

Prof. Dr. Gerhard Rösl

Der folgende Artikel ist in leicht gekürzter Form in der Börsen-Zeitung vom 7.6.2013 erschienen.

#### EZB-Niedrigzinspolitik enteignet Sparer

Laut jüngsten Berechnungen der Dekabank und des Instituts der Deutschen Wirtschaft für die Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung verlieren die privaten Haushalte in Deutschland aufgrund der Niedrigzinspolitik der EZB jährlich Ersparnisse im Wert von 14 Mrd. €. Dieser Betrag entspricht jedoch nur der so genannten Inflationssteuer, also dem Kaufkraftverlust des Geldes (Bargeld und Sichteinlagen bei Banken im Wert von gut 1 Billion €) durch die Inflation. Tatsächlich sind aber die Verluste sehr viel höher, weil nicht nur die Zahlungsmittel, sondern das gesamte Geldvermögen der deutschen Sparer im Wert von rund 5 Billionen € unterliegt dieser kalten Enteignung durch die EZB. Die Besitzer von Spar- und Termineinlagen bei Banken, Sparbriefen, Wertpapieren und Guthaben bei Versicherungen sehen sich bei Fälligkeit ihrer Finanzanlagen gezwungen, zum Teil erhebliche Abschläge bei der Wiederanlage Ihrer Ersparnisse hinzunehmen, da die Finanzakteure sowohl an den Geld- als auch an den Kapitalmärkten bei überschaubaren Risiken kaum mehr positive Renditen für ihre Kunden erwirtschaften können. Ökonomen sprechen hier von „finanzieller Repression“, unter der man im engeren Sinne die gezielte Manipulation der Nominalzinsen mit dem Ziel der Umverteilung der Ersparnisse hin zum Schuldner, und damit vor allem zur Regierung versteht. In der gegenwärtigen Praxis flutet die EZB wie auch die anderen

Zentralbanken der großen Industrieländer die Geldmärkte mit billigem Zentralbankgeld, was am kurzen Ende des Marktes zu faktischen nominalen Nullzinsen führt und Banken den Anreiz gibt, zusätzliche Investitionen an den Kapitalmärkten zu tätigen, was wiederum künstlich aufgeblasene Wertpapierkurse und sinkende Kapitalmarktzinsen nach sich zieht. Auf diese Weise können sich dann die Regierungen günstiger neu verschulden oder alte Kredite ablösen. Die Rechnung zahlt hier freilich der Sparer durch Verzicht auf reale Renditen, die er bekommen hätte, wenn die EZB das Zinsniveau nicht manipuliert hätte. In Deutschland betrug das Realzinsniveau bis zur Einführung des Euro im langfristigen Mittel gut 4% und ist selbst in den Hochinflationsphasen rund um die Ölkrisen und die Wiedervereinigung nicht unter 2% gesunken. Dagegen beläuft sich der aktuelle Kapitalmarktzins für Bundesanleihen gegenwärtig auf -0,5%, was dazu führt, dass die Bundesregierung gegenwärtig durch abwarten reicher wird! Kein Wunder also, dass von weiten Teilen der politischen Klasse in Deutschland die „Euro-Rettung als alternativlos“ bezeichnet wird, profitieren doch nicht nur die Regierungen der Problemländer Südeuropas von der Politik des leichten Geldes, sondern auch die Bundesregierung. Dies gilt umso mehr als dass zahlreiche regulatorische Markteingriffe wie etwa die erforderliche Eigenkapitalunterlegung bei Bankkrediten im Rahmen von Basel II/III oder die Anforderungen bei der Qualität der refinanzierungsfähigen Sicherheiten bei den geldpolitischen Geschäften der EZB Staatsanleihen strukturell begünstigen.

Um nun eine Größenordnung für die Entwertung der Ersparnisse der Deutschen durch die finanzielle Repression abzuleiten, können bei konservativer Rechnung zusätzlich zu den Kosten der Inflationssteuer auf die liquiden Geldbestände weitere 58 Mrd. € jährlich angesetzt werden. Dieser Betrag ergibt sich, wenn man als Bemessungsgrundlage für die Financial Repression Tax das gesamte Geldvermögen der Deutschen abzüglich Bargeld und Sichteinlagen in Höhe von 3879 Mrd. € mit einem entgangenen Zinssatz von 1,5 % p.a. multipliziert, was dem mittelfristigen Wachstumstrend der deutschen Volkswirtschaft entsprechen dürfte.

Dabei ist noch nicht berücksichtigt, dass die jährliche Gesamtbelastung für die deutschen Sparer noch höher anzusetzen wäre, wenn man auch die auf die Nominalzinsen zu entrichtende Kapitalertragssteuer (Abgeltungssteuer plus Solidaritätszuschlag) in Höhe von 26,5 % p.a. in Rechnung stellen würde. Im letzten

Jahr betrug das Aufkommen der Bundesrepublik aus Kapitalertragssteuer 28 Mrd. €. Fasst man (unter Vernachlässigung von Nichtlinearitäten) alles zusammen dürfte sich die jährliche Gesamtbelastung der deutschen Sparer aus Kapitalertragssteuer, Inflationssteuer und finanzieller Repression überschlägig auf jährlich etwa 100 Mrd. € belaufen.

Noch verheerender dürften dagegen die langfristigen Kosten der Niedrigzinspolitik der EZB für die deutsche Volkswirtschaft sein, werden doch die Bürger lernen, dass sich Sparen weit weniger rentiert als früher. Es dürfte daher zukünftig immer schwieriger werden, den für eine hoch spezialisierte Volkswirtschaft wie Deutschland so wichtigen Kapitalstock zu refinanzieren. Entsprechende Wachstums-, Effizienz- und Wohlfahrtverluste sind dann die logische Folge. Die Kosten der von der EZB angeworfenen Umverteilungsmechanik sind also enorm. Zudem fehlt hierzu die demokratische Legitimation. Entscheidungen in Bezug auf Umverteilungen innerhalb Europas sind von den zuständigen Parlamenten zu treffen und nicht intransparent und über die Hintertür von der EZB. Der politischen Klasse Europas kommt diese jedoch gerade recht. Wie sonst hätte man vor dem deutschen Wähler rechtfertigen können, dass gerade er, der sich nach den jüngsten Untersuchungen des Household Finance and Consumption Survey (HFCS) generell am unteren Ende der Vermögensskala in Europa befindet, ungerechtfertigter Weise zur Kasse gebeten wird? Auch hält die effektive Zunahme der Gesamtbesteuerung des Geldvermögens einer näheren Prüfung nach den Maßstäben einer gleichmäßigen Besteuerung im Sinne der horizontalen und vertikalen Steuergerechtigkeit ebenso wenig stand wie dem Gebot der Folgerichtigkeit der Besteuerung, das vom Bundesverfassungsgericht betont worden ist. Dabei kann die von der EZB seit 2010 betriebene Umverteilung von Risiken und Lasten im Eurosystem allenfalls kurzfristig die Symptome der Eurokrise überspielen, aber nicht kurieren. Die Banken- und Staatsschuldenkrise in Teilen des Euroraums ist vielmehr das Resultat vorangegangener, jahrelanger Übertreibungen und Fehlentwicklungen, die sich nun als fundamentale Vertrauenskrise in die wirtschaftlichen Strukturen sowie in die Tragfähigkeit der Staatsfinanzierung einer Reihe von EWU-Ländern manifestiert. Eine wirkliche Lösung der fundamentalen Probleme in Europa kann und darf dauerhaft nicht bei den Zinsen gesucht werden; zu umfassenden Strukturreformen und nachhaltigen Haushaltskonsolidierungen gibt es keine echte Alternative.