

Univ.-Prof. Mag. Dr. Robert Holzmann
Gouverneur
Oesterreichische Nationalbank

REDE

Wien, 20. Oktober 2021

Rede von Gouverneur Robert Holzmann anlässlich der FMA Aufsichtskonferenz 2021

Sehr geehrte Damen und Herren,

es ist eine große Herausforderung, aber auch ein großes Vergnügen, unmittelbar nach dieser spannenden Podiumsdiskussion zu Ihnen sprechen zu dürfen. Herausragende Expertinnen und Experten haben sich mit der Frage auseinandergesetzt, welche Probleme das Niedrigzinsumfeld für die Finanzmärkte aufwirft. Als Notenbanker bekommen wir oft zu hören, dass wir für die niedrigen Erträge an den Finanzmärkten verantwortlich sind – und damit auch für sämtliche Schwierigkeiten, die dadurch für die Rentabilität der Banken und für die Finanzmarktstabilität entstehen. Aber auch bei den Sparern kommen Null-Zinsen nicht gut an.

Zugleich wird von uns erwartet, dass wir in einer Krise – wie nun etwa in der COVID-19-Krise – die Wirtschaft mit einer expansiven Geldpolitik unterstützen.

Dank der sehr expansiven Geldpolitik in Reaktion auf die COVID-19-Krise wurde den Finanzmärkten sehr viel Liquidität bereitgestellt, wodurch sich diese rasch erholen konnten. Das, wie auch massive fiskalpolitische Unterstützung, hat die Realwirtschaft rasch aus der Rezession geholfen. Dies wiederum ließ deflationäre Tendenzen sich zügig in Luft auflösen – aktuell sind wir mit einzelnen, durchaus signifikanten Preisschüben konfrontiert – aber wir sind sehr zuversichtlich, dass wir unser neu definiertes Inflationsziel von 2% symmetrisch mittelfristig erzielen werden.

Das Problem besteht nun darin, dass die Finanzmarktteilnehmer auf der Suche nach Rendite im aktuellen Niedrigzinsumfeld höhere Risiken eingehen könnten – und zum Teil auch eingehen. Einerseits könnte dieses Verhalten unter Umständen den Keim für die nächsten Finanzkrisen bergen. Andererseits kann eine solche Risikoübernahme aber auch Vorteile bringen, etwa wenn es dadurch zu produktivitätssteigernden Investitionen kommt. Auf diesen Punkt werde ich später noch einmal zurückkommen.

Insgesamt möchte ich heute drei Punkte ansprechen:

- **Erstens** möchte ich veranschaulichen, wieso der reale Gleichgewichtszins nicht nur für die Geldpolitik, sondern auch für Finanzinstitutionen und Finanzmärkte ein wichtiges Konzept darstellt.
- **Zweitens** möchte ich genauer auf einen grundsätzlich bekannten, aber doch allzu oft vergessenen Umstand eingehen – nämlich, dass der stark gesunkene Gleichgewichtszins primär für die weltweit niedrigen Leitzinsen verantwortlich ist. Ich werde daher die Gründe für diese Entwicklung beleuchten.
- **Drittens** möchte ich erläutern, was wir tun können, damit der reale Gleichgewichtszins wieder steigt.

I. Welche Rolle spielt der reale Gleichgewichtszinssatz auf den Finanzmärkten?

Der reale Gleichgewichtszins – auch natürlicher Zinssatz oder r^* – der nicht nur für die Finanzmärkte, sondern auch für die Geldpolitik eine wichtige Rolle spielt, ist zumindest über die letzten 30 Jahren weltweit gesunken. Im Euroraum liegt der Gleichgewichtszins vermutlich um null Prozent.¹ Über die genauen Ursachen für diesen Rückgang wird noch diskutiert; höchstwahrscheinlich spielen verschiedene Faktoren zusammen, die Druck auf den Gleichgewichtszins ausüben – das sind insbesondere das Bevölkerungsalterung, ein Überhang von Ersparnissen gegenüber Investitionen und der Produktivitätsrückgang.

Als ein theoretisches und daher nicht beobachtbares oder messbares Konzept dient der reale Gleichgewichtszins als Richtschnur für die Festlegung des geldpolitischen Kurses. Setzen jetzt die Notenbanken die Leitzinsen höher als den realen Gleichgewichtszins an, so wird der geldpolitische Kurs unweigerlich restriktiv – die Konjunktur verlangsamt sich und die Inflation sinkt.

Wollen wir also – so wie derzeit – das Gegenteil erreichen und die Konjunktur stützen, so müssen wir die realen Leitzinsen niedriger ansetzen als das geschätzte Niveau des realen Gleichgewichtszinses. Abgesehen von der Schwierigkeit, eine nicht beobachtbare Variable in Echtzeit nachzuvollziehen, ist unser geldpolitischer Handlungsspielraum in Zeiten mit einem sehr niedrigen realen Gleichgewichtszins um null Prozent eingeschränkt, und zwar durch die effektive Leitzinsuntergrenze für Nominalzinsen, welche ebenfalls bei null bzw. knapp unter null liegt.

Wir können den geldpolitischen Spielraum nur vergrößern, indem wir unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen implementieren. Und diese stoßen wiederum dann an ihre Grenzen, wenn wir Nebenwirkungen und Fragen der Verhältnismäßigkeit ernsthaft berücksichtigen. Hierbei dürfen wir insbesondere die Finanzmarktstabilität nicht aus den Augen verlieren.

¹ Brand et al. (2018), Borio et al (2017) Summers and Rachel (2019).

Daher ist die geldpolitische Entscheidungsfindung ein Balanceakt: Einerseits gilt es, kurzfristige Finanzmarkturbulenzen zu vermeiden und günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten, um die Konjunkturerholung zu stützen; andererseits soll jedoch kein Umfeld entstehen, das mittel- bis langfristig finanzielle Ungleichgewichte begünstigt.

2. Was sind die Gründe für das Niedrigzinsumfeld?

Ich möchte an dieser Stelle auf einige der Bestimmungsfaktoren für den realen Gleichgewichtszins eingehen, die nicht nur für Zentralbanken und Finanzinstitutionen relevant sind, sondern auch für die Finanzmarktregulierung.

Einer der am häufigsten genannten Gründe für den Rückgang des realen Gleichgewichtszinses ist der demografische Wandel. Die Bevölkerungsalterung wirkt sich über verschiedene Kanäle negativ auf den realen Gleichgewichtszins aus.² So dämpft in der Frühphase des Bevölkerungsalterns steigendes Sparen für die Altersvorsorge den realen Gleichgewichtszins. Da die Änderung der Altersstruktur nicht nur durch die höhere Lebenserwartung, sondern auch durch niedrigeres Bevölkerungswachstum in den Industrieländern bedingt ist, wirkt sich die entsprechende Rückläufigkeit bei den Arbeitskräften unmittelbar dämpfend auf den realen Gleichgewichtszins aus.

Weitere häufig zitierte Gründe für einen Rückgang des realen Gleichgewichtszinses sind einerseits die Hypothese eines Ersparnisüberhangs und andererseits die Hypothese einer verstärkten Präferenz für sichere Vermögenswerte (*safe assets*).

Der wichtigste Bestimmungsfaktor des realen Gleichgewichtszinses ist die gesamtwirtschaftliche Produktivität. Und diese Produktivität ist nicht nur im Euroraum, sondern in unterschiedlichem Ausmaß auch weltweit zurückgegangen. So gibt es nicht nur die direkten Auswirkungen auf den realen Gleichgewichtszins durch die Alterung der Bevölkerung, sondern auch indirekte Effekte der Bevölkerungsalterung auf die Produktivität: Sinkt die Anzahl der Arbeitskräfte, so sinkt auch die Produktivität, da der Grenzertrag des Kapitals zurückgeht.

Ein weiterer Grund für die nachlassende Produktivität ist die schwache Investitionstätigkeit. Sie steht im Einklang mit den bereits erwähnten Hypothesen des Ersparnisüberhangs und der Präferenz für sichere Vermögenswerte, da Investitionen in produktivitätssteigernde Aktivitäten in der Regel mit höherem Risiko verbunden sind. Eine schwache Investitionstätigkeit bzw. eine erhöhte Risikoaversion könnte auch auf einen Mangel an Innovation hindeuten. Auch unterentwickelte Risikomärkte können – wie der Vergleich Europa und USA nahelegt – verantwortlich sein. Nicht zuletzt scheint die rückläufige Produktivität im Euroraum auch auf die geringen Investitionen in technologieintensive Sektoren zurückzuführen zu sein, vor allem im Vergleich mit den USA.³

² Papetti (2020).

³ Modery et al. (2021).

Auch die Zentralbanken wurden teilweise für den Produktivitätsrückgang verantwortlich gemacht. Während sich die Geldpolitik über ihre Wirkung auf die aggregierte Nachfrage prinzipiell positiv auf die Produktivität auswirken sollte, steuern andere Kräfte diesem Effekt entgegen. Tatsächlich kann ein Zusammenhang zwischen Produktivität und Realzinsen bestehen, wenn durch eine Zinssenkung die Anreize für Firmen effizienter zu werden, zurückgehen.⁴ Niedrige Zinssätze können auch weniger produktiven Unternehmen den Markteintritt erleichtern bzw. insbesondere deren Ausscheiden aus dem Markt verzögern, was wiederum Druck auf die aggregierte Produktivität erzeugt (Stichwort Zombie Firmen).

Worauf ich hinaus möchte, ist, dass die Ursachen für das Niedrigzinsumfeld nicht unmittelbar in geldpolitischen Entscheidungen zu suchen sind, die die Zentralbanken frei von den übrigen Rahmenbedingungen gefällt haben. Vielmehr spielen eine Vielzahl unterschiedlicher Faktoren eine Rolle – wie eben die alternde Bevölkerung, die Präferenz für sichere Vermögenswerte oder die sinkende Produktivität. Genauso wenig wie die Zentralbanken für den Rückgang des Gleichgewichtszinses verantwortlich sind, genauso wenig können sie diese Situation im Alleingang ändern.

3. Wie können Finanzinstitutionen und Finanzmarktregulierung dazu beitragen, dass das Niveau des realen Gleichgewichtszinses steigt?

Ich möchte nun den Kreis schließen und einige wirtschaftspolitische Schritte vorschlagen, mit denen wir den rückläufigen Trend des realen Gleichgewichtszinses wieder umkehren könnten. Dabei möchte ich mich vor allem auf jene Schritte konzentrieren, die im Einflussbereich von Finanzinstitutionen und Finanzmarktregulierung liegen.

Mit Blick auf die negativen Auswirkungen der Bevölkerungsalterung zum Beispiel – ein Bereich, in dem ich selbst eine gewisse Expertise vorweisen kann – gibt es eine Reihe von Möglichkeiten, wie man zumindest einige der genannten Probleme lösen könnte. Zuerst könnte unter bestimmten Voraussetzungen das effektive Pensionsalter angehoben werden. Dadurch würde die Anzahl der Arbeitskräfte und das Wirtschaftswachstum nachhaltig angehoben werden, vor allem wenn das Pensionsalter auf die Entwicklung der Langlebigkeit indexiert wird. Diese Maßnahme würde auch die Haushaltsbelastungen für umlagefinanzierte Alterssicherungssysteme und die Notwendigkeit des Sparens für die Altersvorsorge reduzieren.

Darüber hinaus sollten wir auch zusätzliche Maßnahmen zur Hebung der Erwerbsquote umsetzen, wie z.B. im Bereich der Frauenbeschäftigung, oder etwa auch durch die Förderung einer höheren Erwerbsbeteiligung von marginalisierten Gruppen. Alle diese Maßnahmen würden dazu beitragen, das Produktivitätswachstum und auch den realen Gleichgewichtszins zu erhöhen. Natürlich liegen derartige Maßnahmen im Verantwortungsbereich der Politik, aber aus ökonomischer Sicht würden diese Schritte die Produktivität stärken.

⁴ Bergaud et al. (2019), Jordà et al. (2020).

Andere politische Maßnahmen zur Lösung des Problems des Ersparnisüberhangs oder der Präferenz für sichere Wertanlagen können mit produktivitätssteigernden Maßnahmen Hand in Hand gehen. Lassen Sie mich das näher erläutern.

Die Ressourcenallokation in der Wirtschaft wird von den Kreditvergabeentscheidungen der Banken beeinflusst, die wiederum von der Finanzmarktregulierung beeinflusst werden. So tendieren die Banken in einem Niedrigzinsumfeld beispielsweise dazu, die Kreditvergabestandards zu lockern, was zu Kreditbooms und höherer Risikoübernahme führen kann.

Das Problem ist nun, dass sich die Kreditvergabe durch die erhöhte Präferenz für sichere Vermögenswerte zugunsten von Firmen verzerrt, die über hohe Sicherheiten verfügen, auch wenn diese Firmen weniger produktiv sind. Oder anders ausgedrückt: Innovative Firmen, die eine kurze Kredithistorie oder höhere immaterielle – also schwer besicherbare – Vermögenswerte aufweisen, könnten von einer expansiven Geldpolitik weniger profitieren, auch wenn sie produktiver sind. Tatsächlich fällt die höhere Risikoübernahme der Banken tendenziell zugunsten von weniger produktiven Unternehmen mit mehr Sachvermögen aus, wie etwa Firmen in traditionellen, kapitalintensiven Sektoren, was zu Kreditbooms und z.B. Immobilienpreisblasen führen kann. Andererseits hat die Verschiebung hin zu immateriellen Vermögenswerten in der digitalen Wirtschaft Unternehmen dazu gezwungen, produktivitätssteigernde Investitionen mit ihren eigenen Rücklagen zu finanzieren, wozu sie oft nur sehr eingeschränkt in der Lage sind.

Worauf ich hier hinaus will, ist, dass der Zugang zu Finanzmitteln eine wichtige Determinante für die Kapazität von Unternehmen ist, in produktivitätssteigernde Technologien zu investieren – ebenso wie in die Einführung und Verbreitung neuer Technologien. Der expansive geldpolitische Kurs ist eine notwendige, aber nicht ausreichende Bedingung zur Verbesserung des Zugangs zu Finanzmitteln. Und selbst wenn ein expansiver geldpolitischer Kurs verfolgt wird, könnten die produktivsten Unternehmen aufgrund der beschriebenen Fremdkapitalbeschränkungen, trotzdem finanziellen Engpässen unterworfen bleiben.

Ich bin davon überzeugt, dass wir nicht nur die Kapitalisierung der Banken fördern sollten, sondern auch die Kapitalisierung von Unternehmen, und zwar über Eigenkapital. Ich bin außerdem davon überzeugt, dass die Sicherstellung von adäquater Finanzierung für Startups, innovativen und rasch wachsenden Firmen in den nächsten Jahren unsere Priorität sein sollte. Generell sollten wir den Kreislauf der niedrigen Investitionen und der erhöhten Risikoaversion durchbrechen, ohne jedoch die Finanzmarktstabilität zu gefährden. Das bedeutet, dass zu den politischen Prioritäten der nächsten Jahre auch die Risikokapitalfinanzierung gehören sollte, insbesondere da die Regierungen und Zentralbanken nun begonnen haben, die krisenbedingten Unterstützungsmaßnahmen auslaufen zu lassen. In Österreich ist die Eigenkapitalfinanzierung, vor allem von kleinen und innovativen Firmen, jedenfalls ausbaufähig. Ein diesbezüglicher Schulterschluss aller Stakeholder – das sind die Finanzinstitute, die Unternehmen, die Politik und letztlich auch die Aufsicht im Rahmen des Möglichen – sollte uns im Interesse des Standort Österreich ein Anliegen sein.

Zum Abschluss möchte ich in aller Kürze den Bogen nochmals weiter spannen – nämlich zur Klimaneutralität unserer Wirtschaft:

Die notwendige Umstellung unserer Wirtschaft auf Klimaneutralität stellt das größte Transformationsprogramm zumindest seit der Industrialisierung im 19. Jahrhundert dar. Diese Transformation kann gut oder schlecht gemanagt werden. Eine gut gemanagte Transformation wird die eben vorgestellten Ansatzpunkte aufgreifen, und darüber hinaus viele weitere Maßnahmen umsetzen müssen. Dann besteht – neben den unbestreitbaren, gigantischen Herausforderungen – auch die Chance, dass die Transformation zur Klimaneutralität neue, innovative und stark wachsende Unternehmen hervorbringt – ganz im Sinne der Theorie „der kreativen Zerstörung“ des großen österreichischen Ökonomen, Joseph Schumpeter. Diese Unternehmen werden neue Technologien und Prozesse entwickeln, die wiederum zu deutlich sinkenden Preisen führen werden – wie z.B. im Bereich Green Energy oder Green Transport.

Gut und mutig gemanagt, kann der Kampf gegen den Klimawandel zu einem gewaltigen Wachstumsprogramm werden! Ja er muss es. Denn nur unter diesen Bedingungen ist nachhaltiges Wirtschaftswachstum möglich und sinnvoll.

Ich danke für Ihre Aufmerksamkeit!