

DER VOLKSWIRT

Die heimliche Enteignung der Sparer

Zentralbanken drücken die Zinsen, real sind sie vielfach sogar negativ. Wie nach 1945 hilft „finanzielle Repression“ den Staaten, ihre Schuldenlasten zu verringern. Die Sparer macht sie aber arm.

Von Philip Plickert

Noch nie seit dem Zweiten Weltkrieg sind die Staatsschuldenquoten in solche Höhen gestiegen wie in der gegenwärtigen Krise – über 100 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Durchschnitt der OECD-Länder. Grundsätzlich gibt es fünf Auswege: Mehr Steuereinnahmen durch mehr Wachstum, doch ist das schwierig. Ausgabeneinschnitte, aber die sind schmerzhaft und unpopulär. Schulden weginflationieren, aber das funktioniert nur bei einem unerwarteten, plötzlichen Anstieg der Inflation. Staateninsolvenz und Umschuldung, doch sie hinterlassen ein Stigma. Oder aber die Geheimwaffe „finanzielle Repression“, kombiniert mit einer stetigen mittleren Dosis Inflation.

„Wir sehen seit der Krise eine Rückkehr der finanziellen Repression“, sagt Carmen Reinhart, Professorin an der Harvard-Universität und führende Expertin auf dem Gebiet. „Hauptziel der finanziellen Repression ist es, die nominellen Zinsen niedrig zu halten und sie real oftmals in den negativen Bereich zu drücken.“ Seit 2008 sind die Realzinsen in ungefähr der Hälfte der von ihr untersuchten Länder und Jahre unter null gefallen, in 82 Prozent der Fälle waren sie geringer als ein Prozent (Carmen Reinhart: The return of financial repression, Financial Stability Review 2012, Banque de France). Künstlich gedrückte oder gar negative Zinsen wirken wie eine Steuer auf Anleger und Sparer.

„Die aggressiv expansive Geldpolitik und massive Anleihekäufe haben die Zinsen negativ gedrückt“, erklärt Reinhart. Am offensichtlichsten ist das in Amerika. Die Notenbank Federal Reserve hat in bislang zwei Runden der „quantitativen Lockerung“ Staatsanleihen gekauft. Hinzu kommen Käufe ausländischer Zentralbanken in den Schwellenländern, zum Beispiel in China. Im Ergebnis haben staatliche Stellen mehr als die Hälfte der marktfähigen amerikanischen Papiere übernommen und damit die Zinsen gesenkt. Die Bank of England hält ungefähr ein Fünftel der britischen Staatspapiere. Zu diesen staatlichen Käufen kommt Druck auf Geschäftsbanken, Versicherungen und Pensionsfonds, mehr Staatsanleihen zu übernehmen, für die sie kein Eigenkapital unterlegen müssen.

Wie wirkungsvoll sich Staaten mittels finanzieller Repression ihrer Schuldenlasten entledigen können, hat Reinhart ge-



meinsam mit Bélen Sbrancia in einer vielbeachteten Studie dargestellt (NBER Working Paper 16893, 2011). Von 1945 bis 1980 waren die Zinsen etwa in der Hälfte der Jahre negativ. Die Sparer zahlten also drauf, wenn sie dem Staat Geld liehen. Großbritannien und die Vereinigten Staaten liquidierten dadurch im Durchschnitt jährlich Schulden von 3 bis 4 Prozent des BIP. In Australien und Italien, wo die Inflation besonders hoch war, lagen die Liquidationsraten durchschnittlich höher als 5 Prozent.

Wie hoch ist derzeit die verdeckte Steuer, die Sparer und Anleger durch künstlich gedrückte Zinsen zahlen? Patrick Artus von der Investmentbank Natixis hat es jüngst zu berechnen versucht. Er misst dafür die Abweichung der aktuellen Zinsen seit der Krise von einem Trend, den er mit der Wachstumsrate koppelt, und setzt dazu das Volumen der begebenen Anleihen. Auf 2,5 Prozent des BIP in den Vereinigten Staaten und 1,3 Prozent des BIP in Großbritannien kam er. Für Deutschland betrage der Effekt ein Prozent des BIP – das wären mehr als 25 Milliarden Euro im Jahr.

Etwas verwunderlich ist, dass Artus für Japan null Prozent durch finanzielle Repression ansetzt. Dabei behält die Tokioter Regierung die Postbank, das größte Finanzkonglomerat der Welt, gerade deshalb unter Staatskontrolle, weil sie traditionell drei Viertel ihres Geldes in mager verzinste heimische Staatsanleihen steckt – ein Paradebeispiel für finanzielle Repression.

Mit einer anderen Berechnungsmethode hat der leitende Zinsexperte Dominic Kostam von der Deutschen Bank die absoluten Kosten für Anleger auf der Welt auf 163 Milliarden Euro über einen Zeitraum von zehn Jahren geschätzt. Aber das bezieht sich nur auf die seit Sommer 2010 begebenen Anleihen. Setzt sich die finanzielle Repression fort, so steigen die Kosten für Sparer und Anleger kräftig an, weil alle neuen Papiere nur noch geringe Renditen abwerfen.

In vielen Ländern gibt es eine Mischung aus Anreizen und Druck auf Banken, Versicherungen und andere institutionelle Anleger, trotz Minizinsen in Staatsanleihen zu investieren. Reinhart spricht von der „gefangenen Zielgruppe“.

Sie hat eine ständig länger werdende Liste von staatlichen Maßnahmen: zum Beispiel Vorgaben für Pensionsfonds in Frankreich, Irland und Portugal, die mehr in (heimische) Anleihen investieren sollen; in Spanien sind es kaum verhüllte Zinsobergrenzen für Bankeinlagen, in Großbritannien neue Regulierung, nach der die Banken mehr „hochqualitative“ Staatsanleihen mit langer Laufzeit halten sollen.

Finanzielle Repression wirkt nur dann, wenn Anleger keine Ausweichmöglichkeiten haben. In der Nachkriegszeit war sie beinahe ein universelles Phänomen; das hochregulierte Bretton-Woods-System arbeitete lange Zeit mit Kapitalverkehrskontrollen. Reinhart sieht auch hier eine Wiederkehr der Geschichte. „Es gibt viele Anzeichen, die in diese Richtung weisen“, meint sie. Die verstärkten Maßnahmen vieler Industrieländer gegen Steuerflucht und Geldwäsche zählt die Wissenschaftlerin dazu. Umgekehrt versuchen Schwellenländer, beispielsweise Brasilien, den Zustrom von zu viel „heißem Kapital“ abzuwehren. Reinhart spricht daher schon von Anzeichen einer finanziellen „Entglobalisierung“.