

# Finanzrepression

Ein Gespenst geht um in Europa – das Gespenst der Finanzrepression. Beim schwindelerregenden Blick vom Schuldenberg herunter sind Politik und Regulierung zu der Auffassung gelangt, dass ihnen mit einem systematischen Transfer vom Sparer zum Schuldner, in diesem Fall also zum Staat, in der Krise am ehesten gedient ist. Der

Prozess der Finanzrepression ist gewiss weniger radikal als etwa eine einmalige Zwangsabgabe für jeden Bürger zur Finanzierung öffentlicher Hilfen für Banken. Er ist auch weniger unpopulär, da er auf leisen Sohlen daherkommt. Er ist aber ungleich langwieriger. Und es ist schwieriger zu steuern, wer genau unter ihm leidet. Fast

unmöglich ist es, unbeabsichtigte Nebenwirkungen und falsche Anreize zu vermeiden. Wie die finanzielle Unterdrückung funktioniert, welche Formen sie annimmt und welche Folgen sie hat für den Finanzsektor, seine Akteure und seine Kunden, darüber lesen Sie mehr auf den folgenden Seiten. **bn**

## Auf Schleichwegen den Schuldenberg hinunter

Finanzielle Unterdrückung erlebt eine Renaissance – Umverteilung von Gläubigern zu Schuldner – Die Politik trifft Sparer, Betriebsrentner und Versicherte

Von Jürgen Klotz, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 29.12.2012

Es ist nicht überliefert, ob sich Finanzminister Wolfgang Schäuble am Abend des 23. Mai 2012 ein Viertel Rotwein gegönnt hat. Grund dafür hätte es allemal gegeben. Denn an jenem Mittwoch konnte der Bund zwei Jahre laufende Schatzanweisungen erstmals zu einem Zinssatz von null Prozent platzieren. Ausdruck eines auf den ersten Blick paradoxen Phänomens: Während einerseits die staatlichen Schuldenberge in die Höhe schießen, dümpeln andererseits die Zinsen im Keller herum. Derzeit werfen selbst zehnjährige Bundesanleihen nominal weniger als 1,4% ab, und so gut wie nichts spricht dafür, dass sich daran in absehbarer Zeit etwas ändert.

Dass die Kassenwarte in Berlin und Washington, aber auch in Paris und London außerordentlich billig, wenn nicht gar kostenlos an fremdes Geld herankommen, erklärt sich teils aus dem Status ihrer Länder als „sichere Häfen“ in stürmischer See. Doch der Hauptgrund liegt in der Politik der Zentralbanken, die sowohl die Zinsen extrem niedrig halten als auch die Märkte mit Liquidität fluten. Die Federal Reserve z.B. verfolgt seit drei Jahren eine faktische Nullzinsstrategie und kauft zudem monatlich US-Treasuries in zweistelligem Milliardenumfang. Ähnlich agiert die EZB, die an dem Minisatz von 0,75% festhält, riesige Summen

Natürlich ist diese Art der Unterdrückung kein Teufelszeug per se. Sie kann in manchen Situationen sogar nötig sein, um die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten, oder sich als ein „unbeabsichtigtes Nebenprodukt regulativer oder geldpolitischer Maßnahmen ergeben“, wie die Berenberg Bank in einer Studie schreibt. Unabhängig davon aber gilt: Finanzielle Repression ist ein probates Mittel, staatliche Schuldenberge abzutragen. Dazu bedarf es niedriger Nominalzinsen, gepaart mit einer gewissen Dosis an Inflation. Die Konsequenz sind Realzinsen, die, wie momentan zu beobachten, selbst für langlaufende Anlageformen unter der Nulllinie liegen.

Was dies für einen Finanzminister heißt, fasst Hans-Jörg Naumer, Kapitalmarktexperte bei Allianz Global Investors (AGI), so zusammen: „Ein Staat wächst förmlich aus seinen Schulden heraus, wenn das reale Wachstum des Bruttoinlandsproduktes die (reale) Zinsbelastung übersteigt.“ Dazu sei nicht einmal eine außergewöhnlich hohe Inflation erforderlich. Künstlich niedrige Anleiherenditen genügen, damit die Relation von Schulden zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) sinkt.

### Musterbeispiel USA

Als Musterbeispiel dafür, wie das in der Praxis funktioniert, werden immer wieder die Vereinigten Staaten angeführt, die infolge der Gro-

verkehrskontrollen und das Goldbesitzverbot für Privatleute auf.

In den meisten Industrieländern erlebt finanzielle Unterdrückung derzeit eine Wiedergeburt. Die Vorschriften von Basel III (für Banken) und Solvency II (für Versicherer) etwa wirken wie Kapitalverkehrskontrollen, indem sie die Nachfrage nach Staatsanleihen künstlich hochkitzeln. Finanzinstitute werden praktisch zum Erwerb von – vermeintlich risikolosen – Staatspapieren gezwungen, unter anderem, weil sie diese nicht mit Eigenkapital unterfüttern müssen. Ferner kommen direkte Interventionen wieder in Mode. Frankreich, Portugal, Irland und Ungarn haben in jüngster Zeit mehrere Pensionsfonds auf ihre Regierungen mit dem Ziel übertragen, sie zur Staatsfi-

nanzierung einzusetzen. Spanien deckelt die Zinsen für Bankguthaben und macht auf diese Weise seine Anleihen im Verhältnis zu den Sparkonten attraktiver. In Japan wurde die Privatisierung der Post gestoppt, weil man sie als Großabnehmer öffentlicher Schuldtitle unter Kuratel halten will. Und hierzulande sorgte jüngst das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung mit seinem Vorschlag für Aufregung, begüterten Bundesbürgern eine Zwangsanleihe aufs Auge zu drücken.

### Überhaupt nicht sozial

Egal auf welchen Schleichwegen finanzielle Repression daherkommt – eines kann man nicht von der Hand weisen: Sie führt zu einer enor-

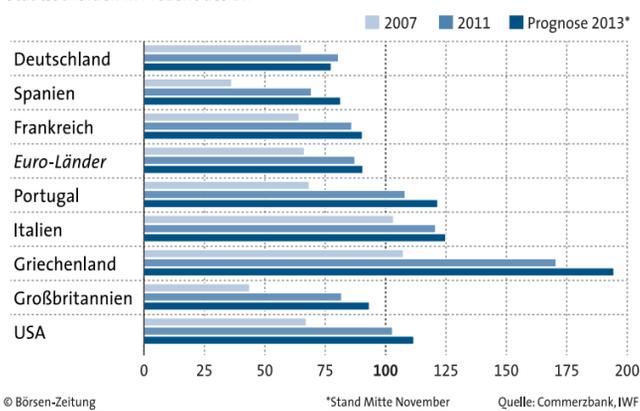
men Umverteilung von Gläubigern zu Schuldner. So schimpft die Degussa Goldhandel in einem Report über den „Raubstaat“, und viele Ökonomen sprechen von „kalter Enteignung“. Dass sie beim Abbau öffentlicher Schuldenberge lautlos und sanfter als ein „Haircut“ wirkt und politisch eher durchzusetzen ist als Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen, die Krisen zunächst noch verschärfen, halten Kritiker für ein schiefes Argument. Auch der Chefvolkswirt der Commerzbank, Jörg Krämer, wehrt sich dagegen, dieser Art der Entschuldung das Etikett „sozial“ anzuheften. Er verweist darauf, dass jeder Sparer, jeder Betriebsrentner und jeder Kunde eines Lebensversicherers zu den Gekniffenen der finanziellen Unterdrückung gehört.

Die derzeitige Politik, die weder gerecht noch stringent sei, „trifft massiv die kleinen Leute“. Womit er in Einklang mit Nikolaus von Bomhard steht. Der Chef der Munich Re fühlt sich „gewaltig gestresst“, weil die am Kapitalmarkt zu erwirtschaftenden Erträge mittlerweile zu gering sind, um die Zusagen gegenüber der Klientel einhalten zu können.

Dass finanzielle Repression einem Januskopf gleicht, heben indessen die Fachleute der Berenberg Bank hervor. Die Freude des Staates über geringere Refinanzierungskosten sei das Leid des Sparer, schreiben sie und kommen zu dem Fazit: „Die stabilisierenden Maßnahmen der Notenbanken und Regulatorien verhindern Schlimmeres, negative Realzinsen sind noch das geringste Übel.“

### Quoten im Aufwärtstrend

Staatsschulden in Prozent des BIP



für Anleihen vor allem südeuropäischer Staaten ausgegeben hat, um deren Renditen nach unten zu schleusen, und gleichzeitig das Kreditgewerbe mit Zentralbankgeld in bisher nicht gekanntem Ausmaß versorgt – erinnert sei nur an die beiden Langfristender Ende 2011 und im Februar 2012.

### Kapitalverkehr reguliert

Derlei Eingriffe in die Zinsbildung sind Merkmale eines vor fast 30 Jahren von den beiden US-Ökonomen Edward Shaw und Ronald McKinnon geprägten Schlagwortes: „Financial Repression“.

Wie die Vokabel signalisiert, wird dabei etwas gedrückt. Zunächst, klar ersichtlich, das Renditeniveau auf dem Rentenmarkt; darüber hinaus ist stets aber auch die Freiheit des Kapitalverkehrs in mehr oder minder starkem Ausmaß das Opfer finanzieller Unterdrückung. Denn der Begriff umfasst ein gesamtes Bündel von Gesetzen, Regulierungen und Restriktionen durch Regierungen und Währungsbehörden, die allesamt dem Ziel dienen, die Finanzmarktpreise nach unten zu verzerren.

ßen Depression und des Zweiten Weltkrieges im Jahr 1945 auf einem Schuldenberg von gut 120% des BIP saßen. Flankiert von der Notenbank (Fed) gelang es der Regierung, die Zinssätze und Anleiherenditen über weite Strecken bis 1980 am Boden zu halten. Meist lag die Realrendite unter 1%, vielfach war sie sogar negativ.

Als Konsequenz daraus verringerte sich die US-Schuldenquote in den drei Dekaden bis Mitte der siebziger Jahre auf 35% und verharrte noch lange auf diesem Niveau. Nach einer Studie („The Liquidation of Government Debt“) der beiden US-Wissenschaftlerinnen Carmen Reinhart und Belen Sbrancia waren dafür größtenteils die Liquidierungseffekte infolge der finanziellen Repression verantwortlich, die sie auf jährlich rund 3 bis 4% des BIP taxieren.

Kräftig mitgewirkt an dieser Art der lautlosen Entschuldung hatten Eingriffe der US-Regierung. AGI-Chefvolkswirt Stefan Hofrichter zählt in diesem Zusammenhang den Tausch von Anleihen kurzer Laufzeit in niedrig verzinsten Langläufer, die „Regulation Q“ (Verbot von Zinszahlungen auf Sichteinlagen), Kapital-

## Weltweit Chancen nutzen



Bei unseren Kunden stehen wir für wettbewerbsfähige Prozesse und zuverlässige IT-Lösungen. Auch in Zeiten schneller und weitreichender Veränderungen begleiten wir Banken und Handelsunternehmen bei ihrer Expansion rund um die Welt und setzen dabei neue Standards. Stabile Kundenbeziehungen und ein nachhaltiges Geschäft sind das Ergebnis – die beste Basis für eine erfolgreiche Geschäftsentwicklung in der Zukunft. **Wincor Nixdorf wünscht allen Lesern der Börsenzeitung ein gutes und chancenreiches Neues Jahr 2013!**

www.wincor-nixdorf.com

**WINCOR  
NIXDORF**

EXPERIENCE MEETS VISION.