

Frankfurt, 08. März 2019

Konzept „natürlicher Zins“ – Stellungnahme der DVFA Kommission Geldpolitik

r* ist kein geeignetes Instrument für die Steuerung der Geldpolitik – DVFA Kommission kritisiert methodische Schwächen des Konzepts „natürlicher Zins“

Die DVFA, der Berufsverband der Investment Professionals, sieht mit Sorge, dass die von der EZB initiierte Debatte um die Höhe des sogenannten natürlichen Zinses den Weg bereiten könnte für eine Erweiterung des geldpolitischen Orientierungsrahmens. Ein theoretisches Konstrukt mit solch vielen methodischen Schwächen darf nicht zur Begründung werden für weitere unkonventionelle Maßnahmen der EZB.

Im Dezember letzten Jahres hatte die EZB ein Arbeitspapier veröffentlicht, dessen Autoren darlegen, dass der natürliche Zins seit Jahrzehnten sinke und vieles dafür spreche, dass er im Euroraum aktuell sogar negativ sei. Vor dem Hintergrund, dass selbst die Bank of England bereits geldpolitische Entscheidungen mit diesem Befund begründet hat (Inflationsbericht August 2018), erhält diese vermeintlich akademische Betrachtung geldpolitische Relevanz. Selbst wenn die Leitschnur der EZB das Inflationsziel ist und bleibt – in dem Moment, in dem über den „natürlichen Zins“ auch eine Anhebung des aktuellen Inflationsziels von 2 % ins Spiel kommt, würde damit weiter expansiver Geldpolitik der Weg bereitet. Man könnte dann nämlich argumentieren, die aktuelle Geldpolitik sei gar nicht so expansiv wie es scheine. Für die Zentralbanken weltweit ist die Analyse des natürlichen Zinses deshalb von großer Bedeutung als Referenzmaßstab für die Ausrichtung ihrer Geldpolitik – und sei es nur ex post.

Grund genug für die neu gegründete Kommission „Geldpolitik“ in der DVFA, das Konzept unter die Lupe zu nehmen.

Der natürliche Zins (r^*) wird vielfach definiert als „jene Rate des Darlehenszinses, bei welcher dieser sich gegenüber den Güterpreisen durchaus neutral verhält und sie weder zu erhöhen noch zu erniedrigen die Tendenz hat...“ (Wicksell 1898) Heißt: der Gütermarkt befindet sich im Gleichgewicht und das Preisniveau ist stabil. Übersetzt für die Geldpolitik: Der neutrale (reale) Leitzins ist derjenige Leitzins, der den „Marktzins“ auf das Niveau von r^* bringt.

Der natürliche Zins kann aber nicht gemessen oder berechnet werden, sondern wird geschätzt. Er ist damit stark von den verwendeten Modellen abhängig und variiert über die Zeit. Wenn schon der Referenzmaßstab nicht genau definiert ist, ist es schwierig zu beurteilen, ob die am Markt zu beobachtenden Zinsen darüber oder darunter liegen, die Geldpolitik mithin restriktiv oder expansiv wirkt.

Auch nach Ansicht der Kommissionsmitglieder ist unbestritten, dass r^* in den letzten Jahren und sogar Jahrzehnten tendenziell gesunken ist. Grund seien ein geringeres Trendwachstum und demografische Faktoren.

Die verschiedenen Ausarbeitungen zum Thema stellten richtigerweise fest, dass in den entwickelten Volkswirtschaften die Bevölkerung altere und schrumpfe, weshalb auch die Verfügbarkeit des Produktionsfaktors Arbeit abnehme. Der Produktionsfaktor Arbeit werde vermehrt durch Kapital ersetzt, die Produktivität des Produktionsfaktors Kapital sinke damit, und das geringere Produktivitätswachstum führe zu niedrigerem r^* .

Gleichzeitig nehme die Lebenserwartung zu, und die Menschen betrieben mehr Vorsorge für den längeren Ruhestand. Höhere Sparquoten erhöhten das Kapitalangebot und senkten r^* . Was ebenfalls das Kapitalangebot erhöhe, sei eine zunehmende Einkommensungleichheit: Reiche Haushalte würden einen größeren Teil ihres zusätzlichen Einkommens sparen.

Die Kommission Geldpolitik der DVFA warnt jedoch davor, aus diesen Beobachtungen die falschen Schlüsse zu ziehen.

1. Zunächst gibt es ein erhebliches Maß an Ungenauigkeit. r^* lässt sich kaum seriös ermitteln. Die bisherigen Modellansätze kommen zu stark abweichenden Ergebnissen über die Höhe und weitere Entwicklung von r^* . Außerdem ist die statistische Unsicherheit vieler Modelle recht hoch, und r^* schwankt auch innerhalb vieler Modelle im Zeitablauf stark. Die Entwicklung vieler Einflussfaktoren in der Zukunft lässt sich aber kaum zuverlässig prognostizieren.

2. Häufig werden kurzfristige Zinssätze für die modellbasierte Ermittlung von r^* herangezogen. Um jedoch als Näherungsgröße für die echten Finanzierungsbedingungen in der Realwirtschaft verwendet werden zu können, sollte ein Zinssatz mindestens eine mittlere Laufzeit aufweisen.

3. Vielleicht noch wichtiger ist die Risikokomponente. Weitgehend risikofreie Renditen von Bundesanleihen sind nicht geeignet für eine Antwort auf die Frage, ob und wie stark der aktuelle „Marktzins“ von r^* abweicht. Credit Spreads sind daher zu berücksichtigen, wenn der natürliche Zins den Preis für Finanzierungen in der Realwirtschaft reflektieren soll. Dann würde man sehen, dass die Renditen von Unternehmensanleihen weniger stark gesunken sind als die weitgehend für r^* herangezogenen Renditen von Bundesanleihen. Zieht man die Eigenkapitalverzinsung von Unternehmen mit heran und betrachtet die Gesamtkapitalrendite, ist der Rückgang noch weniger ausgeprägt.

4. Die Fokussierung vieler Modelle auf die Rendite (kurzfristiger) Staatsanleihen greift also zu kurz. Wählt man längere Laufzeiten und berücksichtigt man Risiken, fällt der Rückgang von r^* in den letzten Jahren deutlich schwächer aus.

Neben diesen methodischen Schwächen kommt die DVFA Kommission zu dem Schluss, dass der Geldpolitik gar nicht der Instrumentenkasten zur Verfügung steht, um die relevanten Marktzinsen auf das Niveau von r^* zu bringen. Die klassische Zinspolitik einer Notenbank ist nicht dazu geeignet, risikobehaftete Zinssätze mit einer mittleren bis längeren Laufzeit zu steuern. Es wären somit außerordentliche Maßnahmen wie Anleihe- oder sogar Aktienkäufe erforderlich, um die Finanzierungsbedingungen der Wirtschaft an r^* auszurichten. Damit verstärkt sich der ohnehin bereits zu beobachtende Effekt, dass der Zins, also der Preis des Geldes, seine Allokationsfunktion verliert.

Hierin liegt nach Ansicht der DVFA die eigentliche Gefahr dieser Debatte. Sie ist dazu geeignet, den Weg zu bereiten für eine Orientierung der Geldpolitik an einem fragwürdigen theoretischen Konzept mit der Konsequenz einer dauerhaften Erweiterung des EZB-Instrumentariums um Assetkäufe und einer Verstärkung des Nullzinses. Zwar waren die

Anleihekäufe der EZB in der Vergangenheit durchaus hilfreich. Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB sowie Null- bzw. Negativzinsen sind aber bei Inflationsraten um 1,5% und moderatem Wachstum eigentlich schon seit geraumer Zeit kaum mehr zu rechtfertigen. Wenn nun noch im Verhältnis zu einem gen oder unter Null sinkenden – theoretisch begründeten – natürlichen Zins ein tatsächlicher Leitzins von Null als restriktiv angesehen wird, könnte das als Begründung für dauerhafte Negativzinsen, den anhaltenden Einsatz unkonventioneller Instrumente oder eine Veränderung des Inflationsziels verwendet werden.

„Allein die Debatte über r^* steuert schon die Markterwartungen. Ein Konzept mit derart vielen und gravierenden methodischen Schwächen und Ungenauigkeiten ist jedoch als Kompass für die Geldpolitik abzulehnen“, fasst Dr. Jan Holthusen, Berichterstatter der DVFA Kommission Geldpolitik und Leiter Fixed Income Research der DZ BANK, zusammen.

DVFA Kommission Geldpolitik: Die Arbeitsgruppe wurde im Dezember 2018 gegründet und beschäftigt sich mit Fragestellungen rund um die Normalisierung der Geldpolitik. Sie wird geleitet von DVFA Vorstandsmitglied Ulrike Groschopp, Head of Clearing Strategy and Initiatives bei der Deutsche Börse AG, und besteht derzeit aus folgenden Mitgliedern:

- Uwe Burkert, Chefvolkswirt der LBBW
- Dr. Frank Engels, Leiter Portfoliomanagement von Union Investment
- Dr. Jan Holthusen, CEFA, Leiter des Zins- und Anleihenresearch bei der DZ BANK
- Prof. Dr. Markus Kerber, TU Berlin
- Ingo Mainert, CIO Multi Asset Europe bei Allianz Global Investors (AllianzGI)
- Dr. Hans-Peter Rathjens, CEFA, Senior Strategist bei AllianzGI
- Harald Schmidt, Geschäftsführer APUS CAPITAL
- Dr. Klaus Wiener, Chefvolkswirt und Geschäftsführer des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV)

DVFA: Der Verband ist die Landesorganisation der Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten mit über 1.400 Mitgliedern. Der Verband engagiert sich für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeitet Standards und fördert den Finance-Nachwuchs. Der Verband ist international verankert. Er ist Mitglied von EFFAS - European Federation of Financial Analysts Societies mit über 17.000 Investment Professionals europaweit und auch Mitglied bei der ACIIA - Association of Certified International Investment Analysts, einem Netzwerk mit 100.000 Investment Professionals weltweit.

DVFA e.V.
Mainzer Landstr. 47a
60329 Frankfurt am Main
Tel: +49 (0) 69 / 5000423-155
eMail: mirka.kucerova@dvfa.org