

Auswirkungen der Niedrig- zinspolitik auf die Gesellschaft

Berlin, 19. November 2019

Die Europäische Zentralbank betreibt seit Jahren mit Negativzinsen und Wertpapierkaufprogrammen sowie einer überreichlichen Liquiditätsversorgung eine sehr lockere Geldpolitik. Ausgangspunkt waren die wirtschaftlichen Folgen der weltweiten Finanzkrise 2007/08 und der Euro-Schuldenkrise 2011/12. Das Anfang des Jahres avisierte Einschwenken auf einen allmählichen Normalisierungskurs kam zum Stillstand. Spätestens seit der Ratssitzung im September ist deutlich geworden, dass das Niedrig- und Negativzinsumfeld noch länger Bestand haben wird – mit ihm auch die negativen Begleiterscheinungen.

Vor diesem Hintergrund sind die Auswirkungen der langen Phase ungewöhnlich niedriger und oftmals sogar negativer Zinssätze zu beleuchten. Dieser Standpunkt untersucht vier Haupt-Handlungsfelder und gesellschaftliche Akteure:

- Kreditwirtschaft: Gegenmaßnahmen im Niedrigzinsumfeld zusehends schwierig
- Unternehmen: Goldene Zeiten für Schuldenaufnahme
- Alterssicherung: Erhebliche Belastungen
- Wirtschafts- und Finanzpolitik: Vor großen Herausforderungen

Autoren

Uwe Burkert - LBBW
Uwe Dürkop - Berliner Sparkasse
Jochen Intelmann - Haspa
Dr. Ulrich Kater - DekaBank
Christian Lips - NORD/LB
Dr. Jürgen Michels - BayernLB
Dr. Gertrud Traud - Helaba
Prof. Dr. Carsten Wesselmann
- Kreissparkasse Köln

Koordinatoren

Dr. Reinhold Ricketts
Reinhold.Ricketts@dsgv.de
Dr. Holger Schulz
Holger.Schulz@dsgv.de

Auswirkungen der Niedrigzinspolitik auf die Gesellschaft

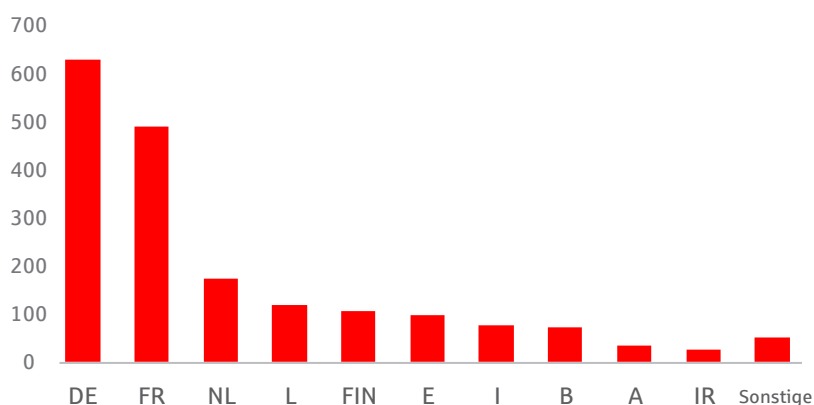
Kreditwirtschaft: Gegenmaßnahmen im Niedrigzinsumfeld zusehends schwierig

Das Zinsergebnis europäischer Kreditinstitute steht im Niedrigzinsumfeld unter Druck. Belastet sind insbesondere Erträge aus der hohen Liquiditätsreserve sowie der Zinsüberschuss aus Kundeneinlagen. Hinzu kommen niedrigere Überschüsse aus der Fristentransformation aufgrund der flacheren Zinskurve, die nicht zuletzt auf die langfristigen Refinanzierungsprogramme der EZB und ihre direkten Käufe langlaufender Anleihen zurückzuführen ist.

Vor allem im Privatkundengeschäft ergeben sich mit den aktuellen Geldmarktsätzen negative Einlagen-Margen. Bei institutionellen und Unternehmenskunden sind zwar bereits seit Jahren negative Einlagenzinsen der Banken die Regel, bei Privaten hingegen scheuen sie sich noch, Einlagen in der Breite mit Minuszinsen zu belegen. Traditionell verfügen deutsche Banken über vergleichsweise hohe Kundeneinlagen. Es sind hierzulande also große Bilanzpositionen betroffen. Zugleich liegt in Deutschland ein großer Anteil der im Euroraum geschaffenen Überschussliquidität. Die Verzinsung von -0,5 Prozent bei EZB-Einlagen belastet deutsche Institute im europäischen Vergleich besonders stark, auch wenn der seit Ende Oktober geltende Staffelzins etwas Erleichterung bringt.

Banken in Deutschland durch negativen EZB-Einlagezins besonders belastet

Überschussliquidität europäischer Banken bei der EZB August 2019, in Mrd. EUR



Quellen: EZB, Helaba Volkswirtschaft/Research

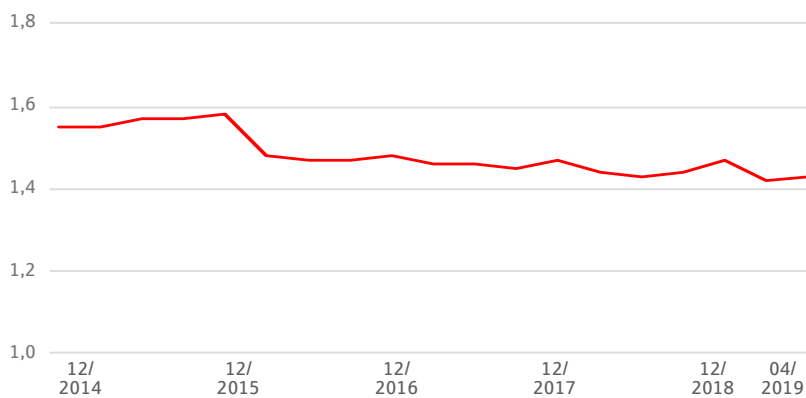
Europaweit versuchen Institute, ihren Zinsüberschuss durch ein erhöhtes Volumenwachstum, die Steigerung von Provisionserträgen und Kostensenkungen zu stabilisieren. Ferner stützen historisch niedrige Kreditausfälle, gestiegene Handelsgewinne und niedrige Refinanzierungskosten die Gewinne. Allerdings befindet sich der Kreditzyklus aus unserer Sicht in einer reifen Phase mit hohem Margenwettbewerb. Nach historisch niedrigen Kreditausfällen des Vorjahrs und sogar Auflösungen von Rückstellungen für die Kreditrisikovorsorge im Unternehmenskundenbereich sind die Kreditrisikokosten bei europäischen Banken zuletzt fühlbar gestiegen. Letzteres wurde durch den seit Anfang 2018 geltenden Rechnungslegungsstandard IFRS 9 verstärkt, der den wirtschaftlichen Ausblick stärker als zuvor einbezieht.

Der Wettbewerb hat sich seit Anfang 2018 deutlich verschärft. Aufgrund unterschiedlicher Geschäftsmodelle wirkt sich dies uneinheitlich aus: Während die Erträge¹ deutscher Kreditinstitute 2018 rund 10 Prozent niedriger ausfielen als 2015, konnten französische und spanische Banken ihre Erträge im selben Zeitraum sogar leicht, um rund 1 Prozent bzw. 4 Prozent steigern. Dabei profitierten die französischen Häuser vor allem von starken Provisionsüberschüssen, während die spanischen Großbanken in den letzten Jahren in den Wachstumsmärkten Südamerikas stark aufgestellt waren.

¹ Zinsüberschuss, Provisionsüberschuss, Handelsergebnis, sowie sonstige betriebliche Erträge

Zinsmarge in Europa per saldo noch recht stabil ...

Zinsmarge*, in Prozent



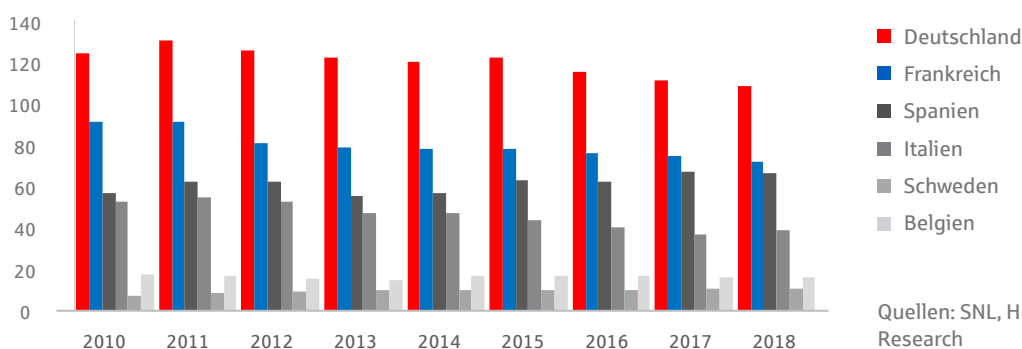
Zinsmarge durch Anpassung der Geschäftsmodelle nur begrenzt kompensierbar

* Zinsüberschuss/zinstragende Aktiva, gewichteter Durchschnitt

Quellen: EBA, Helaba Volkswirtschaft/Research

... allerdings mit merklichen regionalen Unterschieden

Zinsüberschuss bei Banken, Mrd. EUR



Quellen: SNL, Helaba Volkswirtschaft/Research

Immerhin deutete die von der Deutschen Bundesbank durchgeführte Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken (Bank Lending Survey) zuletzt nicht auf eine übermäßige Lockerung der Kreditvergabe-Standards deutscher Banken hin: Der Anteil der Institute, die ihre Kreditrichtlinien als verschärft oder gelockert angaben, war demnach bisher nahezu ausgeglichen. Insgesamt werden die Banken bezüglich des wirtschaftlichen Ausblicks für Unternehmen vorsichtiger und schätzen deren Kreditwürdigkeit zunehmend zurückhaltend ein. Dies zeigt sich auch in den Aussagen zur Margenentwicklung: Waren die Institute diesbezüglich in den Jahren 2015 bis 2018 noch eher lax, so lag hier der Anteil der Häuser mit restriktiver Kreditvergabe zuletzt sogar über dem Anteil derjenigen Institute, die die Kreditvergabe gelockert haben. Die Stabilisierung der Margen ist angesichts der angespannten Ertragslage der Kreditwirtschaft und der objektiv gestiegenen Risiken sicher sachgerecht.

*Kreditvergabestandards
der Situation angemessen*

Insgesamt leiden vor allem Banken und Sparkassen mit klassischen, regional ausgerichteten Geschäftsmodellen und einem vergleichsweise hohen Anteil zinstragenden Geschäfts unter dem Niedrigzinsumfeld. Bei vielen solcher Institute in Deutschland laufen Alt-Bestände an Krediten und Wertpapieren mit höherer Verzinsung zunehmend aus und müssen durch niedriger verzinsten Engagements ersetzt werden. Ein von der Deutschen Bundesbank durchgeführter Stresstest bei kleineren Instituten ergab folglich, dass diese noch im 2. Quartal 2019 auf 5-Jahressicht trotz einer geplanten Ausweitung der Bilanz um 12 Prozent nur mit einem leichten Anstieg der Gesamtkapitalrentabilität rechneten. Die Rentabilität soll von bereits historisch niedrigen 0,42 Prozent der Bilanzsumme 2019 auf 0,46 Prozent zunehmen. Zum Zeitpunkt der Erhebung gingen sie sogar noch von steigenden Zinsen aus, was sich nunmehr als zu optimistisch erweisen könnte. Gemäß Bundesbank gaben ferner mehr als 40 Prozent der Häuser an, in ihren Planungsrechnungen bereits negative Zinsen auf Kundeneinlagen eingepreist zu haben; 2017 wäre dies nur für jedes vierte Institut in Frage gekommen. Steigende Zinsen wiederum würden nur mittel- bis langfristig positiv auf die Gesamtkapitalrendite wirken, kurzfristig jedoch zu fallenden Wertpapierbewertungen und zusätzlichen Kreditausfällen führen. Unterschiedliche Zinsbindungsfristen auf der Aktiv- und der Passivseite würden darüber hinaus dazu führen, dass höhere Zinsen auf der Aktivseite nur langsamer weitergegeben werden könnten als bei Einlagen. Je länger also das Niedrigzinsumfeld andauert, desto schwerwiegender werden demnach die Belastungen bei wieder steigenden Zinsen.

Neben den Niedrigzinsen sind die Banken durch weitere branchenweite Umbrüche belastet. Die in Folge der Finanz- und Eurokrise ergriffenen Maßnahmen führen zu hohen regulatorischen Kosten. Ferner haben die Institute enorme Investitionen in die Digitalisierung zu stemmen. Basierend auf den weit strengeren Eigenkapitalanforderungen ist die

Eigenkapitalprofitabilität branchenweit merklich gesunken. Laut BIZ hat sich das harte Kernkapital bei 86 weltweit tätigen Großbanken² zwischen Juni 2011 und Dezember 2018 um rund 91 Prozent auf 3.720 Mrd. EUR verdoppelt. Geldpolitische Lockerungen auf der einen werden durch höhere Eigenkapitalanforderungen für Kreditengagements auf der anderen Seite konterkariert.

² Mit Gesamt-EK (Tier 1) über 3 Mrd. EUR je Institut.

In Deutschland ist die Profitabilität im Bankgeschäft aufgrund des stark fragmentierten Marktes besonders niedrig. Vom hohen Wettbewerb profitieren unseres Erachtens im Umkehrschluss jedoch die Kunden, da sie auf vergleichsweise attraktiv gepreiste Bankprodukte zurückgreifen können. Die steigenden Kosten, aber auch die durch das Niedrigzinsumfeld resultierenden Ertragsbelastungen haben den Kostensenkungsdruck enorm erhöht. Der Konsolidierungstrend wird sich daher wohl weiter fortsetzen. Dies stellt aus unserer Sicht eine tiefgreifende strukturelle Veränderung dar. Darüber hinaus ist mit fortgesetztem Personalabbau zu rechnen.

Unternehmen: Goldene Zeiten für Schuldenaufnahme

Die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank hat in den vergangenen Jahren zu einem Verfall der Refinanzierungskosten bei europäischen Corporates geführt. Getrieben durch den kräftigen Zinsrückgang deutscher Staatsanleihen erreichten die Renditen des iBoxx-Non Financials im August 2019 ein neues Rekordtief bei 0,37 Prozent. Sehr solide Investmentgrade-Adressen können sich inzwischen frisches Geld zu einem Zinssatz von null oder sogar darunter besorgen. In der Summe hat dies die laufenden Zinsaufwendungen für die Mehrzahl der Unternehmen deutlich gesenkt. Mussten die nicht-finanziellen Gesellschaften des STOXX600 im Jahr 2008 noch knapp 5 Prozent auf ihre Finanzverbindlichkeiten entrichten, bewegt sich die Zinslast inzwischen bei unter 3 Prozent.

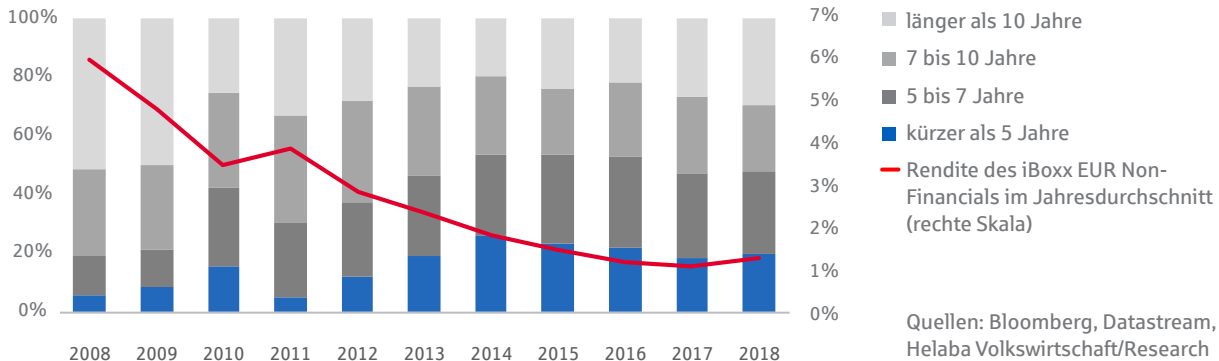
Finanzierungskosten auf Tiefstständen

Kräftig sinkende Refinanzierungskosten: iBoxx EUR Non-Financials



Unternehmen nutzen günstige Langfristfinanzierung

Laufzeiten-Segmente Primärmarkt EUR-Corporate-Bonds vs. Bondrendite



Die Unternehmen haben die günstigen Marktbedingungen jedoch nicht nur für eine Minderung der Zinsabflüsse, sondern auch für eine Erhöhung der Laufzeiten genutzt. In den Jahren 2008 bis 2014 ist der Anteil längerfristiger Bondplatzierungen am EUR-Corporate-Bondmarkt mit einer Fälligkeit von mehr als 7 Jahren von 20 Prozent sukzessive auf die Hälfte des Marktvolumens gestiegen und hat sich in den letzten Jahren auf diesem Niveau eingependelt. Möglicherweise strebt die Mehrzahl der Unternehmen angesichts der bereits schon lange andauernden Niedrigzinsphase keine weitere Ausdehnung der Fälligkeiten an.

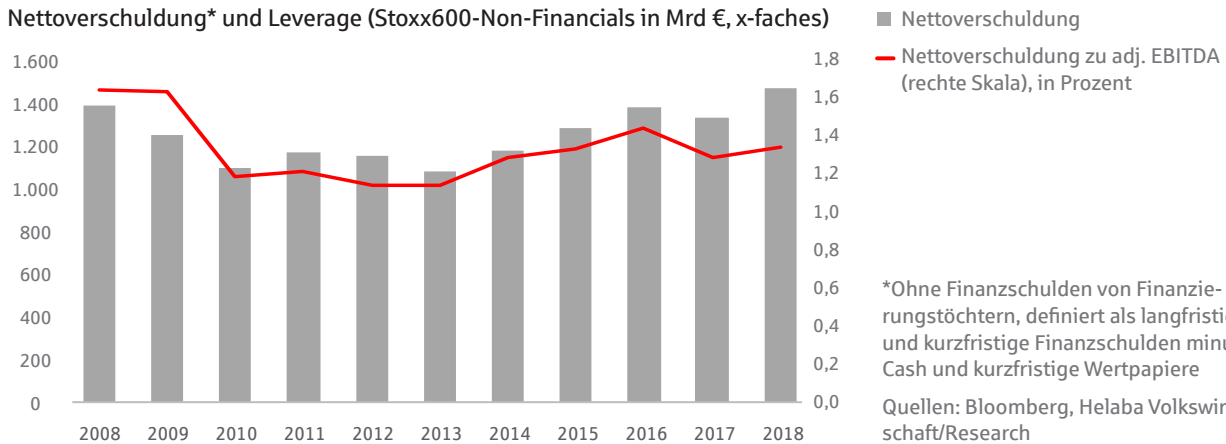
Unserer Analyse nach haben die günstigen Refinanzierungskosten indes nicht zu einer gravierenden, strukturellen Verschlechterung des Bonitätsgefüges am Primärmarkt für EUR-Corporate-Bonds geführt. Von den Krisenjahren 2008 und 2009 einmal abgesehen, hat sich der Anteil von Subinvestmentgrade-Emissionen nicht deutlich ausgeweitet. Das untere Investmentgrade mit den BBB-Ratingklassen entwickelte sich hingegen zur dominierenden Emittentengruppe. In absoluten Summen gerechnet sind High-Yield-Verbindlichkeiten mit dem wachsenden Gesamtmarktvolumen allerdings merklich gestiegen. In einem Krisenszenario sind höhere Ausfälle einzukalkulieren.

Bonitätsgefüge nicht wesentlich verändert

Mit Blick auf nicht-finanzielle Gesellschaften des STOXX600 war in den letzten Jahren in der Breite keine Verschlechterung der Kreditprofile festzustellen. Zwar haben sich die Bruttoschulden insbesondere seit 2014 merklich erhöht. Auf Nettobasis hielt sich der Effekt jedoch in Grenzen. Zudem trug der Anstieg der operativen Gewinne dazu bei, dass sich die Kreditkennzahl Nettoverschuldung / EBITDA zuletzt bei nur dem 1,3fachen bewegte und damit im Rahmen der in den letzten Jahren beobachtbaren Werte blieb. Mit Blick auf das Financial Gearing (Schulden-zu-Eigenkapitalquote) sind die Ergebnisse ähnlich. Mit 78 Prozent lag die Quote genau im Median der letzten elf Jahre. Demnach dürften sich die Bilanzen der nicht-finanziellen STOXX600 Unternehmen in der Mehrheit unverändert in solider Verfassung befinden.

Schuldenquote bleibt auf moderatem Niveau

Nettoverschuldung* und Leverage (Stoxx600-Non-Financials in Mrd €, x-faches)



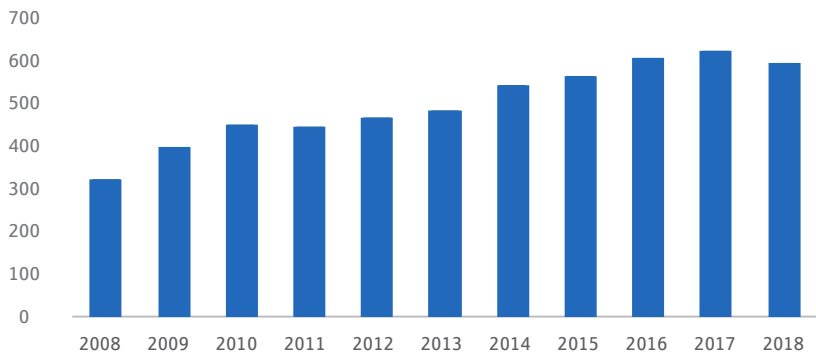
■ Nettoverschuldung
 — Nettoverschuldung zu adj. EBITDA (rechte Skala), in Prozent

*Ohne Finanzschulden von Finanzierungstöchtern, definiert als langfristige und kurzfristige Finanzschulden minus Cash und kurzfristige Wertpapiere

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Steigende Kreditlinien unterstützen Liquiditätslage

Gesamte ungezogene Kreditlinien der Stoxx600-Non-Financials (in Mrd. €) Prozent



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Darüber hinaus haben Corporates in den vergangenen Jahren ihre Liquiditätsreserven durch eine Steigerung der ungezogenen Kreditlinien gestärkt. Offenbar scheinen einige Unternehmen aus den negativen Erfahrungen der Finanz- und Staatsschuldenkrise gelernt zu haben, dass eine solide, vorausschauende Liquiditätsversorgung für Zeiten steigender Risiken von großer Bedeutung ist. Angesichts der verlängerten Fristigkeit der Finanzverbindlichkeit, den immer noch soliden Kreditkennzahlen sowie der gestiegenen Liquiditätsvorsorge sehen wir die europäischen Großunternehmen heute besser auf etwaige Krisen vorbereitet als noch 2007.

Großunternehmen auf Krisen vorbereitet

Da sich die Renditen der Staatsanleihen aller Voraussicht nach auch in den kommenden Jahren auf niedrigem Niveau bewegen werden, halten wir einen weiteren deutlichen Rückgang der Zinslast bei europäischen Unternehmen für wahrscheinlich. Wir rechnen zudem mit steigenden Volumina am EUR-Corporate-Bondmarkt. Gleichwohl dürften die inzwischen recht hohen Preise bei M&A-Transaktionen dazu beitragen, dass die Unternehmensschulden nur moderat steigen. Wir erwarten gegenwärtig keine dramatische Verschlechterung der Kreditprofile.

Alterssicherung: Erhebliche Belastungen

Durch das Niedrig- und Negativzinsumfeld verändern sich die Anlagebedingungen für die Alterssicherung erheblich. Mit einfachen und konservativen Strategien lassen sich langfristig kaum noch positive Erträge erwirtschaften. Aktien und Immobilien profitieren in ihren aktuellen Bewertungen von diesem Anlagenotstand. Die Sparquote steigt zwar seit Jahren. Es ist jedoch fraglich, ob dies ausreicht, um die wachsende Vorsorgelücke zu schließen. Der Druck auf den Staat, die Zuwendungen auszuweiten, wird vermutlich spürbar zunehmen, zumal dieser von den Negativzinsen erheblich profitiert.

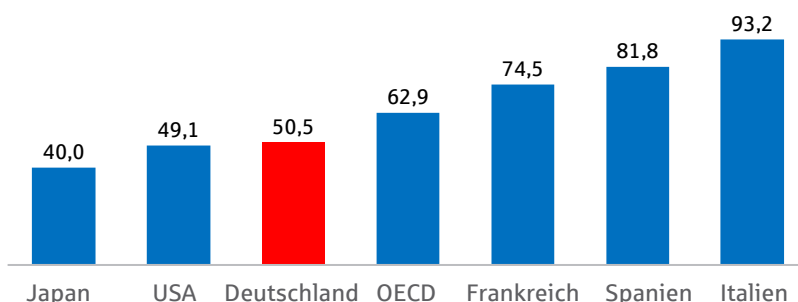
Alterssicherungssysteme sind permanent veränderten gesellschaftlichen Herausforderungen ausgesetzt. Ein Wandel im Erwerbsverhalten der Beitragszahler und demografische Entwicklungen spielten bislang die entscheidende Rolle. Durch die anhaltenden Niedrig- und Negativzinsen ist ein neuer Parameter für die Alterssicherung in den Fokus gerückt. Dies trifft naturgemäß weniger die umlagefinanzierte, gesetzliche Rentenversicherung als vielmehr die kapitalgedeckte, betriebliche und private Altersvorsorge.

Deutschland ist dabei in einer schwierigen Ausgangsposition. Die Nettoersatzquote, die das im Ruhestand verfügbare Einkommen durch eine gesetzliche Rente im Vergleich zum Verdienst während der Erwerbstätigkeit widerspiegelt, ist im internationalen Vergleich unterdurchschnittlich. OECD-Vergleiche zeigen, dass die Quote für deutsche Durchschnittsverdiener mit 51 Prozent deutlich unter dem Mittelwert von 63 Prozent für alle OECD-Länder liegt (Daten von 2017). In den anderen großen Euro-Ländern deckt die gesetzliche Rentenversicherung einen wesentlich größeren Teil ab: In Frankreich liegt die Quote bei 75 Prozent, in Spanien bei 82 Prozent und in Italien sogar bei 93 Prozent. Auch beim Vergleich der Wohneigentumsquote und beim Bruttogeldvermögen liegt Deutschland zum Teil deutlich hinter den anderen Ländern zurück.

Gesetzliche Rente sichert Einkommensniveau in Deutschland nur unterdurchschnittlich

Deutsche müssen mehr zurücklegen als andere

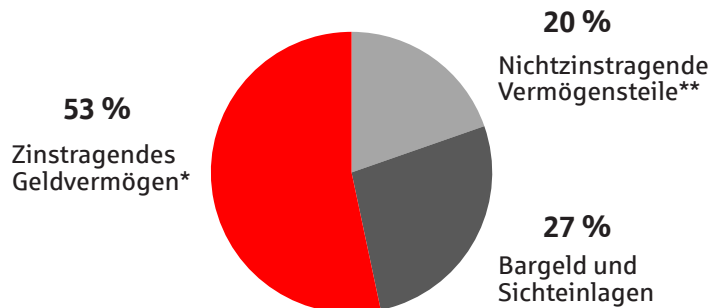
Nettoersatzquote im Prozent des Durchschnittsverdienstes (Männer), 2017



Quellen: OECD, Helaba Volkswirtschaft/Research

Vermögen wirft weniger Ertrag ab

Geldvermögen Private Haushalte in Deutschland, Anteile



* Termin- und Spareinlagen, Anleihen

** Direkte und indirekte Aktienanlagen und Immobilienfonds

Quellen: Bundesbank, GDV, Helaba Volkswirtschaft/Research

Angesichts dieser Konstellation ist es keine Überraschung, dass der deutsche Sparer nicht gut auf die Geldpolitik der EZB zu sprechen ist. Die Erträge auf mehr als die Hälfte des Geldvermögens von rund 6,2 Billionen Euro werden direkt vom Zins beeinflusst. Rund ein Viertel besteht aus Bargeld und Sichteinlagen. Der Rest sind Assets ohne unmittelbaren Zinsbezug. Dies sind vor allem Aktien und Investmentfondsanteile, sowie entsprechende Portfoliobestandteile von Versicherungen und Alterssicherungseinrichtungen. Der Druck steigt, sich verstärkt in unbekanntes Terrain zu wagen. Eine Neuausrichtung der Anlagestrategie ist zwar nicht zwingend ein Nachteil und bietet durchaus auch Chancen. Erschwert werden Anlageentscheidungen allerdings durch ein zunehmend unübersichtliches, geopolitisches Umfeld sowie durch vielfach verzerrte Assetpreise, die nicht zuletzt aus der Niedrigzinspolitik resultieren. Die Kaufprogramme der Notenbanken haben hier Spuren hinterlassen.

Erträge auch abhängig von der Vermögensstruktur

Die lockere Geldpolitik in der Ära Draghi hatte aber auch positive Effekte. Das kräftige Wirtschaftswachstum der letzten Jahre hat die Nachfrage nach Arbeitskräften in Deutschland spürbar erhöht. Davon profitierten insbesondere ältere Arbeitnehmer. Die Beschäftigungsquote der 55- bis unter 60-jährigen stieg im Zeitraum von 2008 bis 2018 um 14,3 Prozentpunkte auf 62,3 Prozent an. Die Gruppe der 60- bis unter 65-Jährigen legte sogar um 21,8 Prozentpunkte auf 42,3 Prozent zu. Dies wirkte sich positiv auf die Alterssicherung der älteren Beschäftigten aus und entlastet insgesamt das Rentensystem. Allerdings stellt sich im Zuge der aktuellen Wachstumsschwäche die Frage, ob diese Entwicklung nachhaltig ist.

Für Beschäftigte stellt sich mehr denn je die bange Frage, wie sie ihren Lebensabend finanziell absichern. Insbesondere für die älteren Arbeitnehmer ist dabei die Planungssicherheit ein entscheidendes Kriterium. Rentenpapiere und darauf bauende Kapitalprodukte boten in der Vergangenheit genau diesen Vorteil. Nun rücken riskantere Anlageformen in den Fokus. Einkommensschwache Beschäftigte sind dabei im Nachteil. Da sie

angesichts ihrer reduzierten finanziellen Spielräume risikoscheuer sind, suchen sie bisher ihr Glück kaum an Aktien- und Immobilienmärkten. Diese wiesen jedoch seit der historischen „Whatever-it-takes“-Rede Draghis im Juli 2012 die mit Abstand beste Performance in Deutschland auf.

Dass die Deutschen (noch) kein Volk von Aktionären sind, ist allgemein bekannt. 2018 besaßen lediglich 16,2 Prozent der Bevölkerung Aktien - Tendenz immerhin steigend. Laut Deutschem Aktieninstitut nahm zuletzt insbesondere die Anlage in Aktienfonds deutlich zu. Vergleichszahlen aus dem Ausland zeigen gleichwohl, dass es hier noch viel Luft nach oben gibt. In der betrieblichen Vorsorge in Deutschland liegt der Aktienanteil mit etwa 17 Prozent deutlich unter den Werten beispielsweise der Schweiz und der Niederlande mit rund 30 Prozent. Der Abstand zu den angelsächsischen oder skandinavischen Vorsorgesystemen ist noch erheblich größer. Angesichts der absehbar schwachen Performance von Anleihen sind hier Anpassungsprozesse zu erwarten. Aktien dürften von dieser Entwicklung strukturell profitieren. Auch Immobilien werden vermutlich als Investitionsobjekt gesucht bleiben.

Es ist absehbar, dass es größere Vorsorgelücken geben wird. Berechnungen der Prognos AG zeigen, dass in einem Niedrigzinsszenario (Rendite 10-jähriger Bundesanleihen notiert in den nächsten etwa fünfzehn Jahren im Bereich von 0 Prozent bis 1 Prozent und danach im Bereich von 1,0 Prozent bis 1,5 Prozent) gegenüber einem eher optimistischen Basisszenario (Rendite steigt bis 2060 wieder Werte über 4 Prozent an) sich die Sparquote zur langfristigen Sicherung des Lebensstandards eines heute etwa 30-jährigen mehr als verdoppeln müsste. Erhöhte Sparanstrengungen würden jedoch das Niedrigzinsproblem weiter verschärfen, und so ist dies nicht erstrebenswert. In der Tat ist die deutsche Sparquote bereits seit Ende 2012 von 9 Prozent auf 11 Prozent gestiegen. Ob sich dieser Trend angesichts des Anlagenotstands jedoch fortsetzt und damit ausreicht, um die Rentenlücke zu schließen, ist fraglich. Zuletzt stockte dieser Prozess.

Höhere Sparquote wäre zum Niveauerhalt des Lebensstandards nötig

Gelingt es jedoch nicht, die kapitalgedeckte Alterssicherung zügig den veränderten Zinsbedingungen anzupassen, droht eine wachsende Vorsorgelücke für breite Bevölkerungsschichten. Dadurch könnten immer mehr Rentner auf ergänzende Arbeitseinkommen angewiesen sein. Der Druck auf den Staat, bislang der Hauptprofiteur vom Negativzinsumfeld, die Zuwendungen auszuweiten, wird vermutlich spürbar zunehmen. Die Rentenausgaben liegen in Deutschland bislang mit rund 10 Prozent des BIP deutlich unterhalb der 15 Prozent-Niveaus beispielsweise in Frankreich und Italien. Die anhaltende Niedrigzinsphase in Verbindung mit dem demografischen Wandel wird nicht nur die kommenden Rentnergenerationen vor große Probleme stellen, die extreme Zinsphase in Kombination mit zu geringen Altersrücklagen könnte sich langfristig auch als Bumerang für die Staatskasse erweisen.

Wirtschafts- und Finanzpolitik: Vor großen Herausforderungen

Die in den vergangenen Jahren sehr expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank hat positive Wirtschaftsimpulse gesetzt. Unkonventionelle Maßnahmen der Notenbanken wie negative Zinsen, Refinanzierungsprogramme für Banken, Ankaufprogramme für Vermögensgüter wie Anleihen sowie die Informationen über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik (Forward Guidance) haben nach dem Ausbruch der Finanzkrise und im Nachgang zur Euroschuldenkrise zu einer Beruhigung der Lage beigetragen. Die Volkswirtschaften wurden stimuliert und Deflationsgefahren reduziert.

Konkret hat die Geldpolitik dazu beigetragen, dass die Kreditzinsen und damit die Finanzierungskosten bei Investitionen deutlich gesunken sind. Dies gilt auch für Hypothekenzinsen. Lagen diese vor der Wirtschafts- und Finanzkrise Ende 2007 noch bei 5 Prozent für deutsche Hypotheken mit Laufzeiten zwischen 5 und 10 Jahren, so müssen aktuell nur noch 1,2 Prozent gezahlt werden. In anderen Ländern der Währungsunion sind vergleichbare Entwicklungen festzustellen. Auch wenn die Investitionstätigkeit nicht allein von den Finanzierungskosten für Kredite abhängt, hat doch die Geldpolitik am Anstieg von Ausrüstungs- und Bauinvestitionen im Währungsverbund mitgewirkt.

Nicht zu übersehen ist zudem der positive Effekt niedriger Kapitalmarktzinsen auf die öffentlichen Haushalte. Die gesunkenen Zinsausgaben haben diese Entwicklung befördert. Beispielsweise in Deutschland ist die Zinssteuerquote, also das Verhältnis von Zinsausgaben des Staates zum Steueraufkommen, von 11,2 Prozent im Jahr 2011 auf 4 Prozent 2018 gesunken. Bis 2021 dürften rund 3 Prozent erreicht werden. Ähnliches ist in anderen Ländern zu beobachten. Nachdem das öffentliche Defizit des Euroraums nach der Wirtschafts- und Finanzkrise und den daraus erforderlichen wirtschaftspolitischen Maßnahmen deutlich von 0,7 Prozent im Jahr 2007 auf 6,2 Prozent im Jahr 2010 gestiegen war, sank es in den Folgejahren auch aufgrund der Geldpolitik kontinuierlich. 2018 betrug das Defizit nur noch 0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Die Staatsverschuldung ist in den vergangenen Jahren – wenn auch nur zögerlich – zurückgekommen. Aktuell liegt sie für den gesamten Euroraum mit gut 85 Prozent jedoch immer noch über den laut Vertrag von Maastricht erlaubten 60 Prozent.

Eine noch expansivere Geldpolitik fördert das Wachstum kaum noch. Die Finanzierungskosten sind auf dem erreichten niedrigen Niveau kein Hindernis für Investitionen. Somit stößt die Geldpolitik an Grenzen. Bremsend wirken die handelspolitischen Unsicherheiten, der „Brexit“, ein zu langsamer Ausbau der digitalen Netze sowie der öffentlichen Infrastruktur. Hinzu kommt der Fachkräftemangel, der in den nächsten Jahren aus demographischen Gründen noch zunehmen wird.

Was ist also zu tun? Zum einen sollte die Strukturpolitik und nicht die Geldpolitik stärker in den Fokus genommen werden. Zum anderen müssen die negativen Auswirkungen der anhaltenden Niedrigzinsphase gemindert werden.

Um das Wachstum im Euroraum zu stimulieren, ist die Wirtschaftspolitik gefragt. Es geht aber weniger um die immer wieder geforderten Konjunkturprogramme, sondern um längerfristige strukturelle Maßnahmen. Ohne eine wirtschaftsfreundliche und stabile Ausgestaltung der handelspolitischen Rahmenbedingungen werden die Bremsen der globalen Investitionstätigkeit wohl nicht gelockert werden. Innerhalb Europas ist eine Lösung für das „Brexit-Problem“ vordringlich. Der Ausbau der Infrastruktur ist kein Grund für ein kurzfristiges Konjunkturprogramm. Insbesondere in Deutschland ist die Auslastung des Baugewerbes weiterhin extrem hoch. Ein kurzfristiges Hochfahren der Aktivitäten erscheint somit nicht möglich. Wichtig ist eine mittelfristige Investitionsoffensive und die Beschleunigung von Genehmigungsverfahren, was die Bereitstellung von mehr Personal erfordert. Die Bauwirtschaft erweitert ihre Kapazitäten, rasche Wunder sind allerdings nicht zu erwarten.

Den demografischen Problemen, die sich ab Mitte des Jahrzehnts in einer erheblichen Verringerung des Produktionspotenzials niederschlagen werden, dürfte nur mit einer längeren Lebensarbeitszeit sowie einer gesteuerten Fachkräfteeinwanderung zu begegnen sein. Entscheidend für das Wachstum im Euroraum wird aber die Produktivitätsentwicklung sein. Mehr Effizienz lässt sich nur durch verstärkte Bildungsanstrengungen, gerade auch in den südeuropäischen Ländern, mit höheren Ausgaben für Forschung und Entwicklung sowie mit einer forcierten Digitalisierung wichtiger Lebensbereiche erreichen. Dies zeigt, dass die Geldpolitik nur noch wenig zur Stimulierung des Wirtschaftswachstums und damit einer wichtigen Voraussetzung für höhere Inflationsraten, beitragen kann. Eine noch expansivere Geldpolitik würde die negativen Effekte verschärfen, ohne die intendierten Ziele zu erreichen.

*Demographische Perspektiven
erfordern ein Maßnahmenbündel*

Die negativen Auswirkungen der Niedrigzinsphase sind nicht zu verkennen: So kann eine zu lange betriebene expansive Geldpolitik zu einer Schwächung der Anreize für den privaten und öffentlichen Sektor führen, seine Verschuldung zu reduzieren. In Ländern wie Frankreich liegt die Verschuldung der Unternehmen bereits über 100 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. In den USA erreicht sie nur rund 75 Prozent, ist aber in den letzten Jahren gestiegen. Nicht auszuschließen ist darüber hinaus, dass sich sowohl die gesamtwirtschaftliche Nachfrage als auch die Kapitalanlage in zinsreagiblen Sektoren verschiebt. Die Folge könnten längerfristig Überkapazitäten bei Bauten und Immobilienblasen sein.

Kleinanleger haben zudem Schwierigkeiten, die Chancen auf den Kapital- und Immobilienmärkten zu nutzen. Sie sind stärker den Konsequenzen der „Negativzinspolitik“ ausgesetzt. Dies verschärft Verteilungsdisparitäten. Die öffentlichen Haushalte hingegen sind die Gewinner der Zinskongstellatation. Damit besteht durchaus Raum, durch Steuersenkungen einiges hiervon an den Bürger, der oftmals auch Sparer ist, zurückzugeben. Um breite Bevölkerungskreise an den Chancen der Kapitalmärkte teilhaben zu lassen, wäre beispielsweise in Deutschland eine Anpassung des Vermögensbildungsgesetzes durch eine Erhöhung der Arbeitnehmersparzulage und einer Ausweitung des Kreises der Anspruchsberechtigten sinnvoll. Zusätzlich würde die Senkung der Grunderwerbsteuern den Aufbau von Immobilienvermögen erleichtern.

Disclaimer

Das vorliegende Positionspapier der Chefvolkswirte entspricht nicht notwendigerweise der Haltung der DekaBank oder der Haltung der jeweiligen Landesbanken und Sparkassen.

Impressum

Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband
Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte
und Wirtschaftspolitik
Charlottenstraße 47
10117 Berlin
Telefon: 030 20225-5303
DSGV-Volkswirtschaft@DSGV.de
www.DSGV.de

Redaktionsschluss dieser Ausgabe

19. November 2019

Gestaltung

Franz Metz, Berlin

Bildnachweis

pixabay/3D_Maennchen

Verantwortlich

Pia Jankowski – DSGV
Direktorin
Leitung Volkswirtschaft, Finanzmärkte
und Wirtschaftspolitik
Pia.Jankowski@DSGV.DE

Dr. Reinhold Rickes – DSGV
Abteilungsleiter
Leitung Volkswirtschaft
Reinhold.Rickes@DSGV.DE

Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter
<https://www.dsgv.de/positionen.html#standpunkte>

ISSN

2509-3851