

Niedrigzinspolitik | 12.06.2014 | Lesezeit 4 Min.

## Vorsichtige Zinswende möglich

*In der Banken- und Schuldenkrise waren niedrige Leitzinsen ein probates Mittel, inzwischen aber birgt diese Strategie immer mehr Nachteile. Eine Studie des IW Köln zeigt, dass unter bestimmten Bedingungen eine wohldosierte Zinswende im zweiten Halbjahr 2015 möglich wäre.*

---

Am 5. Juni 2014 hat die Europäische Zentralbank den Leitzins auf das historisch niedrige Niveau von 0,15 Prozent gesenkt. Weil die Minizinsen aber auf Dauer wie eine Enteignung der Sparer wirken und die private Vorsorge quasi aushebeln, muss irgendwann die Zinswende kommen. Das ist laut einer Studie des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln (IW) möglich, sofern sich die Wirtschaftslage im Euroraum weiter normalisiert. Und das scheint der Fall zu sein:

**Stabilere Konjunktur.** Die Wachstumsaussichten haben sich deutlich verbessert. Schrumpfte die Wirtschaft im Euroraum 2012 noch um 0,7 Prozent, wird für das laufende Jahr ein Plus von gut 1 Prozent prognostiziert, und 2015 dürften es sogar gut 1,5 Prozent sein.

Diese Prognosen stützen sich auf eine Reihe von Frühindikatoren, wie sie der aggregierte OECD-Konjunkturindikator zusammenfasst (Grafik):

---

Seit gut einem Jahr verbessert sich der OECD-Indikator für den Euroraum von Monat zu Monat – er

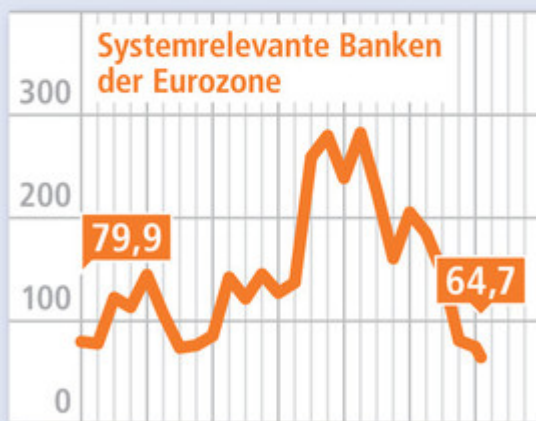
liegt inzwischen auch in den Krisenländern über dem langfristigen Durchschnitt.

---

## Die Finanzmärkte fassen wieder Vertrauen

Mit Credit Default Swaps (CDS) kann sich ein Investor gegen den Ausfall einer Anleihe versichern. Steigt das Ausfallrisiko einer Anleihe, wird die Versicherung teurer, was sich in einem höheren Spread – einem Risikoaufschlag auf die Zinsen – ausdrückt.

Ausfallrisiken von Bankanleihen und Staatsanleihen des Euroraums gemessen anhand der gewichteten CDS-Spreads in Basispunkten (100 Basispunkte = 1 Prozentpunkt)



2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014

Stand: jeweils letzter Tag im Quartal, letzter Wert 30. 4. 2014;  
Banken wurden mit ihrer Bilanzsumme gewichtet, Staaten mit ihrem Bruttoinlandsprodukt  
Ursprungsdaten: Bloomberg, Eurostat

 Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

© 2014 IW Medien · iwd 24

Zudem bescheinigt die OECD den Krisenländern, zahlreiche Strukturreformen umgesetzt zu haben. Die Erfolge dürften sich schon bald zeigen – in Form von mehr Produktivität, Wachstum, Beschäftigung und Wettbewerbsfähigkeit.

Wenn sich der Aufschwung in der Eurozone weiter stabilisiert, werden auch die

derzeit sehr niedrigen Inflationsraten anziehen – eine zentrale Voraussetzung für die Zinswende.

**Keine Deflationsspirale.** Wegen der aktuell geringen Teuerung fürchten manche Beobachter eine Deflation. Deshalb begrüßen sie die weitere geldpolitische Lockerung der EZB und den Einsatz unkonventioneller Instrumente wie negative Einlagenzinsen für die Banken.

Zwar müssen die Währungshüter die Gefahr eines länger anhaltenden Preisverfalls im Blick behalten, doch die jüngste Zinssenkung führt in die falsche Richtung. Denn die Deflationsgefahren sind übertrieben: Zum einen sinken die Preise nicht auf breiter Front; zum anderen steckt hinter dem sinkenden Preisniveau teilweise nichts anderes, als dass die Krisenländer an preislicher Wettbewerbsfähigkeit zurückgewinnen.

**Stabilere Banken.** Auch das Bankensystem hat sich mittlerweile deutlich verbessert – abzulesen ist das an der Kapitalausstattung:

---

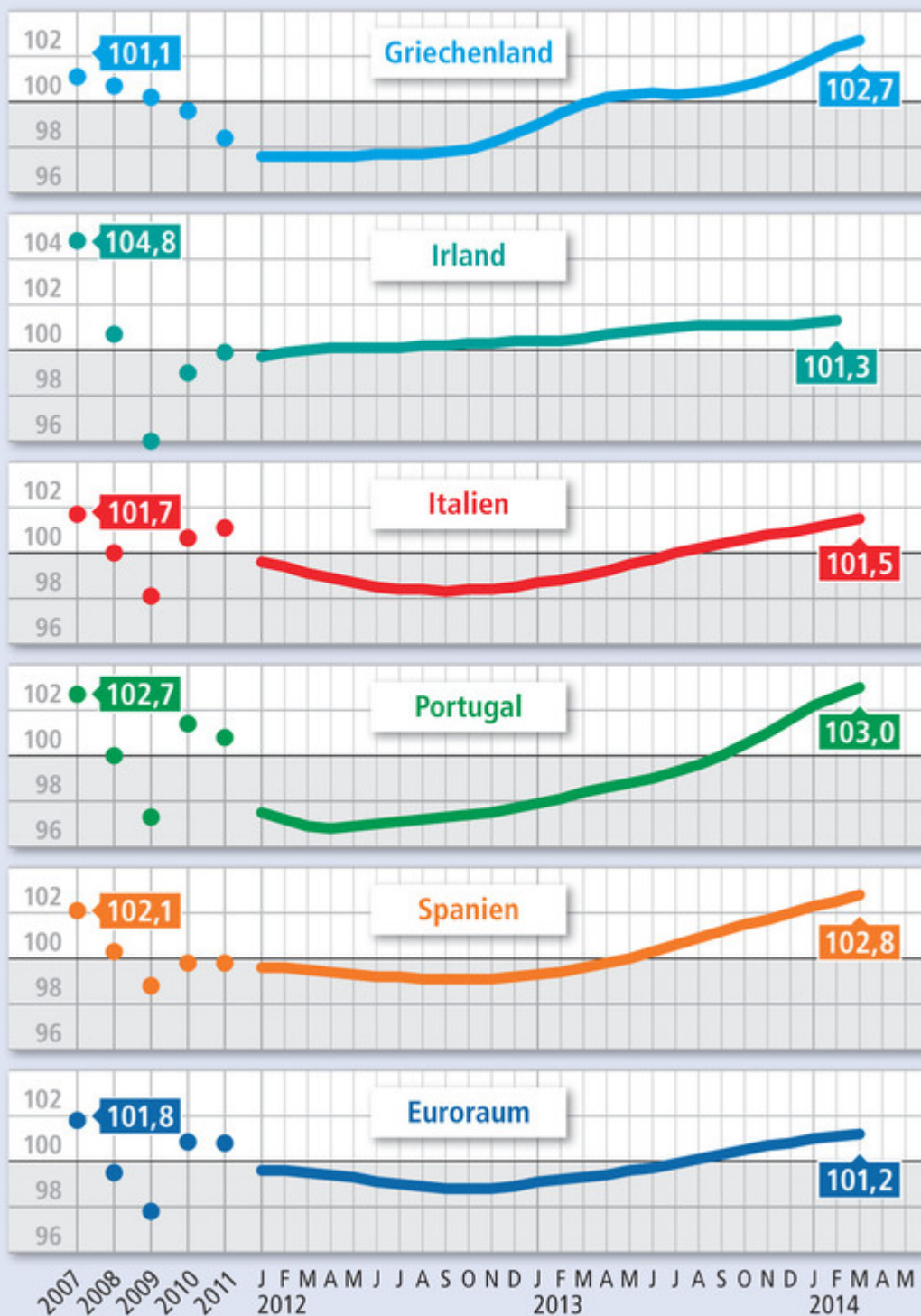
Die großen Banken der Eurozone haben ihre durchschnittliche, nach Risikoklassen gewichtete Eigenkapitalquote von rund 8 Prozent im Jahr 2007 auf rund 13 Prozent gesteigert.

---

Dahinter stehen vor allem höhere staatliche Kapitalanforderungen und Reformen im Bankensystem, was zu sinkenden Risikoaufschlägen beigetragen hat (Grafik):

## Krisenländer: Das Schlimmste ist vorbei

Aggregierter Konjunkturindikator der OECD, der beispielsweise die Auftragseingänge, das Geschäftsklima, die Produktionserwartungen und die Einzelhandelsumsätze enthält (langfristiger Durchschnitt = 100)



Quelle: OECD

Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

© 2014 IW Medien - Iwd 24

Die Ausfallrisiken für Staats- und Bankanleihen in der Eurozone sind massiv gesunken – und mit ihnen die

# Spreads, also die Risikoaufschläge auf die Zinsen.

---

Folglich können sich viele Finanzinstitute wieder günstiger finanzieren. Allerdings nicht alle: Gerade einige Banken aus den Krisenländern haben das Vertrauen der Finanzmärkte noch nicht vollständig zurückgewonnen. Grund dafür ist, dass im Laufe der Wirtschaftskrise der Umfang an notleidenden Krediten stark gestiegen ist. Die betroffenen Banken vergeben daher kaum Kredite an Unternehmen und Privathaushalte, was den Aufschwung im Keim ersticken könnte.

Deshalb sollten diese Banken beim anstehenden Stresstest der EZB gezwungen werden, ihre Bilanzlöcher zu stopfen – womit eine weitere Voraussetzung für den Ausstieg aus der Niedrigzinsphase besser erfüllt wäre.

**Staatsverschuldung und fiskalische Dominanz.** Kritiker behaupten, die Geldpolitik sei zum Handlanger der hoch verschuldeten Eurostaaten geworden. Sie müsse ihr Hauptziel – Preisstabilität – hintanstellen, um über anhaltende Niedrigzinsen die Zahlungsfähigkeit der Staaten zu sichern. Das bezeichnen Ökonomen als „fiskalische Dominanz“.

Diese Sorge ist zwar verständlich, sie sollte aber nicht übertrieben werden. Zwar zeigen sich beim Schuldenabbau im Euroraum bisher kaum Fortschritte. Die strukturellen Haushaltsdefizite der Staaten sinken aber kontinuierlich und die staatlichen Zinsquoten sind erträglich. Daher kann die EZB den Leitzins durchaus auf ein neutrales Niveau anheben, ohne die Tragfähigkeit der Staatsschulden in der Breite zu gefährden.

**Privatverschuldung.** Die hohe Verschuldung von privaten Unternehmen und Haushalten kann in einigen Ländern die Nachfrage für längere Zeit dämpfen. Ziel muss daher ein Schuldenabbau sein, der das Wachstum so wenig wie möglich beeinträchtigt – dazu gehören Schulden- und Zinsnachlässe, Tilgungsstreckungen und gegebenenfalls auch Insolvenzen. Vor allem in Griechenland und Italien bedarf es dazu weiterer Reformen des Insolvenzrechts.

**Schonende Zinswende.** Wenn sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld weiter verbessert, könnte die EZB im zweiten Halbjahr 2015 beginnen, aus der Niedrigzinsphase auszusteigen. Allerdings gilt es zu verhindern, dass die Finanzmärkte davon überrascht werden und überreagieren – wie im Mai 2013 in den USA. Daher sollte die EZB den Leitzins nicht gleich um 0,25 oder 0,5 Prozentpunkte im Quartalsabstand erhöhen, sondern zunächst in sehr kleinen, aber häufigeren Zinsschritten. Zugleich sollte die EZB die Erwartungen der Finanzmärkte mit einer

intensiven Kommunikationsstrategie so gut wie möglich zu steuern versuchen.

### **Kernaussagen in Kürze:**

- In der Banken- und Schuldenkrise waren niedrige Leitzinsen ein probates Mittel, inzwischen aber birgt diese Strategie immer mehr Nachteile.
- Seit gut einem Jahr verbessert sich der OECD-Indikator für den Euroraum von Monat zu Monat - er liegt inzwischen auch in den Krisenländern über dem langfristigen Durchschnitt.
- Die großen Banken der Eurozone haben ihre durchschnittliche, nach Risikoklassen gewichtete Eigenkapitalquote von rund 8 Prozent im Jahr 2007 auf rund 13 Prozent gesteigert.