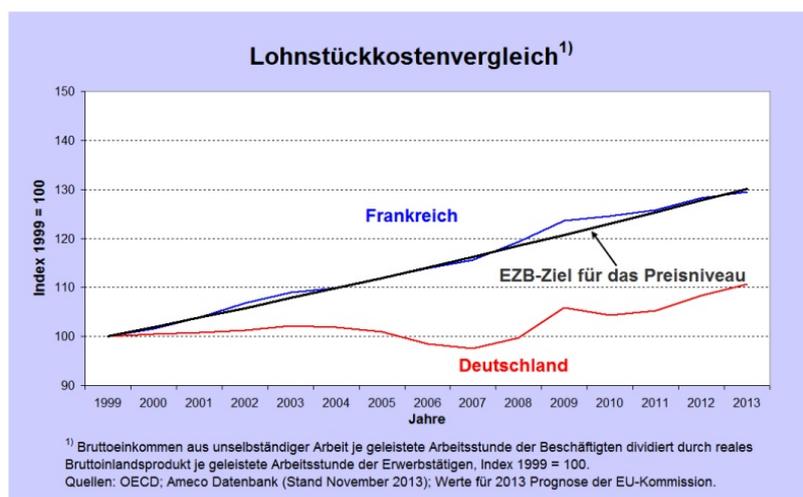
Gouverneur Kuroda vertritt damit die Auffassung, dass nominale Lohnsteigerungen sich in etwa aus dem Produktivitätswachstum plus der Zielinflation ergeben sollten.

Der Zusammenhang von Lohnstückkosten und Verbraucherpreisentwicklung ist auch für Deutschland nachweisbar.



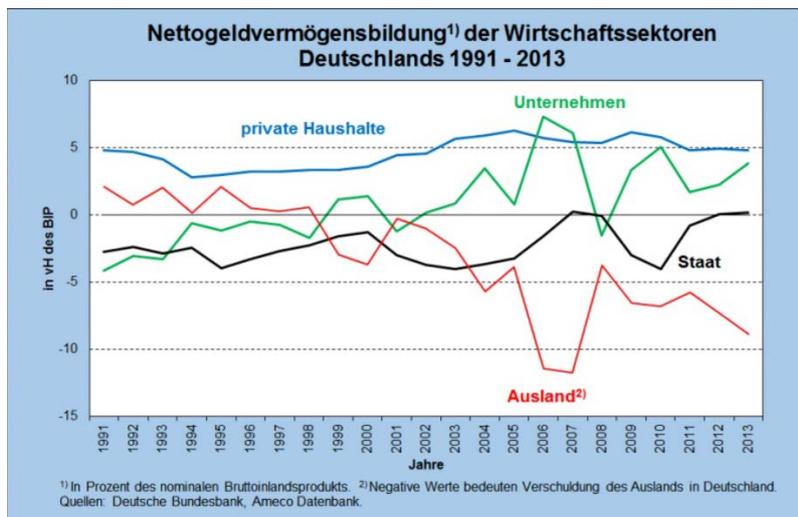
Grafik: [www.flassbeck-economics.de](http://www.flassbeck-economics.de)

Angesichts der Tatsache, dass in Deutschland die Lohnstückkosten mindestens seit 2000 regelmäßig schwächer wachsen als dem EZB-Preisniveaueziel angemessen gewesen wäre, dürfte die deutsche Lohnentwicklung dämpfend auf die nationale Verbraucherpreisentwicklung und zugleich auf die Preisentwicklung der Eurozone gewirkt haben.



Grafik: [www.flassbeck-economics.de](http://www.flassbeck-economics.de)

Auch in Deutschland „mutierten“ ab 2002 die Unternehmen von Nettoinvestoren zu Nettosparern (siehe Grafik unten)



Grafik: [www.flassbeck-economics.de](http://www.flassbeck-economics.de)

In Deutschland sind heute alle drei inländische Sektoren (Unternehmen, private Haushalte und jüngst auch der Staat) Nettosparer. Es mangelt an inländischer Kreditnachfrage/Verschuldungsbereitschaft (Investitionen) um die Ersparnisse aufzunehmen. Auch dies drückt auf die Anlage-Zinsen.

## Schlussfolgerungen

Anders als bei der Geldmenge ist für die Lohnstückkosten zu beobachten, dass ein enger Zusammenhang zwischen diesen und der Verbraucherpreisentwicklung besteht.

Seit den 1980er Jahren, insbesondere aber seit Anfang der 90er Jahre hat in vielen Industriestaaten ein zunehmender Druck auf die Lohnentwicklung stattgefunden. Die Gründe und konkreten nationalen Wege sind vielfältig.

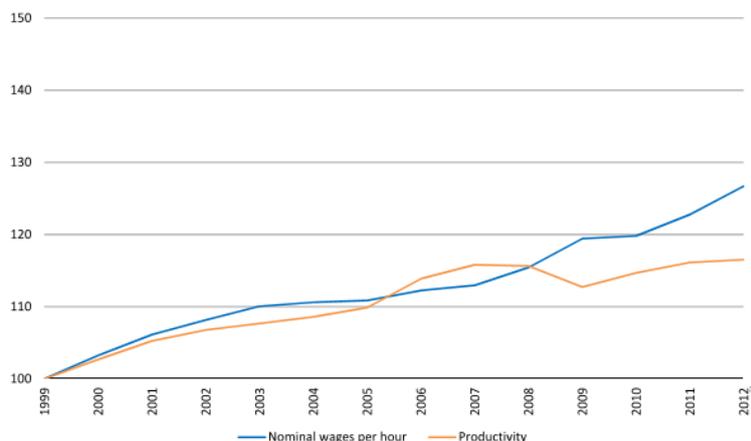
In Deutschland erreichte der Druck auf die Löhne eine institutionalisierte Ausprägung mit der Umsetzung struktureller Reformen im Zuge der Agenda 2010 und damit verbunden der Verständigung von Regierung und Tarifpartnern im Rahmen des „Bündnisses für Arbeit“ zur Jahrtausendwende. Darin wurde vereinbart, dass der aus dem „Produktivitätszuwachs ... zur Verfügung stehende Verteilungsspielraum vorrangig für beschäftigungswirksame Vereinbarungen genutzt“ werden soll (Blätter für deutsche und internationale Politik, 2/2000, S. 250-252).

Vereinbart wurde also, dass die realen Lohnzuwächse (Nominallohnsteigerung abzüglich Inflationsrate) regelmäßig niedriger als die Produktivitätszuwächse ausfallen sollen.

In der Tat entwickelten sich den auf das Jahr 2000 folgenden Jahren, bis Krisenbeginn 2008, die nominalen Löhne nahezu identisch zur Produktivität (Grafik unten), was bedeutet, dass die realen Lohnzuwächse unter der Produktivitätsentwicklung lagen.

## Nominallöhne und Produktivität in Deutschland

### Nominal wages and productivity, Germany (1999=100)



Anmerkungen: 1) Definiert als nominale Einkommen der abhängig Beschäftigten geteilt durch die Arbeitsstunden der abhängig Beschäftigten mal Anzahl der abhängig Beschäftigten. 2) Definiert als reales BIP geteilt durch Arbeitsstunden aller Beschäftigten mal Anzahl aller Beschäftigten. 3) 2012er Werte für Arbeitsstunden der Beschäftigten geschätzt anhand von Destatis Daten.  
Quelle: AMECO Datenbank (Stand Nov-12); OECD Datenbank (Stand Apr-13); eigene Berechnungen

Quelle: Heiner Flassbeck, Globale Deflation, die Eurokrise und die Ursachen der Ungleichheit, Vortrag in Birkenfeld, 14.10.2014

Auf diesem Weg wird die Entwicklung der Lohnstückkosten gebremst. Am Ende wird so auch das Wachstum der Verbraucherpreise gebremst. Übertragendes Moment ist die schwächer als verteilungspolitisch möglich ausfallende kaufkräftige Nachfrage.

Essenziell zur Sicherung der Preisstabilität im Sinne der Zentralbankdefinition und zur Verhinderung von Deflation ist offenbar, gesamtwirtschaftlich betrachtet, eine Steigerung der Nominallöhne, die so kalibriert ist, dass sie dem Trend der gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsentwicklung zuzüglich des Inflationszieles folgt.

Die betrachteten Entwicklungen legen den Schluss nahe, dass das deutsche und das europäische Wirtschaftsmodell aus sich selbst heraus die Voraussetzungen produzieren, die zu einer tendenziell zu niedrigen europäischen Preissteigerungsrate beitragen. Diese motiviert wiederum die Zentralbank zur lockeren Geldpolitik.

Da die Wirtschaftslage in den anderen Eurozonen-Staaten oft schlecht ist und diese zum Teil deutlich deflationäre Preistendenzen verzeichnen, kann sich auch in der Summe keine Preissteigerung nahe 2,0 Prozent in der Euro-Zone ergeben. Hierzu wären Einwirkungen von außerhalb der Euro-Zone erforderlich (Import der Inflation durch hohe Euro-Importpreise).

Mangelt es an einer an der Produktivitätsentwicklung und der Zielinflationsrate orientierten Lohnpolitik, bleibt nur die Hoffnung auf die Erholung der anderen Teile des gleichen Währungsgebietes. Also hauptsächlich der südlichen Euro-Staaten. Und ob diese dann gleich wieder zu voll den Spielraum ausschöpfenden Lohnstückkostensteigerungen neigen, kann bezweifelt werden. Andernfalls reagiert die Zentralbank weiterhin mit lockerer Geldpolitik, in der Absicht, die Preissteigerungsrate anzuheben, es sei denn, dass Zufälle sie zu einer anderen Politik zwingen (z.B. Rohstoffpreisanstiege, deutlichen Inflationsimport durch schwachen Euro, deutlich steigende Leitzinsen in anderen Währungsgebieten).

### **Anhaltend niedrige Zinsen wahrscheinlich**

Die dargelegten Zusammenhänge legen die Schlussfolgerung nahe, dass die Tarifpolitik und die gesetzlichen Rahmenbedingungen, die auf die Lohnfestsetzung wirken, erheblichen Einfluss auf die Preisentwicklung haben.

Um das EZB-Ziel der Preisstabilität von unter, aber nahe 2,0 Prozent zu erreichen, sollten folglich die Wirtschafts-, Arbeitsmarkt- bzw. Tarifpolitik eingebunden werden.

Die Chefvolkswirte der Bundesbank und der EZB haben 2014 versucht die Diskussion über Lohnsteigerungen gemäß des vorhandenen Verteilungsspielraumes aus der Produktivitäts- und Preisentwicklung in Deutschland anzuregen. Sie stellten schnell fest, dass keine Diskussionsbereitschaft besteht.

Zu beobachten ist vielmehr das Gegenteil.

EZB, europäische Regierungen und weitere wichtige Akteure fordern zusätzliche Strukturreformen. Das zielt auf weitere Arbeitsmarktflexibilisierungen mit dem Ziel der Lohnstückkostensenkung und der Erlangung von Wettbewerbsvorteilen gegenüber den Handelspartnern, die daraufhin ihrerseits zu Lohnstückkostensenkungen gedrängt werden.

Damit ist weiterer Druck auf die Löhne und auf die Wachstumsrate der Verbraucherpreise zu erwarten.

Auf diesem Weg wird das langfristige Festhalten der EZB an niedrigen Zinsen vorprogrammiert.

### **Wirkungen der lockeren Geldpolitik**

#### *Wirkung auf Sparer*

#### *Ausgangslage*

Entscheidend ist aus Sicht der Sparer in verzinslichen Anlagen nicht der Nominalzins, sondern der Realzins (Anlagezinsen minus Preissteigerungsrate).

Liegt der Realzins bei null, dann findet Kaufkraftersatz statt.

Ist er positiv, werden Kaufkraftsteigerungen erzielt.

Ist er negativ, sinkt die Kaufkraft der Ersparnisse.

Unabhängig von der jüngsten Zentralbankpolitik ist festzustellen, dass der Realzins im **Kurzfristbereich** (Spareinlagen mit Kündigungsfrist von 3 Monaten) seit jeher um Null schwankt.

Er war in den letzten 50 Jahren meistens negativ und mit Kaufkraftverlust von entsprechend angelegten Ersparnissen verbunden.

Für die kurzfristigen Realzinsen errechnet sich, dass diese zuletzt von 2010 bis Ende 2014 negativ waren. Die Negativverzinsung war in Deutschland 2011 und 2012 am deutlichsten.

In der Spitze wurde **im Herbst 2011** bei Zinsen in Höhe von 1,25 % und einer Inflation von knapp 2,80 % eine **Realverzinsung** von rund **-1,50 % erreicht**. Kurzfristig angelegte Ersparnisse verloren also deutlich an Kaufkraft.

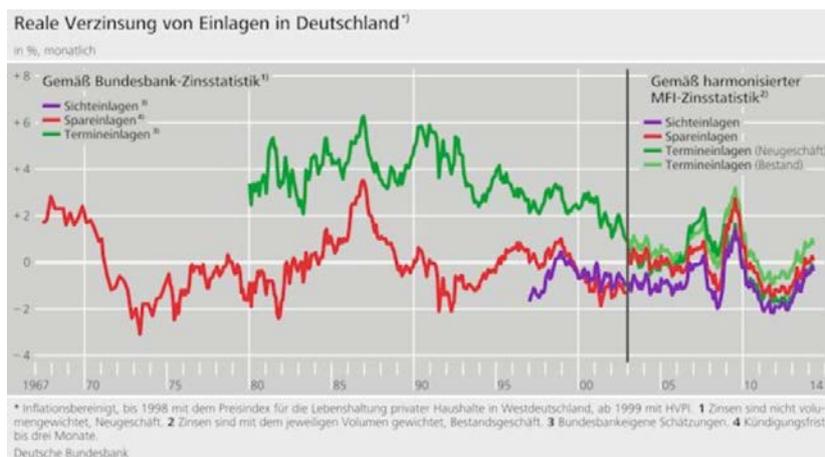
Die Realverzinsung kurzfristiger Anlagen ist zu Beginn des Jahres 2015 erstmals seit Jahren wieder positiv.

So paradox es scheinen mag: Aus Kundensicht erfahren kurzfristig angelegte Ersparnisse in der Euro-Zone momentan kleine Kaufkraftgewinne (da die Preissteigerungsrate unter dem Zinssatz liegt). In Deutschland die seit langer Zeit geringsten Kaufkraftverluste.

Zuletzt lag die Realverzinsung in der Euro-Zone insgesamt (leitzinsnahe Verzinsung minus Preissteigerungsrate):

im Dezember bei +0,25% p.a.	(in Deutschland -0,15%)
im Januar bei +0,65% p.a.	(in Deutschland +0,45%)
im Februar bei +0,35% p.a.	(in Deutschland -0,05%)
im März bei +0,15% p.a.	(in Deutschland -0,25%)

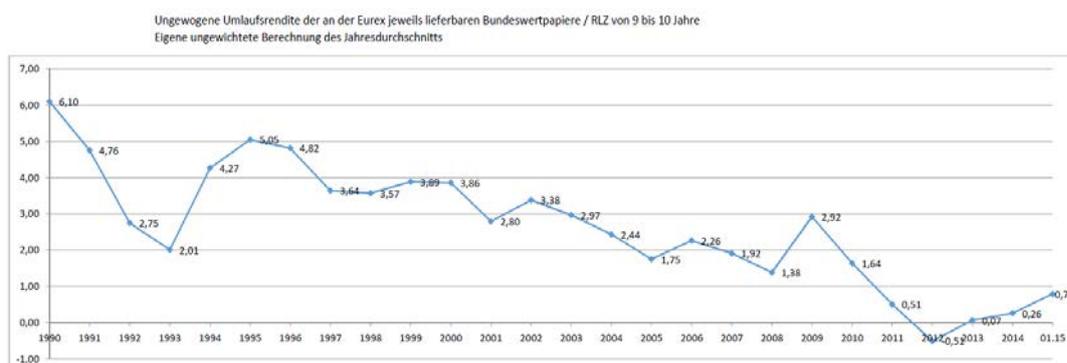
**Bei mittelfristig laufenden Anlagen (2 bis 4 Jahre)** sinkt der Realzins in der Tendenz ebenfalls seit 25 Jahren.



Quelle: [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2014/2014\\_06\\_27\\_einlageverzinsung\\_in\\_deutschland.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2014/2014_06_27_einlageverzinsung_in_deutschland.html)

Auch im **Langfristbereich (9-10 Jahre)** sank der Realzins in den letzten 25 Jahren.

Reale Umlaufrendite von Bundeswertpapieren mit Restlaufzeit 9 bis 10 Jahre



Bundesbank, destatis, eigene Berechnungen

Anfang der 90er Jahre betrug er noch 5 bis 6 Prozent. 2004 bis 2006 lag er bei rund 2,0 Prozent. 2011 bei gerade noch knapp über Null. Inzwischen stieg er leicht an und beträgt ca. 0,5 bis 0,8 Prozent.

Festzuhalten ist, dass in jedem betrachteten Laufzeitbereich die Realzinsen in den letzten 25 Jahren sanken.

### *Handlungsalternativen*

Angesichts der Tatsache, dass keine Wertvernichtung stattfindet, besteht für Kunden von Sparkassen kein Grund überstürzt zu Handeln oder unüberschaubare Risiken bei der Geldanlage einzugehen.

Dennoch: Die Sensibilisierung der Öffentlichkeit verläuft proportional zu den gesunkenen Nominalzinsen.

Teilweise gibt es Kommentare, dass Sparer enteignet würden und sich Sparen nicht mehr lohne.

Wie gezeigt ist der Vorwurf, Sparen lohne nicht mehr, aktuell im mittel- und langfristigen Bereich unzutreffend. Im kurzfristigen Bereich hat sich Sparen – von Ausnahmepersonen abgesehen - noch nie „gelohnt“.

Enteignung ist zudem ein Rechtsbegriff. Laut Gabler-Wirtschaftslexikon bezieht er sich auf die vollständige oder teilweise Entziehung vermögenswerter Rechtspositionen im Sinn des Art. 14 I 1 GG (Eigentum) durch einen gezielten hoheitlichen Rechtsakt zum Wohl der Allgemeinheit, d.h. zur Erfüllung bestimmter öffentlicher Aufgaben. Die Enteignung erfolgt demnach durch Verwaltungsakt aufgrund eines Gesetzes (Administrativenteignung) oder unmittelbar durch Gesetz (Legalenteignung), das Art und Ausmaß der Entschädigung regelt. Hiervon kann im Zusammenhang mit der EZB-Geldpolitik keine Rede sein.

In diesem ökonomischen Zusammenhang ist es unangebracht von Enteignung zu sprechen. Eine negative Realverzinsung ist keine Enteignung, sie ist ein Kaufkraftverlust der Ersparnisse. Es gibt auch kein Recht auf positive Realverzinsung.

Die Enteignungs-These baut darauf, dass kaum ein Kunde in der Lage ist, Realzinsbetrachtungen anzustellen.

Zusätzliche Unsicherheit entsteht dadurch, dass erste Banken begonnen haben Negativ-Zinsen auf sehr hohe Kundeneinlagen zu berechnen.

Die aktuelle Zinssituation ist daher für die Sparförderung und die individuelle Altersvorsorge insgesamt schädlich, da sie subjektiv Zweifel am Sparen aufkommen lässt.

Angesichts der gerade im Osten vielfach gebrochenen Erwerbslebensläufe ist aber die Eigenvorsorge für das Alter und damit das Vertrauen darin, dass sich Sparen langfristig in dem Sinne „lohnt“, dass es sichtbare Erträge abwirft, von besonderer Bedeutung.

Für Sparer bedeutet die aktuelle Situation aber auch, dass es ist immer noch besser ist, niedrig verzinsten Festanlagen mit Sicht auf zwei oder drei Jahre in Betracht zu ziehen, als die Gelder „auf Verdacht“ unverzinst liegen zu lassen.

Kunden sollten auch prüfen, ob für sie Alternativprodukte interessant sind. Aktuell werden in der Sparkassenorganisation weitere Alternativen zu klassischen Anlageformen weiterentwickelt. So sollen die Kunden vor realen Vermögensverlusten so gut wie möglich geschützt werden.

### *Wirkung auf Kreditnehmer*

Das Leid der Sparer ist die Freude der Kreditnehmer.

Sowohl Kredite für den Wohnungsbau, wie für den Kauf von Immobilien sind derzeit mit Zinsen um 1,5% extrem attraktiv. Sparkassen beraten Kunden, die das nötige finanzielle „Hinterland“ haben, den Schritt vom Mieter zum Eigentümer zu machen.

Auch Kredite an die Wirtschaft sind aktuell so günstig, wie nie.

Zudem arbeiten Sparkassen daran ihr Kreditgeschäft im Privat- und Firmenkundenbereich auszudehnen.

Im Mittelpunkt steht insbesondere die starke Nachfrage der Kunden nach Immobilienfinanzierungen.

### *Wirkung auf Sparkassen*

Die derzeitige Niedrigzinspolitik beeinträchtigt die Sparkassen betriebswirtschaftlich erheblich. Die Belastung zeigt sich dabei doppelt:

Einerseits erhalten die Sparkassen weiterhin Gelder ihrer Kunden, ohne selbst ertragsreiche Anlagemöglichkeiten dafür zu haben.

Zusätzlich laufen attraktive Eigenanlagen aus. Für deren Wiederanlage sind höherverzinsliche Anlagen mit akzeptablem Risikoprofil praktisch nicht verfügbar.

In Zahlen:

Die Kunden-Einlagenbestände sind bei den Mitgliedssparkassen des Ostdeutschen Sparkassenverbandes mehr als doppelt so hoch wie die Kreditbestände.

Der Überhang wächst seit Jahren stetig. 2014 betrug er 46,4 Mrd. Euro (sieben Milliarden Euro mehr als 2004).

Gerade in der aktuellen Situation ist das eine Herausforderung, denn diese 46 Mrd. EUR müssen anders als in Form von Krediten angelegt werden (in der Regel bei anderen Kreditinstituten oder in Bundeswertpapieren und diese Anlagen rentieren nicht bzw. kaum noch).

Die Gesamterträge der OSV-Sparkassen stammen zu 80% aus dem Zinsertrag. 50% des Zinsertrages wird dabei durch Eigenanlagen der Sparkassen erwirtschaftet.

Daraus ergibt sich die Bedeutung der Niedrigzinsen für o.g. Mitgliedssparkassen.

Die Zinserträge aus den Eigenanlagen sowie der Ertrag durch die Verzinsung des Eigenkapitals werden bei anhaltender Niedrigzinsphase weiter kontinuierlich zurückgehen.

In Japan führte die langanhaltende Niedrigzinsphase dazu, dass es verstärkt zu Fusionen bei den Regionalbanken kam. Regionale Kreditinstitute bauten auch erheblich Präsenz und Personal ab, sie gingen risikoreichere Geschäfte ein, sie suchten und fanden neue Geschäftsfelder (Gründerberatung, Unternehmensnachfolge-beratung, Kreditvergabe außerhalb angestammter Geschäftsgebiete, Wagniskapitalfinanzierungen...).

Dennoch erreichten sie nur, dass der Ertragsrückgang nicht ganz so stark ausfiel, wie ohne diese Maßnahmen.

Es stellt sich damit die Frage, wie eine Sparkasse aussieht, die deutlich geringere Betriebsergebnisse erzielt.