

Die ökonomische Bedeutung von Nullzinsen

Hayek-Tage 2021

10. September 2021

Salomon Fiedler

Bestimmungsfaktoren des Zinsniveaus

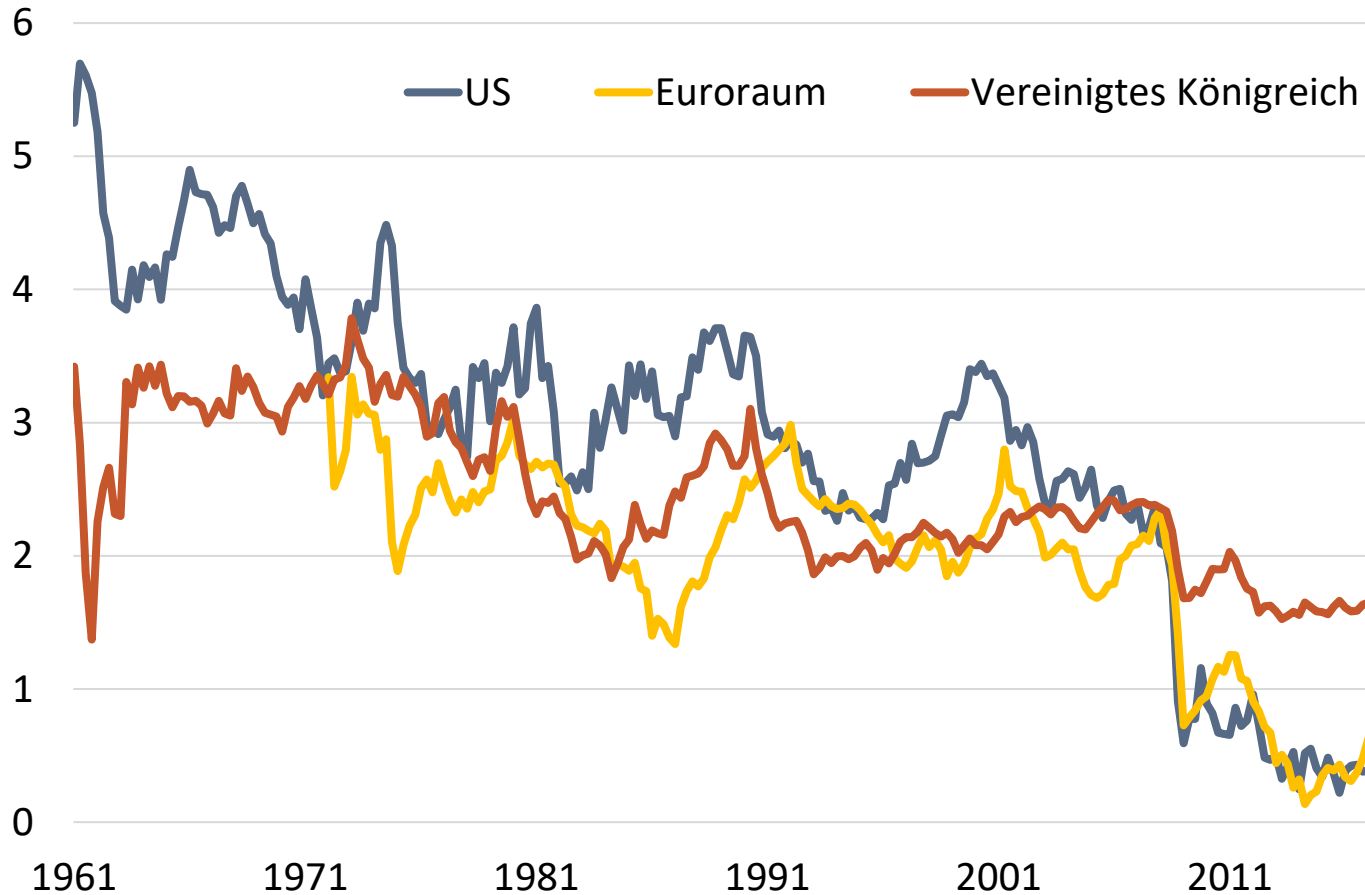
- Finanzmarkt:
 - Benchmark-Zins (z.B. 10jährige Bundesanleihen) bestimmt aus Pfad der erwarteten Zentralbankzinsen
- Fundamentaler:
 - Inflationserwartungen
 - Gegenwartspräferenz
 - Renditeaussichten
 - Nicht ein Zins sondern viele: Aufschläge für Ausfallrisiken, Liquidität, Laufzeit, ...

Bedeutung des Zinsniveaus

- Gesamtwirtschaftlicher realer Nullzins:
 - Gibt es keine positiv rentierlichen Projekte mehr?
 - Selbst in stagnierenden Volkswirtschaften: Kapitalstock erhalten wertvoll
 - Letzter Ausweg: Einlagern von Gütern (evtl. gar mit Verlusten über Zeit)
- Aktuelles und zukünftiges Zinsniveau wichtig für:
 - Einschätzung zur Verschuldung (staatliche und private)
 - Geldpolitik

“Natürlicher” Zins: langfristiger Abwärtstrend?

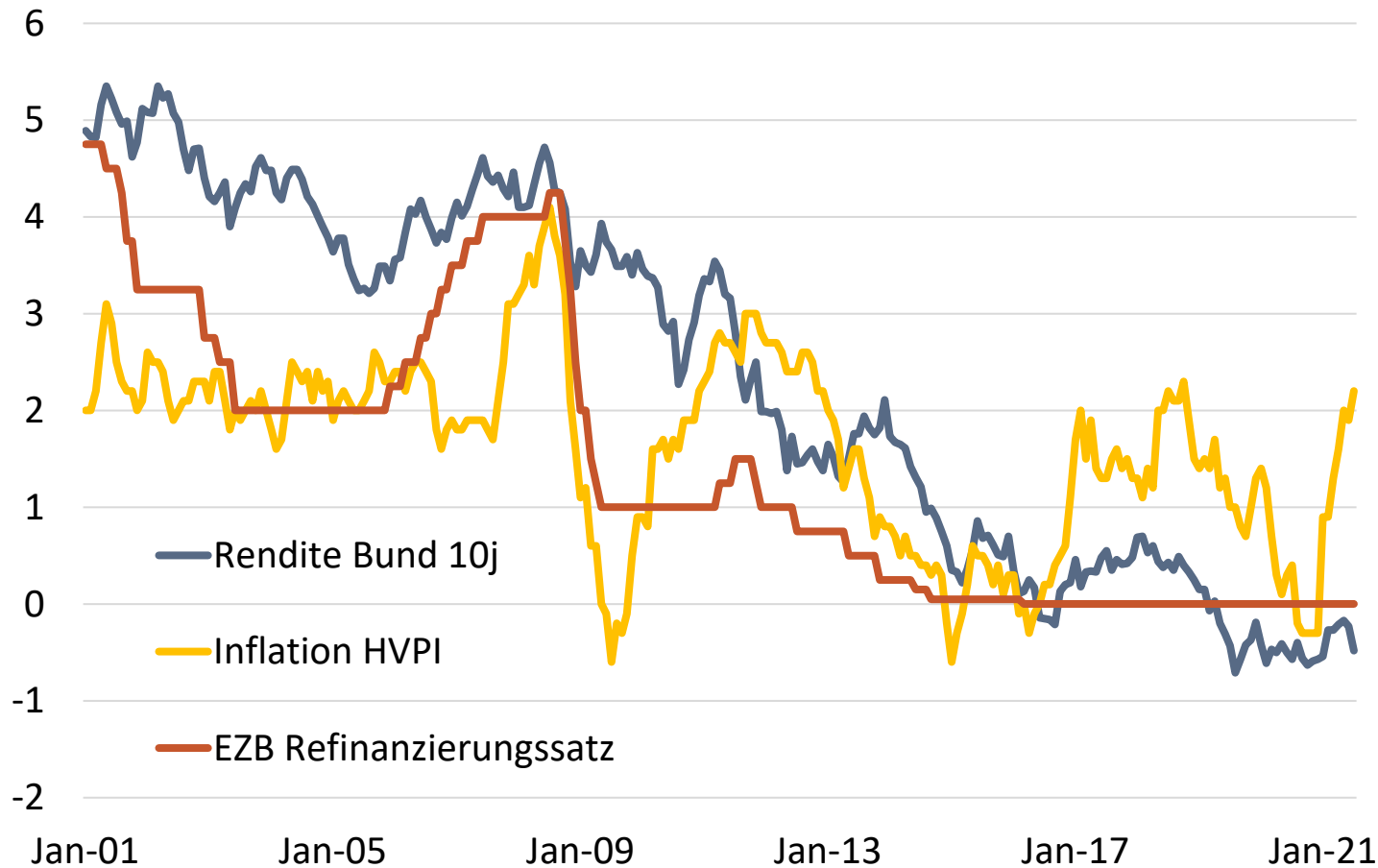
Schätzungen des natürlichen Zinses in %



- Natürlicher Zins: theoretisches Konstrukt für Wirtschaft im Gleichgewicht – Zentralbankzinsen darunter = expansiv, darüber = kontraktiv
- Schätzungen mit großer Unsicherheit, aber generelles Ergebnis: über letzte Jahrzehnte gefallen
- Änderung absehbar?

Leitzinsen an der effektiven Untergrenze

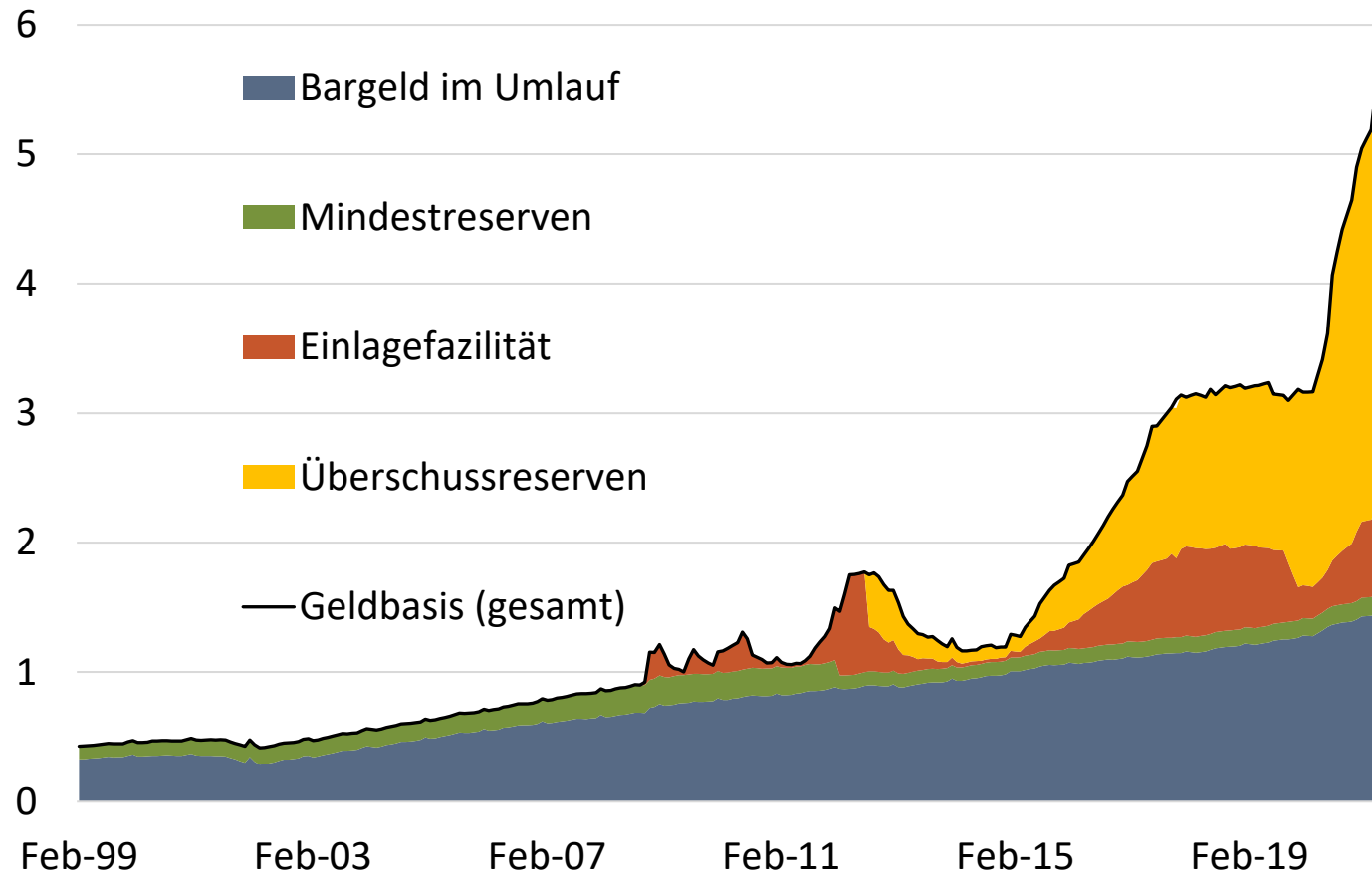
Inflation und Zinsen im Euroraum in %



- In den vergangenen Jahren hätte sich die Zentralbank wohl durchaus höhere Inflationsraten gewünscht
- Sie war aber in ihren Möglichkeiten, zusätzliche expansive Impulse zu setzen, durch die effektive Zinsuntergrenze eingeschränkt – Zinsen können nicht beliebig ins Negative reduziert werden, da nullverzinsliches Bargeld Ausweichmöglichkeit bietet

Außergewöhnliche Maßnahmen begrenzt effektiv

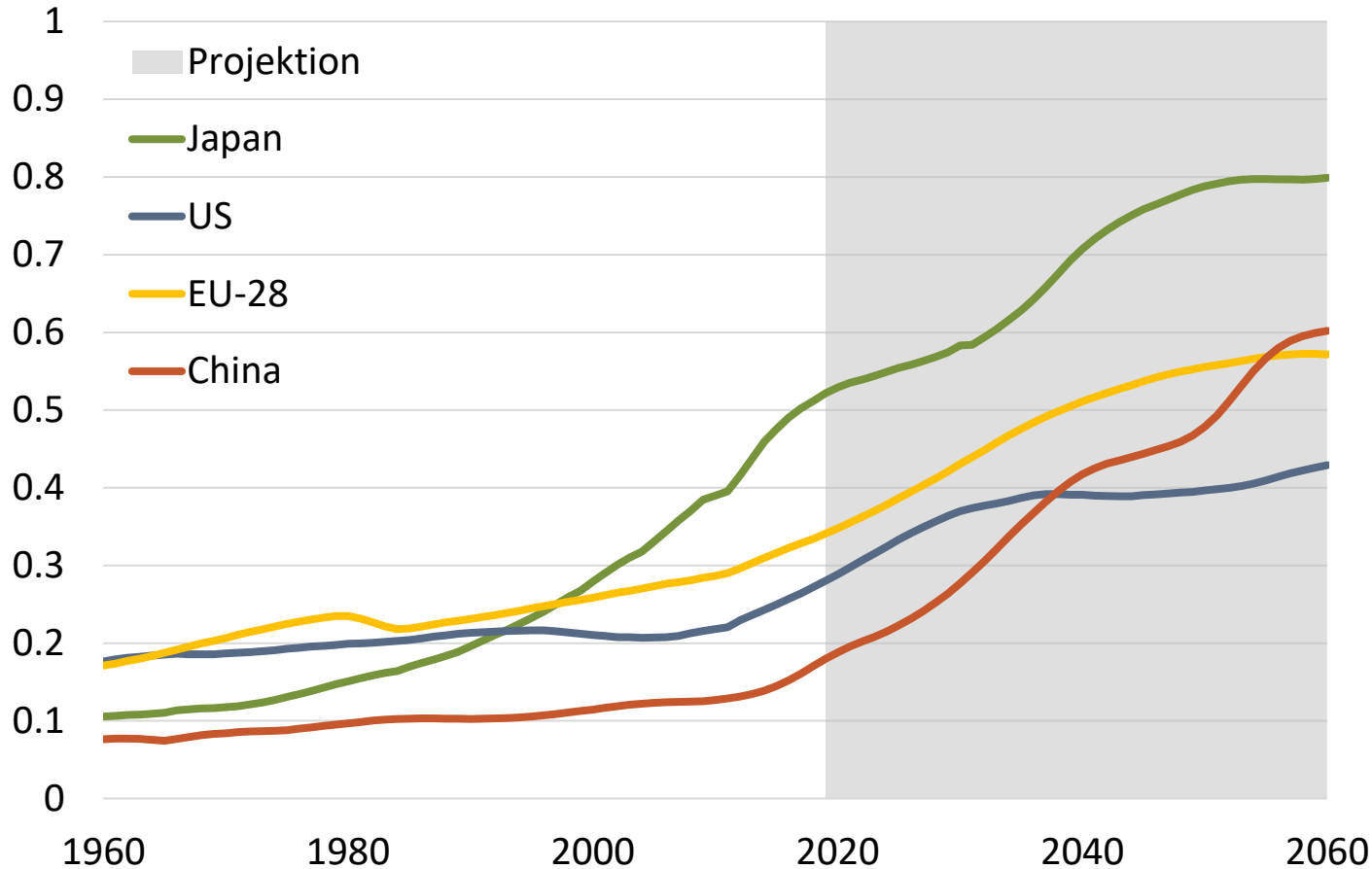
EZB: Geldbasis und Überschussreserven (bn. €)



- EZB verlegte sich auf außergewöhnliche Maßnahmen – längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, Anleihekäufe, etc.
- Diese hatten allerdings, insbesondere gemessen an ihrem Umfang, wohl ebenfalls nur begrenzten Einfluss auf die Inflation – zumindest außerhalb akuter Krisenphasen (Kaufprogramme als Asset-Swap)
- Im Umkehrschluss: Details des Tapering-Pfades sollten Inflation ebenfalls nicht merklich beeinflussen

Demografischer Wandel – Sparangebot und -nachfrage

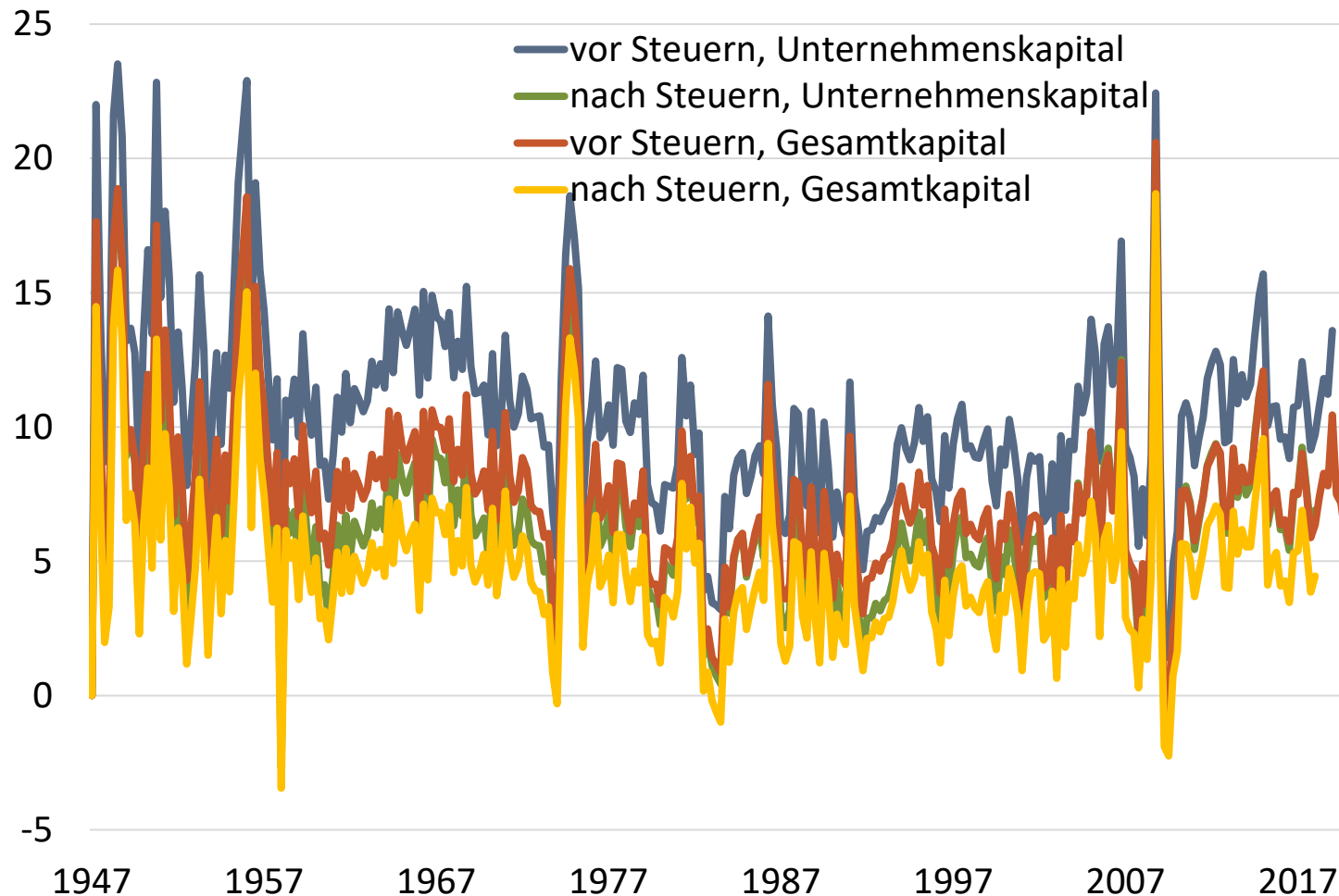
Altersquotienten



- Demographischer Wandel: weniger Geburten, höhere Lebenserwartung
- Verschiebt Verhältnis zwischen Sparern und Entsparern
- Höhere Sparziele für längeren Lebensabend
- Globaler Prozess: Japan voran, aber in EU, China, etc. fangen die Altersquotienten jetzt an, stärker zu steigen
- Übergang zur Entsparphase; auch: weniger Arbeitskräfte

Risikoaufschläge als Treiber des natürlichen Zinses

Kapitalrenditen in % (USA)



- Renditen insgesamt nicht besonders niedrig – Phänomen “risikoloser” Staatsanleihen?
- Risikoaufschläge seit großer Finanzkrise erhöht – Deleveraging-Prozess
- Regulatorische Effekte: Zwang zu bestimmten Portfolios, Risikogewichte
- Wenn sich Risikoeinstellung ändert, steigt somit der natürliche Zins

Weitere Faktoren und Fazit

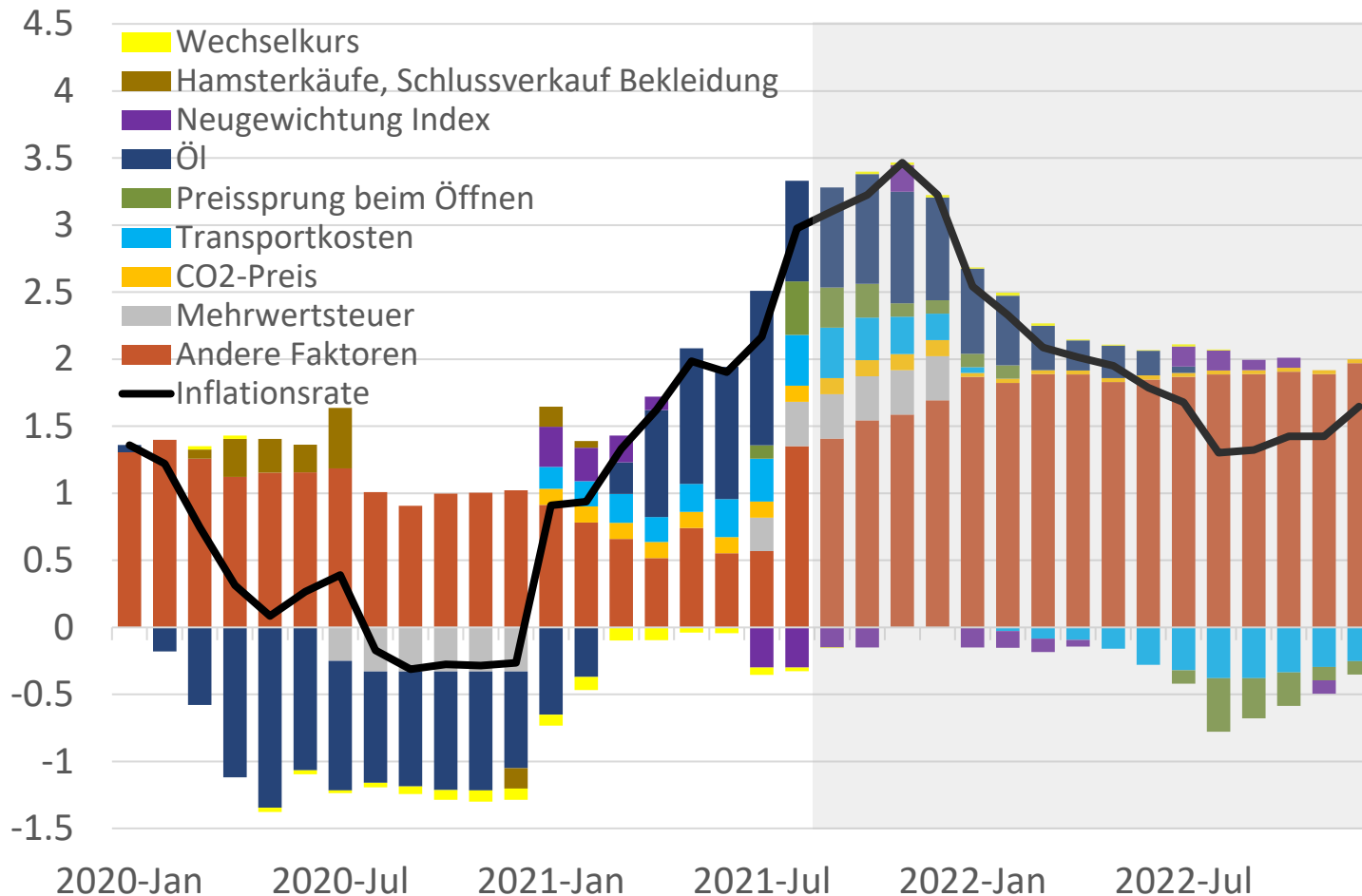
- Globalisierung: schwächt sie sich ab? Negativ für Trendwachstum?
Bemerkenswertes Sparmuster: trotz hohem Kapitalbedarf waren Länder wie China Nettoexporteure
- Grüne Wende (1): weniger Ersparnisbildung durch Ölstaaten
- Grüne Wende (2): hoher zusätzlicher Bedarf an Investitionen (ohne notwendigerweise die Produktivität zu erhöhen – ersetzen bestehender Kraftwerke etc.)
- Insgesamt einige Trends angelegt, die in der mittleren bis langen Frist auch wieder für höhere Zinsen sprechen
- Mindestens in nominaler Betrachtung: Reaktion der Zentralbanken von Bedeutung (Leitzinsanhebung, um Inflation einzufangen; nötiges Ausmaß abhängig von Reaktionsgeschwindigkeit)

Bonus – bei Fragen zur Inflation

- Derzeit hohe Raten in Deutschland und dem Euroraum – temporär oder dauerhaft?

Inflation kurzfristig von Sondereffekten getrieben

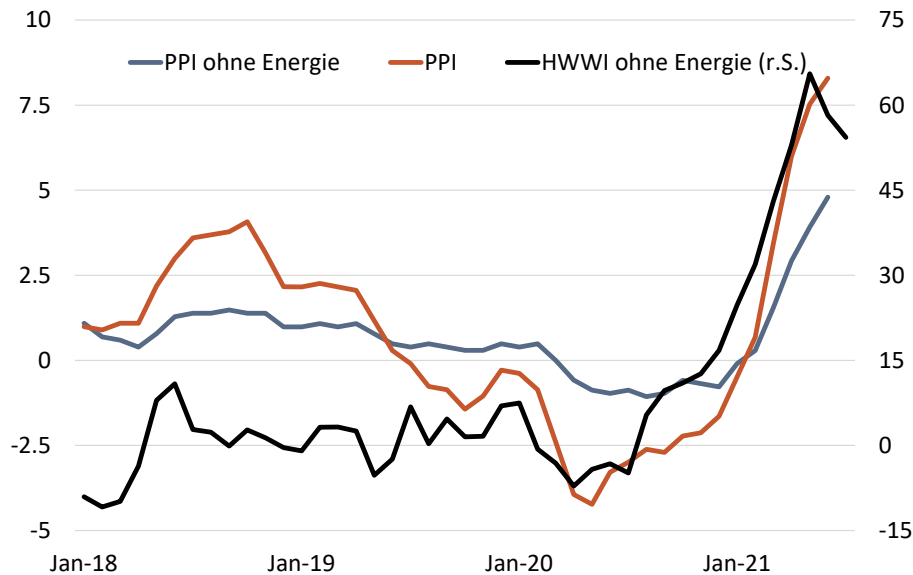
Inflationsrate und Einflussfaktoren



- Gegenwärtig erhöhte Inflation aufgrund von Sondereffekten
- Schon länger absehbar: MWSt, CO₂-Steuer, Wiederanstieg Ölpreis
- Volatilität in den Monatsraten aufgrund statistischer Sondereffekte (Neugewichtung, Imputation)
- Sondereffekte laufen über die Zeit aus, sodass Inflationsraten in 2022 wieder nachlassen dürften

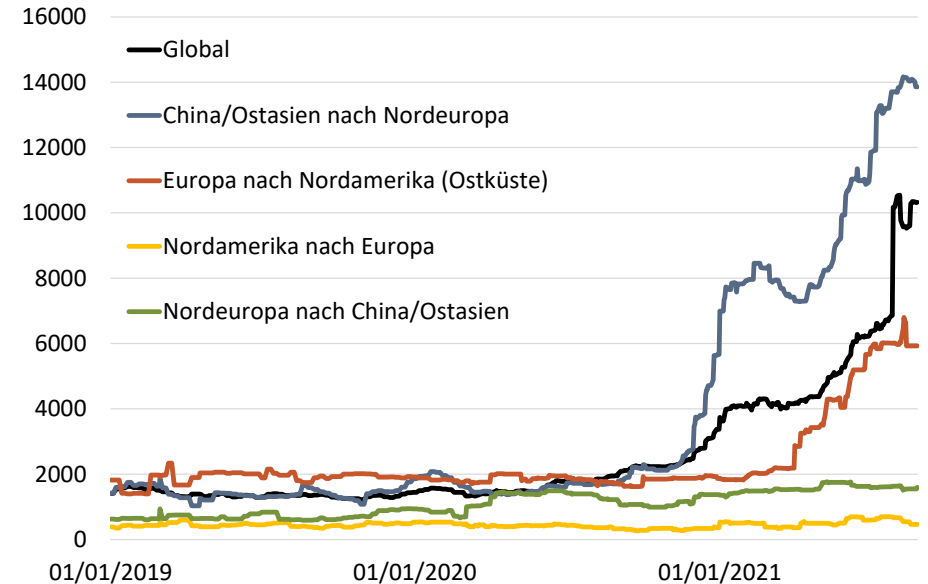
Aufwärtsrisiken prinzipiell ebenfalls temporär

Anstieg Produzenten- und Rohstoffpreise in %



Monatsdaten. PPI: Produzentenpreisindex; HWWI: Rohstoffpreisindex. Quellen: Eurostat, HWWI

Containerfrachtraten in \$/FEU

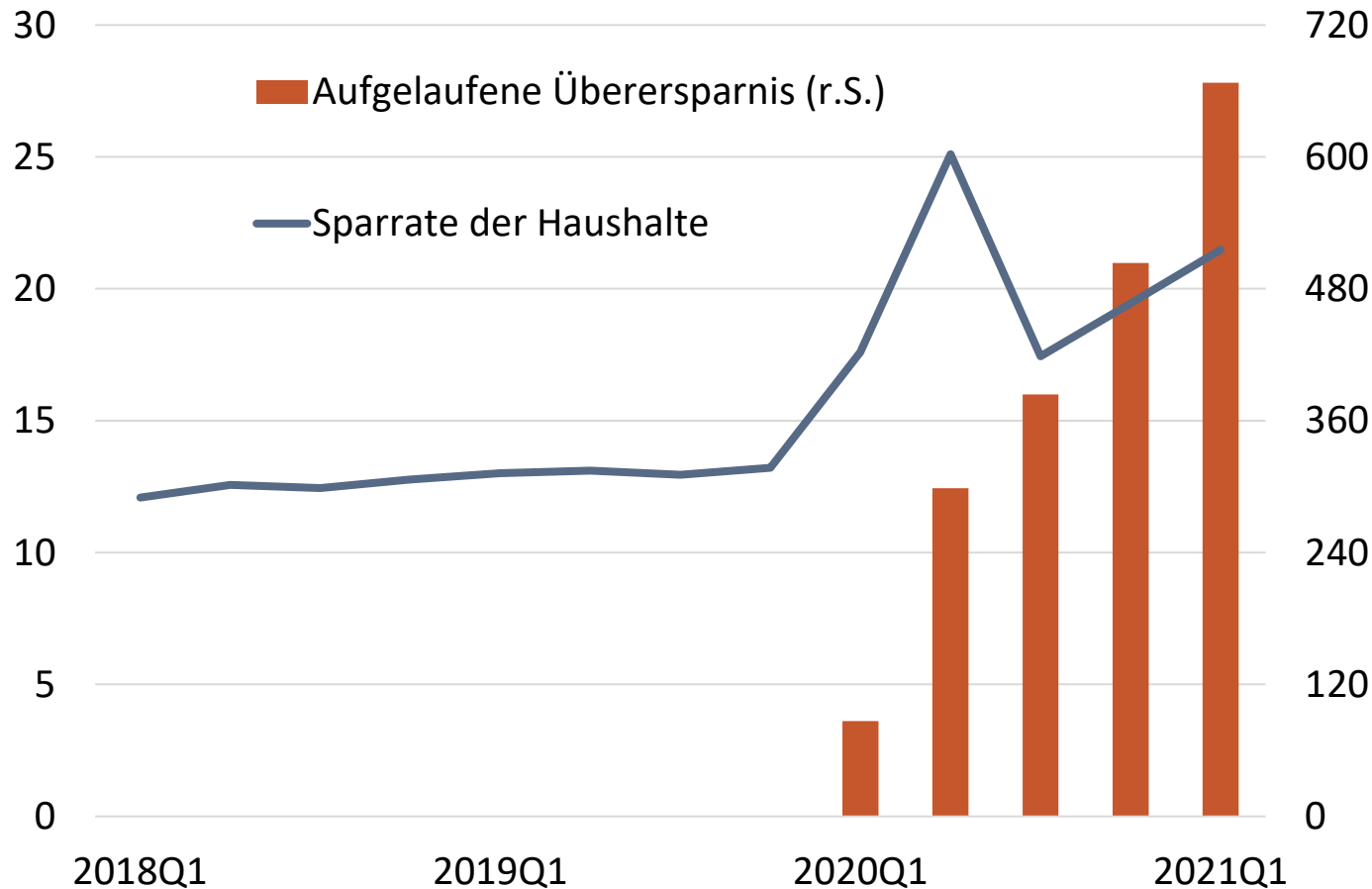


Tagesdaten. Freightos Baltic Index, Median der Spotraten und verbundenen Gebühren für Containerfracht auf verschiedenen Routen, FEU: forty-foot equivalent unit. Quelle: Freightos

- Die Wiedereröffnung der Weltwirtschaft erfolgt ungleichmäßig und es kommt zu Engpässen in den Lieferketten. Dies schlägt sich auch in steigenden Preisen für Vorleistungsgüter und Transportleistungen nieder.
- Schwer abzuschätzen, wie lange es dauert, bis die Lieferketten wieder im Lot sind. In Abhängigkeit vom Ausmaß der Produktionsbehinderungen könnte es noch für eine Weile erhöhte Inflationsraten geben. Danach ist aber mit einer Gegenbewegung zu rechnen – Knappheitszuschläge fallen weg.

Aufwärtsrisiken prinzipiell ebenfalls temporär (2)

Sparrate (%) und Überersparnis (Mrd. €) der Haushalte im Euroraum



- Inflation (und BPI) könnte erheblich schneller steigen, wenn sich Haushalte entscheiden, einen substantiellen Teil ihrer in der Krise zwangsweise angefallenen Ersparnis zu verausgaben.
- Größenordnung: über 10% der jährlichen Konsumausgaben.
- Auch dann würde eine Gegenbewegung bei den Preisen einsetzen, wenn sich die Nachfrage wieder normalisiert.