

IM GESPRÄCH: LARS E.O. SVENSSON

„Die effektive Untergrenze ist negativ, nicht null“

Lars E.O. Svensson, ehemaliger Vize-Chef der schwedischen Zentralbank, hat schon frühzeitig erklärt, dass die Untergrenze der Leitzinsen nicht null ist, sondern sich im negativen Bereich befindet – dort, wo Sparer mit dem Horten von Papiergeld beginnen würden. Aktuell sieht er die USA und Großbritannien in der Lage, die Zinsen wieder zu erhöhen, während der Euroraum wohl noch länger an der Niedrigzinspolitik festhalten muss.

Gibt es eine effektive Null-Untergrenze? Falls nicht, wie weit können Zentralbanken die Zinssätze in den negativen Bereich rücken?

Lars Svensson Wie ich in meiner Rede im Juni 2009 in Washington D.C. dargelegt habe, ist die effektive Untergrenze für die Zinspolitik negativ und nicht null, und sie ist weich und nicht hart. Wie weit die Zinspolitik in den negativen Bereich gehen kann, hängt davon ab, bei welchem negativen Zinssatz Unternehmen und die Öffentlichkeit beginnen würden, in großen Mengen Papiergeld zu horten. Man könnte

meinen, dass Papiergeld null Zinsen abwirft, doch die effektive Rendite ist eigentlich aufgrund von Verwaltungs- und Verwahrkosten einschließlich Maßnahmen zum Schutz vor Kriminalität negativ. 2009 habe ich die Ansicht vertreten, dass die Zinssätze durchaus auf ein Niveau von –25 und wahrscheinlich sogar –50 Basispunkten absinken könnten, ohne dass dadurch übermäßig Papiergeld gehortet werden würde. Nun haben die Schweizerische Nationalbank und die Dänische Nationalbank die Zinssätze noch weiter nach unten auf –75 Basispunkte gedrückt. Es bleibt nun also abzuwarten, ob sich das bezahlt macht oder ob es doch etwas zu weit geht. Fakt ist, dass Zentralbanken gute und zeitnahe Daten zur umlaufenden Geldmenge haben und somit schon innerhalb weniger Wochen feststellen können, ob die Nachfrage nach Papiergeld rapide zunimmt oder nicht. Sollte sich herausstellen, dass plötzlich große Nachfrage nach Papiergeld herrscht, dann werden die Zentralbanken einen Rückzieher machen müssen, doch es

schadet gar nicht, damit zu experimentieren und zu sehen, was funktioniert und was nicht. Es würde mich trotzdem überraschen, wenn die Zentralbanken weiter als –75 Basispunkte nach unten gehen könnten.

Warum haben die Zentralbanken die Zinssätze in den negativen Bereich gebracht?

Lars Svensson Ganz einfach, um die Geldpolitik expansiver zu machen. Die Inflation und die Ressourcennutzung sind zu gering und die Arbeitslosigkeit ist zu hoch. Somit müssen die Zentralbanken alles tun, was in ihrer Macht steht, um die Konjunktur anzukurbeln, auch wenn das bedeutet, Zinsen so weit wie nur möglich in den negativen Bereich zu bringen. In der derzeitigen Situation liegt der neutrale reale Zinssatz – der reale Zinssatz, bei dem man in ein bis zwei Jahren volle Beschäftigung erreichen kann – höchstwahrscheinlich im negativen Bereich, vielleicht sogar bei –2 Prozent. Solange der



LARS E.O. SVENSSON

Vormals stellvertretender Vorsitzender der Sveriges Riksbank

Lars E.O. Svensson war von 2007 bis 2013 stellvertretender Vorsitzender der Sveriges Riksbank, der schwedischen Zentralbank. Vor seiner Ernennung war er über fünfzehn Jahre lang in beratender Funktion für die Riksbank tätig und lehrte gleichzeitig an der Universität Stockholm und später an der Princeton University in den Vereinigten Staaten. Er war Mitglied des Monetary Policy Advisory Board und des Economic Advisory Panel der US-Notenbank in New York. Derzeit ist er Gastprofessor an der Stockholmer Handelshochschule und Affiliate Professor an der Universität Stockholm.



Realzins über diesem neutralen Zinssatz liegt, ist die Geldpolitik eigentlich sogar etwas kontraktiv. Angesichts der Tatsache, dass sich die Inflation in einigen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften dem Nullniveau nähert, bleibt bei einer Nullzinspolitik der reale Zinssatz nahe null, also noch immer über dem wahrscheinlich neutralen Satz. Daher müssen die Zentralbanken die Zinsen in den negativen Bereich drücken, um eine expansivere Geldpolitik zu erreichen.

War die Umsetzung der negativen Zinssätze in Schweden und in anderen Ländern Europas der richtige Schritt?

Lars Svensson In Schweden war das Abdrängen der Einlagenzinsen in den negativen Bereich auf jeden Fall die richtige Maßnahme. Das Problem ist aber, dass auch diese Maßnahme nicht ausreicht und sie zu spät umgesetzt wurde. Schweden befindet sich in seiner derzeitigen misslichen Lage, weil die Geldpolitik drastisch und frühzeitig im Sommer 2010 gestrafft wurde und danach viel zu langsam wieder gelockert wurde. Ohne diese Straffung im Sommer 2010 und die danach nur schleppend einsetzende Lockerung wäre die

Inflationsrate wahrscheinlich viel näher am Inflationsziel gelegen und die Arbeitslosigkeit wäre heute viel niedriger. Dadurch hätte der Schritt zur Nullzinspolitik bzw. zu negativen Einlagenzinsen wahrscheinlich sogar vermieden werden können. Aber lieber spät als gar nicht. Die anderen Länder Europas hätten wahrscheinlich

Negativzinsen zu belasten, und somit kann sich diese Geldpolitik als weniger wirkungsvoll erweisen als ursprünglich erhofft. Doch wenn man bedenkt, wie kritisch die Lage derzeit ist, vor allem in Europa, müssen die Zentralbanken alles daran setzen, die Geldpolitik zu lockern, um einer Nullinflation und im schlimmsten Fall sogar einer Deflation zu entkommen.

„DIE ZENTRALBANKEN MÜSSEN ALLES DARAN SETZEN, DIE GELDPOLITIK ZU LOCKERN, UM EINER NULLINFLATION ODER GAR EINER DEFLATION ZU ENTKOMMEN“

auch davon profitiert, wenn sie Negativzinsen bereits früher eingesetzt hätten. Grob gesagt gilt: Wenn die Inflation gering ist und die Arbeitslosigkeit hoch, sollte die Geldpolitik sehr expansiv gestaltet sein.

Werden negative Einlagenzinsen dabei helfen, die Konjunktur in Gang zu bringen?

Lars Svensson Das können wir noch nicht sagen. Wir möchten, dass diese negativen Einlagenzinsen an die Märkte und die Unternehmen, Konsumenten und Investoren weitergegeben werden. Das Horten von Papiergeld könnte dies jedoch verhindern und die Impulse, die man sich aus den Negativzinsen erhofft, drosseln. Und Banken könnten zögern, Einleger mit

Was sind die Nachteile negativer Einlagenzinsen, und wie bedenklich sind

sie Ihrer Meinung nach?

Lars Svensson Vor einigen Jahren noch waren negative Einlagenzinsen eine neue Idee, die noch niemand ausprobiert hatte, und es gab die verschiedensten Gegenargumente, warum das gar nicht machbar wäre, darunter auch jenes, dass die Softwares der Banken nicht für Negativzinsen programmiert seien. Mittlerweile hat aber jeder genügend Zeit gehabt, sich auf negative Einlagenzinsen vorzubereiten, und manche Zentralbanken haben auch bewiesen, dass sie praktikabel sind. Unter null zu gehen hat nichts mit Zauberkunst zu tun. Es besteht vielleicht ein gewisses Risiko, dass dadurch die Gewinne der Banken geschmälert werden, es sei denn,

sie können die negativen Zinsen an die Einleger weitergeben. In Schweden bilden die vier Großbanken allerdings ein Oligopol und erzielen in guten wie in schlechten Konjunktoren komfortable Gewinne. In den meisten Fällen werden meiner Meinung nach negative Einlagenzinsen nicht kontraproduktiv auf die Kreditvergabe wirken, und ich glaube auch nicht, dass die Gewinne so sehr beeinträchtigt würden, dass die finanzielle Stabilität bedroht

wäre. Ein weiteres potenzielles Problem, das von manchen angeführt wird, ist die Vorstellung, dass sehr niedrige oder negative Zinsen dazu führen, dass Anleger sich zu sehr auf Renditen konzentrieren und übermäßige Risiken eingehen. Höhere Risikobereitschaft ist generell wünschenswert, wenn es darum geht, die Konjunktur anzukurbeln. Insgesamt ist die Risikobereitschaft in vielen Volkswirtschaften nach der globalen Finanzkrise eher noch zu gering als zu hoch.

Das hat zur Folge, dass die Investitionstätigkeit und die Aktivitäten allgemein zu verhalten sind. Natürlich dürfen Verschuldung und Risikobereitschaft nicht ausufern. Beide Faktoren sind streng zu überwachen, und es müssen ausreichend Kapital und Liquiditätspuffer vorhanden sein, um die finanzielle Stabilität zu wahren. Doch ich sehe derartige potenzielle Probleme nicht als Grund dafür, eine Geldpolitik mit niedrigen oder negativen Zinsen nicht zu verfolgen. Im Gegenteil, ich sehe diese potenziellen Probleme als Grund dafür, sich äußerst umsichtig zu verhalten und bereit zu sein, etwaigen Problemen bei Bedarf mit makroprudentiellen Maßnahmen entgegenzuwirken.

Könnten andere geldpolitische Maßnahmen wirkungsvoller und/oder kostengünstiger sein als negative Einlagenzinsen und dennoch von Zentralbankseite her dieselben Ziele erreichen?

Lars Svensson Meiner Meinung nach sollte nicht nur eine Maßnahme isoliert eingesetzt werden; man sollte sich nicht scheuen, mehrere Maßnahmen gleichzeitig einzusetzen in der Hoffnung, dass zumindest einige greifen werden. Dazu gehören niedrige/negative Zinsen, Forward Guidance (die Notenbank gibt Hinweise zu ihrer künftigen Geldpolitik, Red.), bilanzpolitische Maßnahmen wie Anleihekäufe und bei Bedarf auch Devisenmaßnahmen wie

Währungsuntergrenzen und Deviseninterventionen. Eine Devisenpolitik, wie sie von der Schweizerischen Nationalbank verfolgt wurde und derzeit von der Tschechischen Nationalbank genutzt wird, ist umstritten, denn manche sehen darin ein Nullsummenspiel. Natürlich können nicht alle Länder

„INSGESAMT IST IN VIELEN VOLKSWIRTSCHAFTEN DIE RISIKOBEREITSCHAFT NACH DER GLOBALEN FINANZKRISE EHER ZU GERING ALS ZU HOCH“

ihre jeweiligen Währungen gegeneinander abwerten. Doch alle Länder können mit konventionellen und unkonventionellen Mitteln eine expansivere Geldpolitik verfolgen. Geldpolitik ist kein Nullsummenspiel. Wenn man mit der Devisenpolitik die Inflationserwartungen in die Höhe treiben und damit den Realzins herabsetzen kann, ist das nur eine weitere expansive Geldpolitik, wobei der Wechselkurs und



nicht der Zinssatz als Instrument herangezogen wird. Die Erfahrung Tschechiens ist vielleicht ein gutes Beispiel dafür; seit der Abwertung der Währung und der Einführung einer Währungsuntergrenze im November 2013 ist die Arbeitslosenrate gesunken, und die Inflation ohne Steuern ist 2014 gestiegen.

Was sollten europäischen Zentralbanken noch tun?

Lars Svensson Die Risiken, dass die Geldpolitik derzeit zu straff ist, sind in der

jetzigen Situation auf jeden Fall größer als die Risiken einer zu lockeren Politik. In keinem Fall sollte eine Zentralbank den Fehler der Riksbank wiederholen und vorzeitig aus einer lockeren Geldpolitik aussteigen. Zentralbanken sollten sich auch nicht scheuen, die Inflationsziele eventuell einige Jahre lang zu überschreiten, um die Ressourcennutzung zu verbessern und die Arbeitslosenrate auf ein langfristig tragfähiges Niveau zu bringen.

Würden Sie sich hinsichtlich der Frage, ob die Maßnahmen der Zentralbanken die wichtigsten schwächelnden Volkswirtschaften vor einer langen Phase geringen Wachstums oder geringer Inflation bzw. sogar Deflation bewahren können, als Optimist oder als Pessimist beschreiben?

Lars Svensson Ich denke, dass die US-Fed und die Bank of England wahrscheinlich aggressiv genug vorgegangen sind, um zu gewährleisten, dass sich die Lage in den USA und in Großbritannien weiterhin verbessern wird, und um den Ausstieg aus dem sehr niedrigen Zinsumfeld früher oder später zu ermöglichen. Der Euro-Raum und einige andere Volkswirtschaften werden aber meiner Meinung nach noch recht lange an der Nullzins- bzw. Negativzinspolitik festhalten müssen. Generell denke ich, dass diese Maßnahmen der Zentralbanken funktionieren werden, sofern die Entscheidungsträger gewillt sind, sie so weit wie erforderlich auszubauen. Entscheidungsträger müssen zu Risiken bereit sein; jetzt ist nicht der richtige Zeitpunkt für passives oder vorsichtiges Verhalten. Sofern sich die Zentralbanken ausreichend aggressiv verhalten, bin ich relativ optimistisch, dass sich diese Volkswirtschaften aus der derzeitigen Lage retten können. Zögern die Zentralbanken jedoch oder verhalten sie sich passiv, dann werden wir uns wahrscheinlich noch eine Weile nicht vom Fleck bewegen.

Das Interview war Teil der Publikation „Top of Mind“, die von Goldman Sachs Global Investment Research am 27. Februar 2015 für institutionelle Investoren herausgegeben wurde. Leider können wir die Publikation nicht an Privatinvestoren versenden. Die hier aufgeführten Ansichten und Meinungen sind die des Befragten und nicht notwendigerweise die Meinungen von Goldman Sachs.