

Staatliche Entschuldung durch «finanzielle Repression» und die Folgen für den Sparer

Staaten haben sich schon in der Vergangenheit durch «finanzielle Repression» entschuldet. Im Grunde genommen geht es dabei darum, mit Hilfe der Geldpolitik und regulatorischer Vorschriften negative Realzinsen herbeizuführen. Dies kann durch einen Inflationsschub geschehen oder durch die entsprechende Reduktion der Nominalzinsen. Bisher hat man wegen der Möglichkeit der Geldhaltung kaum Spielraum für negative Nominalzinsen gesehen. Inzwischen sind sie zum Albtraum des Sparers geworden. Anders als bei einem Inflationsschock können sich Anleger dagegen im Grunde genommen nur durch das Eingehen höherer Risiken schützen. Die ökonomischen Folgen dieses geldpolitischen Experiments hinsichtlich Kapitalallokation und künftiger Kapitalstruktur lassen sich noch nicht zuverlässig abschätzen.¹⁾



Von Fabian Bürzle
Vizedirektor und Kundenberater
Liechtensteinische Landesbank AG
Vaduz

Der Begriff der «finanziellen Repression» wurde Anfang der 1970er Jahre von den amerikanischen Ökonomen Shaw und McKinnon in die Literatur eingeführt. Im Kern geht es dabei darum, das Nominalzinsniveau durch Geldpolitik und regulatorische Vorschriften künstlich nach unten zu drücken. In der Folge wurde die «finanzielle Repression» vor allem in den 1980er Jahren im Zusammenhang mit der Schuldenkrise in den Schwellenländern diskutiert. Das Thema ist aber auch für die Industrieländer relevant, und zwar nicht erst seit der jüngsten Finanzkrise. Die USA und Grossbritannien haben beispielsweise in den Nachkriegsjahrzehnten zu diesem Mittel gegriffen, um den im



und Giuseppe Corrado
Vizedirektor und Kundenberater
Liechtensteinische Landesbank AG
Vaduz

Zweiten Weltkrieg aufgetürmten Schuldenberg abzutragen.

Die staatliche Entschuldung ist ein komplexes Thema. Es sind immer die Wechselwirkungen zwischen Sparmassnahmen und den damit verbundenen Einkommens- und Wachstumseffekten im Auge zu behalten. Dies hat die finanzpolitische Konsolidierung in den Euroländern in den letzten Jahren gezeigt. Trotz beträchtlicher Sparanstrengungen, die sich in einer Verringerung der öffentlichen Neuverschuldung niedergeschlagen haben, ist die Staatsverschuldung in Relation zum Bruttoinlandprodukt weiter gestiegen. Dass die durch die Sparpolitik verursachten Wachstumseinbus-

sen anfänglich unterschätzt wurden, ist in diesem Zusammenhang ein peinliches Detail.

Die Entwicklung der Staatsschuldenquote hängt im Grossen und Ganzen von drei Parametern ab: dem Primärsaldo, der sich aus der Differenz von Staatseinnahmen und Staatsausgaben ohne Zinsendienst ergibt, dem Realzinsniveau und der realen Wachstumsrate des Bruttoinlandprodukts. Entspricht das Realzinsniveau der realen Wachstumsrate, ist ein ausgeglichener Primärhaushalt notwendig, um die Staatsschuldenquote stabil zu halten. Übertrifft das Realzinsniveau das wirtschaftliche Wachstum, ist ein entsprechender Überschuss erforderlich; im umgekehrten Fall bleibt ein finanzpolitischer Spielraum erhalten. Bei der «finanziellen Repression» geht es darum, das nominale Zinsniveau unter der Teuerungsrate zu halten, um so ein möglichst günstiges Verhältnis zwischen Realzinsniveau und realem Wachstum zu erreichen.

Dies war auch die ursprüngliche Absicht der Wertpapierkäufe durch die Zentralbanken. Mit der zusätzlichen Nachfrage nach Staatsanleihen sollten das Nominalzinsniveau reduziert und die Inflationserwartungen angehoben werden. Lange Zeit ging man davon aus, dass das Nominalzinsniveau wegen der Möglichkeit der Geldhortung nicht beliebig in den negativen Bereich gedrückt werden kann. Der US-Ökonom Kenneth Rogoff hat deshalb die Abschaffung des Bargelds angeregt, um den Handlungsspielraum der Zentralbanken diesbezüglich zu erweitern. Heute wissen wir es besser.

Im Herbst des vergangenen Jahres hat die Europäische Zentralbank die Wirk-

samkeit des «quantitative easing» mit der Einführung negativer Nominalzinsen verstärkt. Die Schweizerische Nationalbank folgte, um die Frankenaufwertung einzudämmen. Mittlerweile haben auch die dänische und die schwedische Notenbank negative Zinsen auf bei ihnen gehaltene Bankeinlagen eingeführt. Diese aggressive Lockerung hat zu einem generellen Absinken der Zinsstrukturkurven geführt. Negative Nominalrenditen im mittleren Laufzeitenbereich sind die Folge. Bei Schweizer Bundesobligationen gilt das sogar bis zu Laufzeiten von 10 Jahren. Zwei Faktoren haben diese aussergewöhnliche Zinskonstellation ermöglicht: die zunehmende Bedeutung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs und der globale Sparüberschuss, genauer der Umstand, dass die geplanten Ersparnisse die geplanten Investitionen übersteigen.

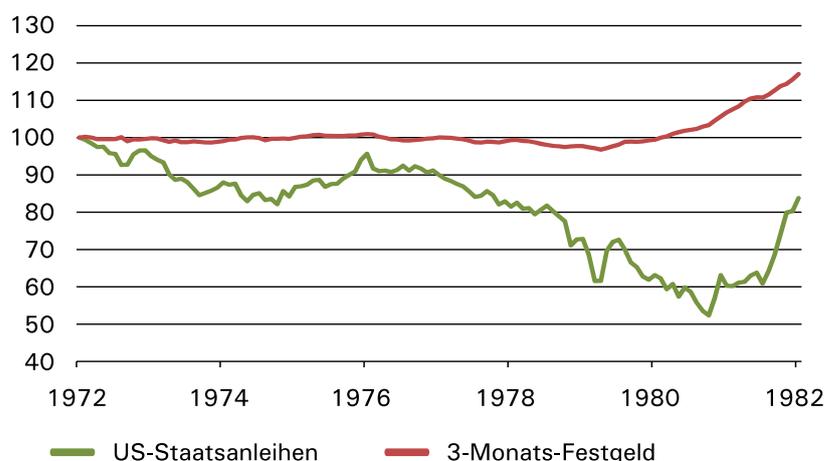
Aus Sicht des Sparers ist hinsichtlich der «finanziellen Repression» zwischen zwei Fällen zu unterscheiden: Die Notenbank kann negative Realzinsen herbeiführen, indem sie die Zinsen nach einem Inflationsschock nicht entsprechend erhöht; dies geschah in den USA in den 1970er Jahren. Sie kann aber auch die kurzfristigen Nominalzinsen in den negativen Bereich drücken, wie es im vergangenen Jahr geschehen ist.

Für einen Inflationsschock heisst das Standardrezept der Finanzberater: Flucht in die Sachwerte. Die Angst vor einem Inflationsschub hat das Anlegerverhalten unmittelbar nach der Finanzkrise bestimmt. Die Preishausse bei Rohstoffen und Gold ist inzwischen aufgrund des kraftlosen Wachstums der Weltwirtschaft und rückläufiger Inflationserwartungen zu Ende gegangen und hat damit den empirischen Befund bestätigt, dass Gold und Rohstoffe nur kurzfristig Schutz vor realen Vermögenseinbussen bieten. Immobilien sind diesbezüglich besser geeignet, wobei deren Wertentwicklung auch von anderen Faktoren, wie zum Beispiel Lage, Migration oder Einkommensentwicklung, abhängt.

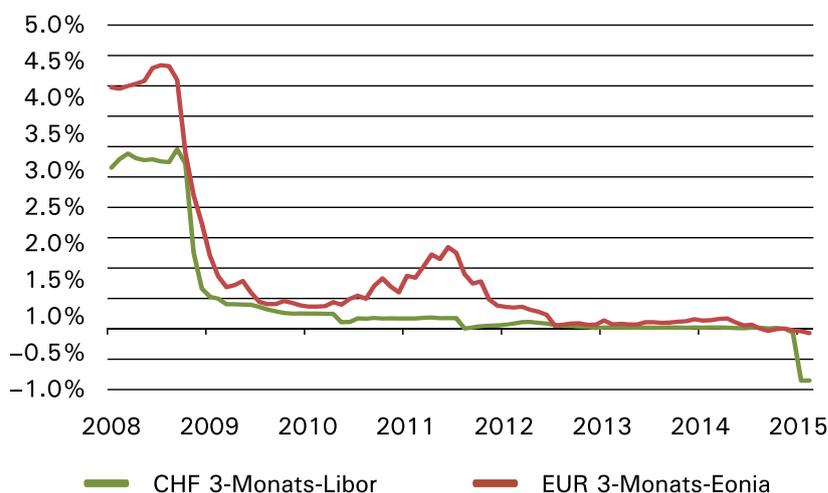
Die Finanzindustrie hat mit den inflationsgeschützten Anleihen scheinbar das perfekte Anlageinstrument gegen unerwartete Inflationseffekte gefunden. Dies gilt jedoch nur, wenn die Laufzeit des Papiers genau mit dem Anlagehorizont des Sparers übereinstimmt und die Anleihe bis zu ihrer Fälligkeit gehalten wird. An-

USA: Finanzielle Repression in den 1970er Jahren

Reale Performance, 31.12.1972 = 100



Negative Kurzfristzinsen durch Zentralbanken



derndfalls mindern die Realzinsschwankungen und die daraus resultierende Volatilität aus portfoliotheoretischer Sicht die Attraktivität dieser Anlageklasse.

Aktien haben sich bisher, entgegen der theoretischen Annahme, weder kurz- noch langfristig als guter Inflationsschutz erwiesen. Kurzfristige Anlagen schützen relativ am besten vor einem erwarteten Inflationsanstieg. In einem Regime «finanzieller Repression» ist dieser Schutz allerdings nicht vollständig, da die Notenbanken auf den Inflationsschub nicht adäquat reagieren.

Negative Nominalzinsen sind wie eine Art Steuer auf Ersparnisse, welche die Substanz des bargeldnahen Vermögensbestands angreift. Dagegen kann sich der Sparer im Grunde genommen nur dadurch wehren, indem er ein höhe-

res Risiko eingeht. Dies kann durch die Beimischung von Aktien geschehen oder im Falle festverzinslicher Anlagen durch ein höheres Zinsänderungs-, Kredit- oder Wechselkursrisiko. Welche Konsequenzen die aussergewöhnliche Zinssituation für die Kapitalallokation und die künftige Kapitalstruktur haben wird, ist noch unklar. Die wirtschaftspolitischen Prioritäten gelten zurzeit der Ankurbelung des Wirtschaftswachstums und der Schaffung günstiger Voraussetzungen für die Entschuldung der Staaten.

1) Dieser Artikel entstand mit Unterstützung von Mag. Peter Goller, Chefökonom der LLB Asset Management AG (peter.goller@llb.li).

giuseppe.corrado@llb.li
fabian.buerzle@llb.li
www.llb.li