

Prof. Dr. Gerhard Rösl

Der folgende Artikel ist leicht modifiziert als Box in der aktuellen Auflage des Buchs von Görgens/Ruckriegel/Seitz (2013), Europäische Geldpolitik, erschienen.

Etwas Didaktik zur Finanziellen Repression

Der Begriff „finanzielle Repression“ umfasst i.w.S. alle Effekte, die zu einer einseitigen, wirtschaftspolitischen Beeinflussung der vertraglich zugesicherten Leistungen bzw. Gegenleistungen des Schuldners einer Kreditvereinbarung zulasten des Gläubigers führen. Die damit verbundenen Maßnahmen reichen von Kapitalverkehrskontrollen, bankenregulatorischen Eingriffen sowie der strukturellen Begünstigung von Staatsanleihen bei geldpolitischen Geschäften der Zentralbank bis hin zur manipulativen Absenkung der Realzinsen seitens der Zentralbanken durch Nominalzinssenkungen („finanzielle Repression i.e.S.“). Bei der Bemessung des relevanten Umverteilungspotenzials ist zu berücksichtigen, dass die Umverteilung nicht nur zwischen dem privaten und dem öffentlichen Sektor, sondern auch innerhalb des Privatsektors (private Schuldner vs. private Gläubiger) und zwischen in- und ausländischen Schuldnern bzw. Gläubigern stattfindet. Dabei tritt die "kalte Enteignung" des Sparerers nicht erst bei einem negativen Realzins ein. Vielmehr bezahlt der Gläubiger durch Verzicht auf marktgerechte reale Erträge bereits schon dann, wenn das manipulierte Marktzinsniveau unterhalb dessen liegt, das sich ohne finanzrepressive Maßnahmen eingestellt hätte. Zudem gilt es, in Bezug auf die Gläubigerstellung der Privaten gegenüber dem öffentlichen Sektor auch anfallende Kapitalertragssteuersätze zu berücksichtigen, will man die effektive gesamte Zahllast der Sparer berechnen.

Unterstellt man in einem einfachen Zwei-Asset-Modell, dass der Privatsektor sein Geldvermögen entweder zum nominalen Kapitalmarktzinssatz i_{br}^B in Wertpapiere (B) anlegen oder in Form von unverzinstem Geld (Bargeld und Buchgeld, M) halten kann, dann ist der reale Wert des Finanzvermögens (vor Steuern) K der Sparer am Ende der Periode:

$$(1 + r_{br}) \cdot K = \frac{1 + i_{br}^B}{1 + \pi} \cdot B + \frac{M}{1 + \pi}.$$

Dies führt zu folgender Ex-post-Realzinsformel (nach Steuern) für das Gesamtportfolio:

$$r_n = \frac{(1 - \tau) \cdot \beta}{1 + \pi} \cdot i_{br}^B - \frac{\pi}{1 + \pi}.$$

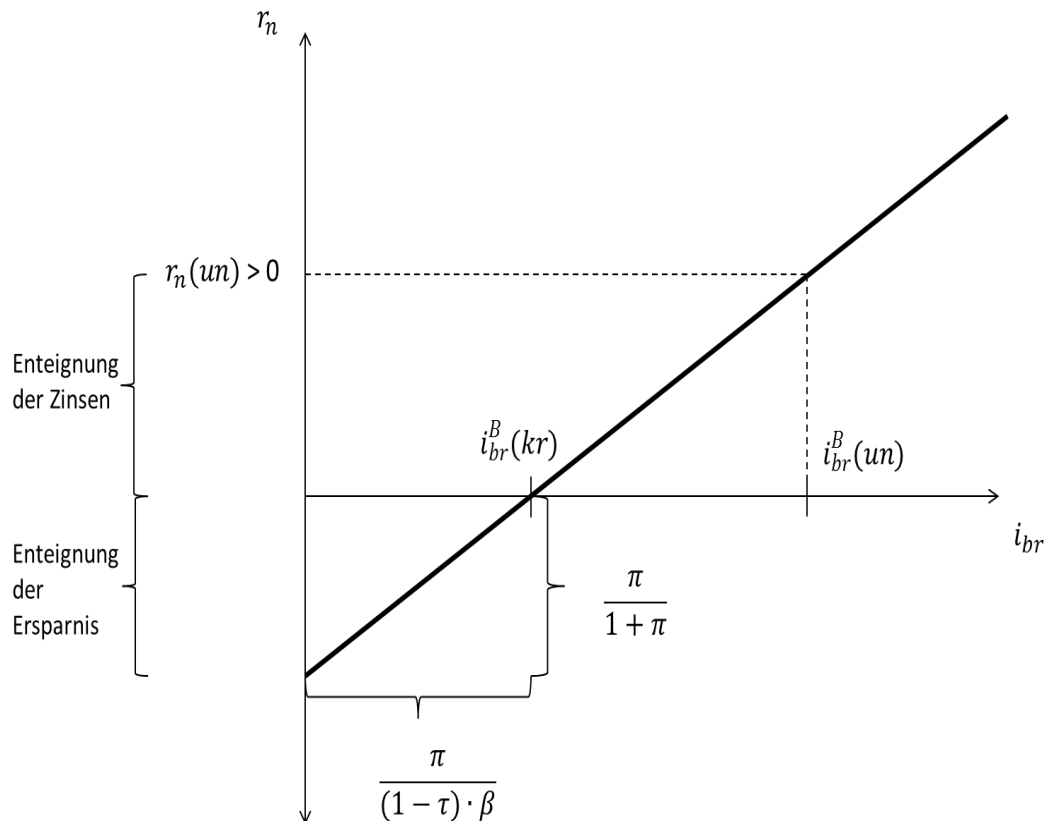
mit τ als Kapitalertragssteuersatz, π als Inflationsrate, i_{br}^B als nominaler Bruttozinssatz auf Wertpapiere, und $\beta = \frac{B}{K}$ als Anteil der Wertpapiere am gesamten Finanzvermögen des Privatsektors $K = B + M$.

Demzufolge kann eine Verringerung des durchschnittlichen Ex-Post-Nachsteuer-Realzinses r_n grundsätzlich erfolgen durch:

1. Erhöhung des Steuersatzes τ („Steuersatzeffekt“),
2. Erhöhung der Inflationsrate π , was neben der Senkung der realen Zinslast der Wertpapieremittenten auch eine Seigniorage für die Geldproduzenten impliziert und die Geldhalter analog belastet („Inflationssteuer“),
3. Senkung der Brutto-Kapitalmarktzinsen i_{br}^B („Financial repression tax“),
4. Reduktion des Anteils der Wertpapiere (B) am gesamten Finanzvermögen (K), $\beta = \frac{B}{K}$, was mit einer Erhöhung der unverzinslichen Geldmenge M in Relation zum gesamten Geldvermögen K einher geht („Portfoliostruktureffekt“).

Wie die folgende Graphik zeigt, erhält der Sparer nach Berücksichtigung von Steuern und Inflation erst dann eine positive reale Rendite, wenn der kritische Kapitalmarktzins $i_{br}^B(kr)$ überschritten wird. Wie bereits erwähnt, sollte aber als Benchmark für die faktische Enteignung der Sparer der von finanzrepressiven Maßnahmen unverzerrte Realzins $i_{br}^B(un)$ angesetzt werden, da bereits unterhalb dieser Grenze die

Zinsansprüche (als marktgerechte reale Entlohnung für den geleisteten Konsumverzicht inkl. Risikoprämie) zumindest partiell enteignet werden.

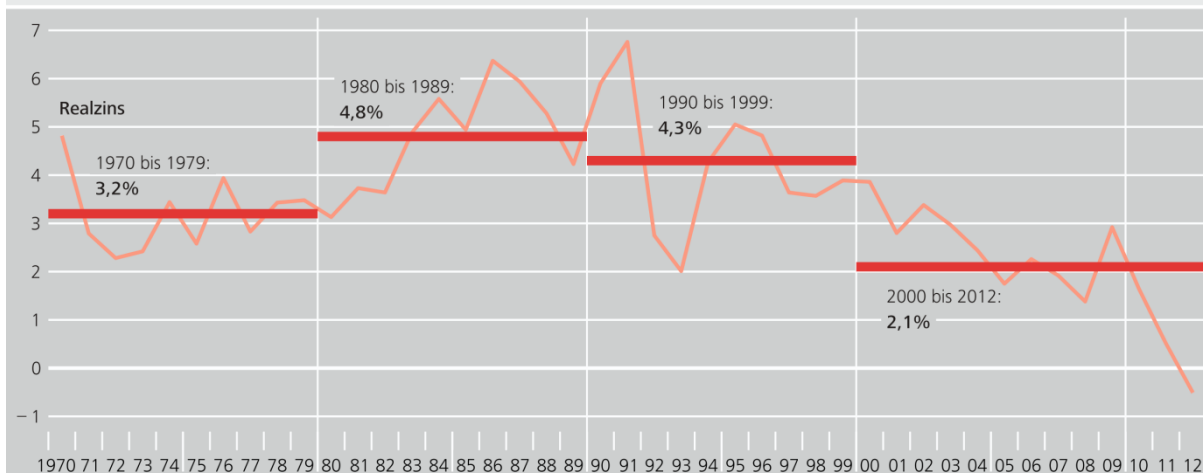


Setzt man zur überschlagsweisen Berechnung des kritischen Zinssatzes für Deutschland eine (durchschnittliche) Inflationsrate von 2 % p.a. und einen Kapitalertragssteuersatz von 26 ½ % p.a. (Abgeltungsteuer: 25 % einschließlich Solidaritätszuschlag) an, ergibt sich bei einem Anteil der Geldhaltung (M) am gesamten Geldvermögen (K) der privaten Haushalte¹ von 21,4 % ein kritischer Nominalzins vor Steuern $i_{br}^B(kr)$ von 3 1/2 %. Unterstellt man, dass der langfristige Durchschnittszins auf 10-jährige Bundesanleihen vor Einführung des Euro eine akzeptable Näherung für den von finanzrepressiven Maßnahmen unverzerrten Realzins $i_{br}^B(un)$ in Deutschland darstellt, dann kann für den Ex-post-Vor-Steuer-Realzins ein Wert von gut 4 % angegeben werden.

¹ Zahlen zum Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland, Ende 2012, aus Monatsbericht der Deutschen Bundesbank (Mai 2013).

Langfristige Durchschnitte des Realzinses in der Bundesrepublik Deutschland

in %



Realzins = Differenz aus Kapitalmarktzins und Inflation. **Kapitalmarktzins**: Bis einschließlich 1972 wurden Anleihen der öffentlichen Hand insgesamt einbezogen, von 1973 bis 1989 nur Anleihen mit einer Restlaufzeit von 7 bis unter 15 Jahren und ab 1990 nur futurefähige Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von über 9 bis einschließlich 10 Jahren. **Inflation**: Prozentuale Veränderung der Verbraucherpreise auf Jahresbasis – bis 1994 Westdeutschland (Bis 1959 ohne Saarland und bis 1961 ohne West-Berlin), danach Deutschland.

Datenquelle: Deutsche Bundesbank

Aus Sicht des deutschen Sparers ist die Währungsunion mit sehr hohen Transferleistungen verbunden. Durch aufgezwungene Realzinsen von – 0,5% (Vor- Steuern !) im Jahr 2012 und wegen ihres vergleichsweise umfangreichen Finanzvermögens sind die privaten Haushalte in Deutschland der Hauptfinanzier der monetären und fiskalischen Bail-out-Strategie, mit der die stabilitätspolitisch gebotene Grenze zwischen europäischer Geldpolitik und der Finanzpolitik der Mitgliedstaaten verletzt worden ist. Bei sehr konservativer Rechnung werden dem deutschen Sparer jährliche Kosten in einer Gesamthöhe von rund 100 Mrd. € aufgebürdet, die sich überschlagsweise auf 15 Mrd. € Inflationssteuer, 28 Mrd. € Kapitalertragssteueraufkommen und 58 Mrd. € Financial Repression Tax zusammensetzen.² In gesamtwirtschaftlicher Betrachtung müssen darüber hinaus die längerfristigen Wohlfahrts- und Wachstumsverluste der EZB-Zinspolitik berücksichtigt werden, weil das Kapital in weniger produktive oder zu risikoreiche Verwendungszwecke fehlgeleitet wird.

² Inflationssteuer berechnet als Produkt aus gegenwärtiger (Mai 2013) Inflationsrate (1,5 %) in Deutschland und der Summe aus Bargeld und täglich fällige Einlagen der deutschen Privathaushalte (Ende 2012) in Höhe von rd. 1 Billion €. Entgangene Erträge aus finanzieller Repression berechnet als Zinssatzverlust von 1,5% p.a. (Benchmark bildet der Wachstumstrend der deutschen Volkswirtschaft) auf Geldvermögen der Privathaushalte ohne Zahlungsmittel in Höhe von 3882 Mrd. €. Kapitalertragssteueraufkommen 2012.

Literatur:

Reinhardt, Carmen: The return of financial repression, in: Banque de France, Financial Stability Review, No. 16, April 2012, S. 37 ff.

Sbrancia, M. Belen: Debt, Inflation, and the Liquidation Effect, August 2011, unter: <http://www.economics.unimelb.edu.au/seminars/app/uploadeddocs/doc20.pdf>

Homburg, Stefan: Der neue Kurs der Europäischen Zentralbank, in: Wirtschaftsdienst, Nr. 10, Oktober 2012, S. 673 ff.

von Weizsäcker, Carl Christian: Grenzen des Konzepts einer unabhängigen Zentralbank, in: Wirtschaftsdienst, Nr. 2, Februar 2012. S. 91 ff.