

Prof. Dr. Gerhard Rösl

Der folgende Artikel ist in leicht gekürzter Form in der Börsen-Zeitung vom 25.4.2014 erschienen.

### Finanzielle Repression – nicht nur ein Hirngespinnst

Das derzeit historisch niedrige Zinsniveau an den Geld- und Kapitalmärkten führt zweifellos zu steuerähnlichen Belastungen bei den Sparern, die sich gegenwärtig im Vergleich zu früheren Perioden einem unerwartet starken und nachhaltigen Rückgang ihrer Zinserträge gegenüber sehen. Bei einigen Anlageprodukten, wie etwa Bundesanleihen, verliert der Sparer derzeit sogar effektiv Netto-Vermögen, da die zu erzielenden Zinseinkünfte nicht einmal mehr den Realwertverlust des eingesetzten Kapitals durch die Inflation kompensieren. Verantwortlich hierfür sind primär die Zentralbanken, die seit nunmehr sieben Jahren die Geldmärkte weltweit mit Liquidität fluten. Dies führt zunächst am kurzen Ende des Marktes zu faktischen nominalen Nullzinsen, gibt aber auch den Banken den Anreiz bei der Jagd nach Ertragsquellen, zusätzliche Mittel an den Kapitalmärkten zu investieren. Im Ergebnis findet man künstlich aufgeblasene Wertpapierkurse, sinkende Kapitalmarktzinsen sowie statt einer notwendigen Entkoppelung von Bankenkredit und Staatsfinanzierung eine zunehmende wechselseitige Abhängigkeit.

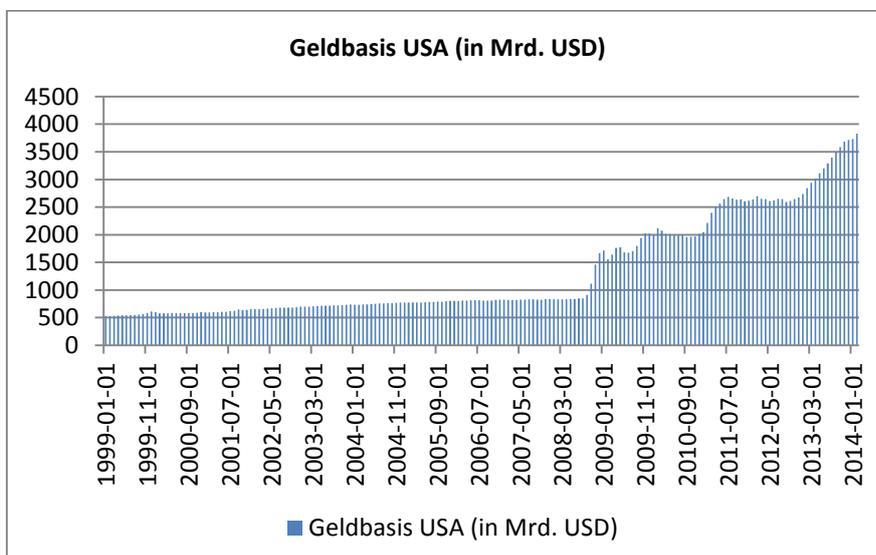
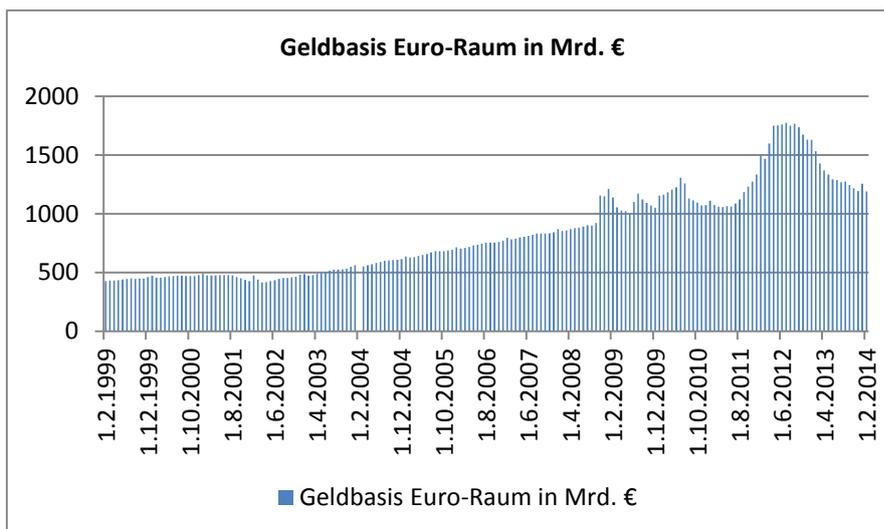
Unter Ökonomen strittig ist vor allem die Ursache hinter der Politik des leichten Geldes. Eine wohl vergleichsweise kleine Gruppe von Wirtschaftswissenschaftlern sieht als eigentliche Begründung für das niedrige nominale Notenbankzinsniveau nur die konsequente Anpassung der Leitzinsen (oder allgemeiner der monetären „Geldzinsen“

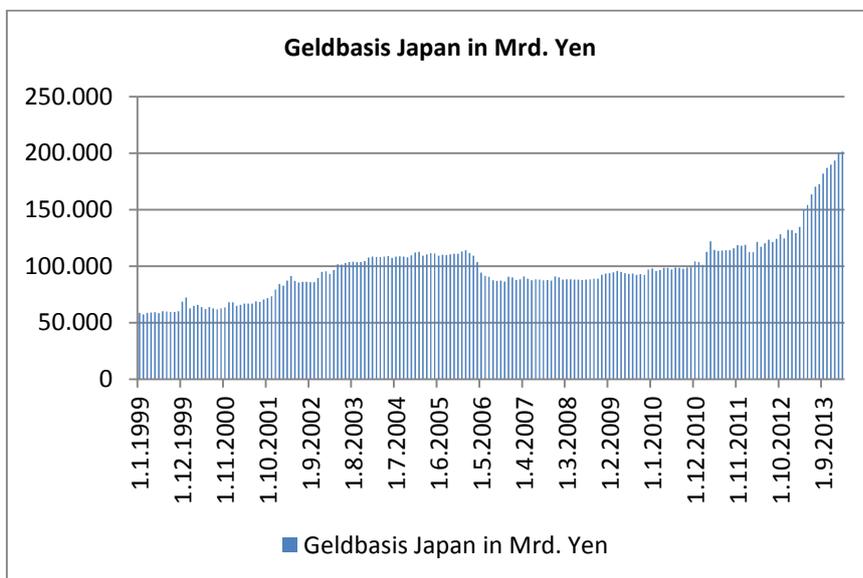
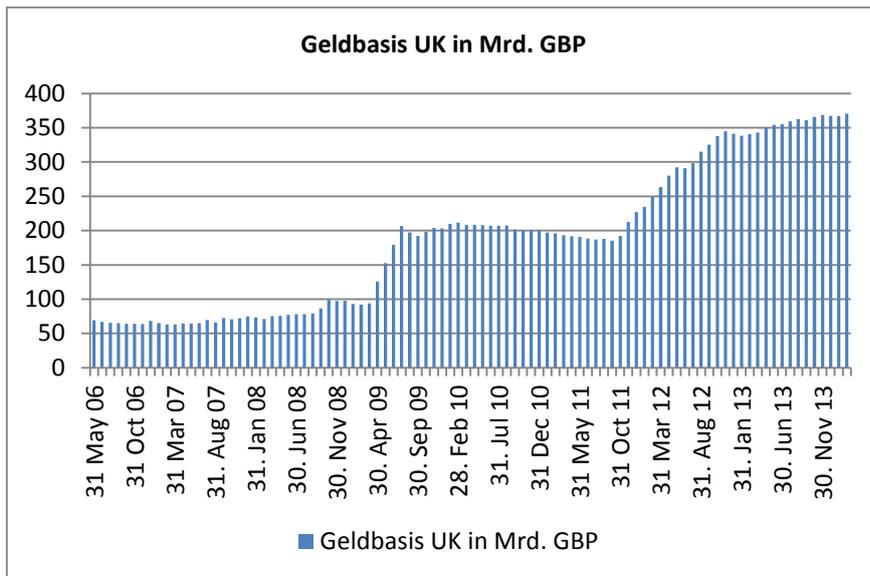
bzw. „Kreditzinsen“) an einen strukturell gesunkenen „natürlichen“ Realzins. Dieser Zinssatz, der als realwirtschaftliches Phänomen der ökonomischen Theorie folgend bei unveränderten monetären Rahmenbedingungen Sparen und Investitionen ins Gleichgewicht bringt, sinke – so die These – als Folge einer den Investitionsbedarf übersteigenden „Sparschwemme“ („savings glut“), die ihre Ursache entweder in den Schwellenländern finde, oder eines veränderten Sparerverhaltens alternder Industriegesellschaften. Von finanzrepressiven Maßnahmen könne also keine Rede sein, da nach dieser Lesart die jetzige Phase der Zinssenkungen nichts anderes als marktwirtschaftliche Gleichgewichte darstellen. Wollte man wieder ein höheres Zinsniveau weltweit erreichen, so wäre eine massive (freilich auf kreditfinanzierte) Erhöhung der staatlichen Investitionstätigkeit zu empfehlen. Zudem wird angeführt, dass das Phänomen der finanziellen Repression schon deshalb nicht vorliegen könne, weil die Zentralbanken bei ihrer expansiven Geldpolitik ja keine Zwangsmaßnahmen wie etwa eine privilegierte Bevorzugung von Staatsbanken bei der Refinanzierung oder Kapitalverkehrskontrollen anwenden würden. Und wer mit dem Zinsniveau von deutschen Bundesanleihen nicht zufrieden sei, der könne ja auch Staatstitel von europäischen Südländern kaufen oder am (bereits überkauften) Aktienmarkt investieren.

Eine solche Argumentation mag zwar auf Seiten der Politik und bei den Zentralbanken gerne gehört werden, vergleichsweise risikobewusste Sparer vermag sie jedoch nicht zu überzeugen; ebenso wenig hält sie einer näheren analytischen Prüfung stand. So kann etwa die zunehmende Ersparnisbildung der Schwellenländer leicht als unmittelbare Folge von Abwertungsstrategien insbesondere der chinesischen Zentralbank erklärt werden. Hinter dieser Politik stehen aber handfeste wirtschaftspolitische Gründe der Exportförderung und damit der inländischen Beschäftigungssicherung und nicht eine strukturell höhere Sparneigung der Privathaushalte, die ja gerade in China aufgrund zahlreicher Kapitalverkehrsbeschränkungen ohnehin ihr Geld nicht frei an den Weltkapitalmärkten anlegen können. Es ist hier also das vorgegebene wirtschaftspolitische Ziel als Anfang der Wirkungskette zu identifizieren, das dann unter Instrumentalisierung der Geldpolitik zu entsprechenden Bestandsveränderungen an Liquidität und damit zu Reaktionen von „Preisvariablen“ wie dem Wechselkurs, dem „Geldzins“ und dann dem „natürlichen“ Ex-post-Realzins führt, die ihrerseits realwirtschaftliche

Mengenanpassungen wie bei den realen Netto-Exporten und Veränderungen im Beschäftigungsstand nach sich ziehen. Bei nüchterner Betrachtung überrascht das Ergebnis, dass in der Praxis der Geldzins dem „natürlichen“ Zins oftmals ohnehin zeitlich vorläuft, ohnehin nicht. Es ist ja gerade die kurzfristige Nicht-Neutralität des Geldes, die die Währungsbehörden überhaupt in die Lage versetzt, wirtschaftspolitischen Einfluss auf gesamtwirtschaftlichen Variablen wie Leistungsbilanzsalden, Produktion und Beschäftigung zu nehmen.

So sind auch die Ursachen für die immense Erhöhung der Bankenliquidität in praktisch allen Industrieländern nach dem Zusammenbruch von Lehman-Brothers im Herbst 2008 klar die Folge einer Kette von wirtschaftspolitischen Entscheidungen, bei denen die Zentralbanken die Funktion als „Lender of last resort“ übernommen haben (vgl. Graphiken).





Mit alternden Gesellschaften oder Kapitalflucht aus Schwellenländern hat all dies freilich wenig zu tun. Hinzu kommt das zunehmende Problem der indirekten monetären Staatsfinanzierung. Während das unverändert großvolumige Ankaufsprogramm von US-Staatspapieren die fiskalische Komponente in der Motivation der amerikanischen Notenbank FED auch klar erkennen lässt, ist die Aufdeckung dieses Motivs bei der EZB bzw. dem Eurosystem anhand des einschlägigen Bilanzausweises des Eurosystems nicht ganz so einfach. Nach ersten gescheiterten Versuchen, der breiten Öffentlichkeit gegenüber den gezielten Ankauf von Staatspapieren notleidender südeuropäischer Staaten in Höhe von gut 200 Mrd. € als „geldpolitische Operation“ zu titulieren, setzt man nunmehr verstärkt auf eine nicht weniger problematische Kombination aus „längerfristigen Refinanzierungsgeschäften“ (Mengtendern mit

unbegrenzter Zuteilung), massiv aufgeweittem Sicherheitsrahmen, ELA-Mittel, SMP-Anleihekäufen und gleichzeitigem Versprechen notfalls „unlimitiert“ Staatspapiere von europäischen „Programmstaaten“ (Griechenland, Portugal, Spanien, Zypern und vormals Irland) direkt am Kapitalmarkt anzukaufen (OMT-Programm).

So konnten sich in der Folge die europäischen Geschäftsbanken mit billigem Zentralbankgeld eindecken und dann vergleichsweise hochverzinsliche Staatsanleihen insbesondere von Programmstaaten kaufen, ohne hierfür knappes Eigenkapital als Risikopuffer einsetzen zu müssen. Um den Banken den notwendigen Anreiz zu geben, die zusätzliche Liquidität auch tatsächlich derart zielgerichtet einzusetzen, bot die EZB den Banken nicht nur an, dass – entgegen der üblichen Praxis nur erstklassige Papiere zu akzeptieren – auch die problematischen Staatsanleihen der Programm-Staaten zur Liquiditätsbeschaffung eingesetzt werden konnten. Im Ergebnis hinterlegen die Banken diese Staatspapiere dann zur „Besicherung“ derjenigen Zentralbank-Kredite auf Basis derer sie überhaupt finanziell in die Lage versetzt wurden, die Staatspapiere zu kaufen. In welchem Umfang die einzelnen hochverschuldeten Staaten nun genau von dieser Maßnahme profitieren, hängt davon ab, welche Wertpapiere von den Banken letztlich gekauft werden. Ein Blick auf den breiten Rückgang bei den Umlaufrenditen praktisch aller europäischer Staatsanleihen zeigt, dass die Geschäftsbanken offenbar ihr Portfolio optimieren. So werden hoch riskante Anleihen von Programm-Staaten gemischt mit vergleichsweise risikolosen Bundesanleihen, was die eigentliche Ursache für das historisch niedrige Zinsniveau für deutsche Staatsanleihen erklärt und allgemein als safe-haven-Effekt bezeichnet wird.

In diesem Zusammenhang ist auch auf den fundamentalen Grundsachverhalt hinzuweisen, dass es in gut funktionierenden Marktwirtschaften, wie der deutschen Volkswirtschaft, keinen realwirtschaftlich überzeugenden Grund gibt für generell niedrige oder gar negative Realzinsen. Folgt man der Marktlogik, wäre vielmehr zu erwarten, dass das Realzinsniveau strukturell über der Trendrate des gesamtwirtschaftlichen Wachstums liegt. Diese Parameterkonstellation sorgt nicht nur für einen auf Dauer besseren Lebensstandard als Ergebnis der Ersparnis- und Kapitalbildung, sondern sie stellt zugleich eine marktendogene Grenze im Hinblick auf die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen dar. Eine Störung dieser

Fundamentalbedingung hat sowohl einzelwirtschaftliche als auch gesamtwirtschaftliche hohe Kosten zur Folge.

Die Kosten der Umverteilung aus den finanziellen Ressourcen hin zum Staatssektor zahlen in jedem Fall die Sparer durch Verzicht auf reale Erträge. Ökonomen sprechen hier von „finanzieller Repression“, unter der man im engeren Sinne die gezielte Beeinflussung der Nominalzinsen mit dem Ziel der Umverteilung der Ersparnisse hin zum Schuldner, und damit vor allem zur Regierung versteht. Dabei ist es ökonomisch betrachtet ohne Belang, ob die Umverteilung zulasten der Sparer die Folge von expliziten administrativen Zwangsmaßnahmen oder implizit erfolgt, indem man – wie im Euroraum – die Anreize für die Finanzintermediäre so setzt, dass der Endsparer faktisch eine fiskalpolitisch motivierte Enteignung seiner Ersparnisse über das geldpolitische Instrumentarium hinnehmen muss. Das Phänomen der finanziellen Repression ist also weder ein Hirngespinnst überkritischer Ökonomen noch Ausdruck eines gleichgewichtigen Marktergebnisses. Es wird höchste Zeit, über die Verteilungseffekte der Geldpolitik (einschließlich der Risikoverteilung im Euroraum) mehr Klarheit und Transparenz zu haben.