
Niedrigzinsfalle: Die Gefahr der finanziellen Repression

ANSGAR BELKE UND JONAS KEIL

Ansgar Belke, Universität Duisburg-Essen und IZA Bonn, E-Mail: ansgar.belke@uni-due.de
Jonas Keil, Universität Duisburg-Essen, E-Mail: jonas.keil@uni-due.de

Zusammenfassung: Dieser Beitrag beschreibt das Konzept der finanziellen Repression. Bei diesem Vorgehen versuchen Staaten, sich durch repressive Maßnahmen an den Finanzmärkten, stetiger Inflation und niedrigen Nominalzinsen verdeckt der Belastung durch die Staatsverschuldung zu entledigen. In der Vergangenheit gab es vielfach Phasen einer solchen Entwicklung und auch in der Folge der europäischen Schuldenkrise ist ein solches Vorgehen in vielen Industrieländern aufgrund der hohen Schuldenstände nach der Finanzkrise denkbar. Während durch finanzielle Repression eine deutliche Schuldenreduktion möglich ist, hat eine solche Politik vielfache negative Auswirkungen für Sparer und Investoren, welche häufig niedrige oder negative Renditen erzielen und kaum Ausweichmöglichkeiten zur Verfügung haben.

Summary: This paper describes the concept of financial repression. Under this regime, states aim at reducing the burden of their public debt by repressive measures aimed at financial markets, steady inflation rates and low nominal interest rates. In the past, such policies were widespread in many countries and it might be seen as a viable option of public debt reduction due to the high levels of debt accumulated during the European debt crisis. While financial repression can result in significant reduction of debt levels, it can have severe negative effects on private savers and investors for whom yields become low or negative and who do not have any options of evading financial repression.

→ JEL Classification: H27, H63, N40

→ Keywords: Financial repression, public debt reduction

I Einführung

Unter finanzieller Repression versteht man eine Strategie des Staates, sich mittels verschiedener Maßnahmen, Vorschriften oder Gesetze verdeckt der Belastung durch die Staatsverschuldung zu entledigen. Der Begriff der finanziellen Repression wurde von Shaw (1973) und McKinnon (1973) geprägt, um die wachstumshemmenden Effekte der damit beschriebenen Politik zu brandmarken, welche im Zeitraum von 1945 bis 1980 das von vielen Industrieländern verwendete Finanzmarktmodell darstellte. Allgemein lässt sich finanzielle Repression als eine Politik definieren, die auf eine indirekte Reduktion der öffentlichen Schuldenstände oder der Belastung durch die bestehende Staatsverschuldung mittels gezielter Beeinflussung der Kosten der Staatsschulden abzielt. Dies kann durch Kontrollen oder Beschränkungen auf heimische Finanzmärkte oder von internationalen Kapitalflüssen geschehen, wodurch ein staatlicher Zugriff auf mehr finanzielle Mittel erreicht werden soll, als dem Staat unter anderen Bedingungen zufließen würden (Giovannini und de Melo 1993). Begleitet werden kann dies durch Beschränkungen auf Nominalzinsen sowie eine mäßige aber stetige Inflation, wodurch die finanzielle Repression in der Regel in niedrigen oder negativen Realzinsen resultiert. Die finanzielle Repression ist jedoch konzeptionell von einer rein konjunkturell motivierten Niedrigzinspolitik von Zentralbanken zu unterscheiden, bei welcher keine repressiven Effekte intendiert sind.

Insbesondere in Folge der Finanz- und Bankenkrise der letzten Jahre erscheint das Phänomen der finanziellen Repression relevant, da viele Länder hohe öffentliche Schuldenstände, niedriges Potentialwachstum und niedrige Zinsen aufweisen (Zimmermann und Baier 2012). Andrew Bosomworth, Managing Director der Fondsgesellschaft Pimco, sieht in diesem Zusammenhang die Gefahr von „japanischen Verhältnissen“ mit Rating-Abstufungen von Staatsanleihen mangels Bonität (FAZ 2005). Im Folgenden soll die Politik der finanziellen Repression und ihre Folgen näher beleuchtet und die Möglichkeiten und Grenzen ihrer gegenwärtigen Anwendbarkeit erörtert werden.

Seit seiner Prägung durch Shaw (1973) und McKinnon (1973) geriet der Begriff der finanziellen Repression in der öffentlichen Diskussion zwischenzeitlich weitgehend in Vergessenheit. Ein Grund dafür war die auf globaler Ebene seit den 1980er Jahren beobachtbaren Liberalisierung der Finanzmärkte, wodurch umfassende nationale Finanzmarktkontrollen als eine wichtige Komponente der finanziellen Repression temporär aus dem Fokus gerieten. Seit der Finanzkrise ab dem Jahr 2008 ist jedoch ein erneutes Interesse an der Frage entstanden, wie Regierungen sich in der Vergangenheit ihrer massiven Schuldenlasten entledigten. Reinhart und Sbrancia (2011) beschreiben auf Basis der Datenbank von Reinhart und Rogoff (2011) die Entwicklung der Staatsverschuldung in Industrie- und Schwellenländern seit Beginn des 20. Jahrhunderts und die zum Ziele des Schuldenabbaus betriebene Politik. Dabei zeigen die Autoren auf, wie es den Industrieländern gelang, die bis zum Ende des Zweiten Weltkrieges angesammelten kombinierten Schuldenstände in gesamter Höhe von circa 90 Prozent des kombinierten Bruttoinlandsprodukt (BIP) ohne staatliche Insolvenzen oder Hyperinflation bis zu Beginn der 1970er Jahre auf ca. 25 Prozent zu reduzieren.

Ein viel zitiertes Beispiel für ein Land, das eine Politik der finanziellen Repression verfolgt hat, ist Japan. Institutionelle Anleger sehen sich dabei durch die Regulierung dazu gedrängt, in wenig rentable Staatsanleihen zu investieren. Eine Alternative dazu ist, die Zinsen durch die Notenbank künstlich so niedrig halten, dass Preise steigen und sich eine inflationäre Entwicklung einstellt. Auch durch diese Entwicklung werden die Staatsschulden entwertet. In Japan gab es

jedoch zunächst eine lange Phase der Deflation. Aktuell wird im Rahmen der als „Abenomics“ bezeichneten Wirtschaftspolitik von Japans Premierminister Abe von der japanischen Notenbank eine gezielte Geldpolitik mit dem Ziel der Inflation betrieben, um Japans makroökonomischen Problemen entgegenzuwirken. In diesem Sinne lässt sich folgern, dass die japanische Regierung versucht, die Notenbank für ihre Zwecke einzuspannen. Insgesamt zeigt sich für Japan hier ein bizarrer Fall ungezügelter Repression, in dem die Inflation zumindest zunächst die „falsche Richtung“ nahm und die Staatsschulden daher weiter wuchsen.

Trotz einigen Ähnlichkeiten von der Situation im Euroraum mit der in Japan gibt es zwischen diesen Wirtschaftsräumen einen entscheidenden Unterschied: Japan ist ein einziges Land, während der Euroraum aus vielen souveränen Ländern besteht. Schon für Japan war die jahrelange desolate Situation höchst problematisch. Für Europa stellt sich jedoch die Frage, ob die Entwicklung im schlimmsten Fall zu einer Zerreißprobe werden kann, bei der die öffentliche Diskussion um einen Zusammenbruch der Eurozone wiederaufbränden könnte. Jedoch kann Europas gegenwärtige Schwäche aber auch Vorteil sein, da der Druck Politiker zum Handeln treiben dürfte.

2 Das Konzept der finanziellen Repression

Im Folgenden soll dargestellt werden, inwiefern die Politik der finanziellen Repression als ein Ausweg aus einer hohen Staatsverschuldung gesehen werden kann. Durch die Finanz- und Bankenkrise sind sich in vielen Ländern die Schuldenstände weiter auf teils dramatische Niveaus angestiegen. Eine weitere Ursache der Staatsschuldenkrise ist außerdem, dass einer rasch alternenden Bevölkerung in den sozialen Sicherungssystemen ökonomische Versprechungen gemacht wurden, für die unter realistischen Wachstumsszenarien keine hinreichenden Ressourcen da sein werden und welche folglich langfristig nicht tragbar sind. Dieser entstandene Schuldenüberhang muss beseitigt werden, was eine Wachstumsbremse und eine Paralyse des Finanzsystems und der Kreditschöpfung zur Folge haben kann. Angesichts dieser Problemlage ist die Suche nach einer gangbaren Politik des nachhaltigen Schuldenabbaus sowie den ökonomischen Folgen einer solchen Politik höchst relevant. Grundsätzlich lassen sich Schulden abbauen, indem eine Erhöhung der Wachstumsrate des realen BIP erreicht wird, indem die Schulden nicht mehr bedient werden (Schuldenausfall), indem eine strikte fiskalische Austerität durchgesetzt wird oder indem der Schuldenlast durch einen überraschenden Inflationsschub verringert wird (Zimmermann und Baier 2012). Politisch oder auch ökonomisch sind diese Wege jedoch häufig nicht leicht durchführbar. Als Beispiel lässt sich anführen, dass ein Heraussparen aus den Schulden nicht funktioniert, wenn dies alle großen Industriestaaten der Welt gleichzeitig versuchen, da in diesem Falle keine ausgabefreudigen Abnehmer für die Exporte mehr verbleiben. Auch eine nachhaltige Lösung der Eurokrise war aber bisher so schwierig, da kein Akteur bereitwillig Leiden durch das Tragen der Last des Schuldenabbaus akzeptieren wollte.

Die Politik der finanzieller Repression ist jedoch eine verdeckte Art des Schuldenabbaus ohne die Notwendigkeit von Hyperinflation oder Staateninsolvenzen dar (Reinhart 2012). Die dazu notwendigen Maßnahmen lassen sich generell in vier Gruppen unterteilen (Reinhart und Sbrancia 2011):

- Direkte oder indirekte Zinsdeckelungen auf Staatsschuldtitel und andere Schuldverschreibungen,
- Kapitalverkehrskontrollen oder andere Maßnahmen, die Investitionsentscheidungen zugunsten des heimischen Kapitalmarkts beeinflussen („home bias“) und Investitionen im Ausland erschweren oder verhindern,
- Steuern, die Anlageinstrumente verteuern, die als Alternative zur Investition in Schuldverschreibungen staatlicher Emittenten dienen können (dazu zählen Maßnahmen wie eine Transaktionssteuer auf Aktien oder ein Verbot des Goldbesitzes),
- Maßnahmen, die den (direkten oder indirekten) staatlichen Einfluss auf den Finanzsektor erhöhen, vor allem im Rahmen makroprudenzieller Regulierung.

Im Verbund mit einer stetigen, aber nicht zu hohen Inflationsrate können diese Maßnahmen eine lautlose reale Entschuldung erleichtern. Dabei sind die Maßnahmen auf die inländische Verschuldung gerichtet, während ein entsprechendes Vorgehen für die Verschuldung im Ausland aufgrund des begrenzten Wirkungsbereiches nationaler Politiken beschränkt ist.

Mit diesen Maßnahmen sollen zwei Ziele erreicht werden. Einerseits soll den Regierungen durch die geschaffenen Friktionen und die dadurch verzerrten Investitionsentscheidungen der Zugang zu finanziellen Mitteln verschafft werden, welche ihnen bei einer unverzerrten Investitionsentscheidung nicht zufließen würden. Andererseits geht es um eine Senkung des Schuldendienstes für diese akquirierten finanziellen Mittel, indem die Schuldtitel zu niedrigeren Zinsen emittiert werden können als es ohne die finanzrepressiven Maßnahmen möglich wäre (Reinhart und Sbrancia 2011). Zusammen mit Inflation führt diese Senkung der Nominalzinssätze unter das Gleichgewichtsniveau zu einer Senkung der realen Refinanzierungskosten (Giovannini und de Melo 1993). In diesem Umfeld zahlen „gefangene Investoren“ bei jedem Kauf einer Staatsanleihe eine versteckte Subvention oder Steuer an die Regierung. Die Erträge dieser Steuer erlaubt der Regierung eine Senkung ihres Schuldenstands. Bill Gross, Mitbegründer der Fondsgesellschaft Pimco spricht bei solchen Maßnahmen sogar von „Taschendiebstahl“.

3 Empirische und historische Evidenz

Neben den grundlegenden Studien von Reinhart und Rogoff (2009) und Reinhart und Sbrancia (2011) gib es kaum umfassende empirische Studien zur Quantifizierung der finanziellen Repression und ihrer Effekte, da der Ressourcen- und Datenaufwand erheblich ist. Während aus konzeptioneller Sicht die Abgrenzung zwischen konjunkturell bedingten Niedrigzinspolitiken und expliziter finanzieller Repression eindeutig ist, leidet die empirische Literatur zur finanziellen Repression an einer Identifikationsproblematik. Beobachtbare niedrige oder sogar negative reale Zinsen können entweder durch finanzrepressive Maßnahmen, möglicherweise aber auch von Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur und des Finanzsystems hervorgerufen sein können, wobei eine Abgrenzung dazwischen empirisch nicht trivial ist (Zimmermann und Baier 2012).

Giovannini und de Melo (1993) berechnen das Ausmaß der „Repressionssteuer“ für 24 Schwellenländer in den 1970er und 1980er Jahren. Dabei identifizieren sie den Effekt der finanziellen Repression auf die Senkung der staatlichen Kapitalkosten, indem sie die Differenz zwischen den als fair angesehenen Zinsen für die Staatsfinanzierung an internationalen Kapitalmärkten und den Zinsen auf dem heimischen Kapitalmarkt der betroffenen Länder berechnen. Multipliziert mit dem Schuldenstand des jeweiligen Landes betrug das gesamte Ausmaß der finanziellen Repression nach ihren Ergebnissen dabei in sechs untersuchten Ländern zwei bis drei Prozent des Bruttoinlandsprodukts und in fünf weiteren Länder sogar mehr als drei Prozent. In fünf Ländern (Indien, Mexiko, Pakistan, Sri Lanka und Zimbabwe) lag die gesamte durch die finanzielle Repression eingesparte Summe in einer Größenordnung von ungefähr 20 Prozent oder mehr des gesamten Steueraufkommens. Am höchsten ist den Ergebnissen zufolge das Ausmaß der finanziellen Repression in Mexiko, wo sie sechs Prozent des BIP beansprucht, was 40 Prozent der gesamten Steuereinnahmen entspricht.

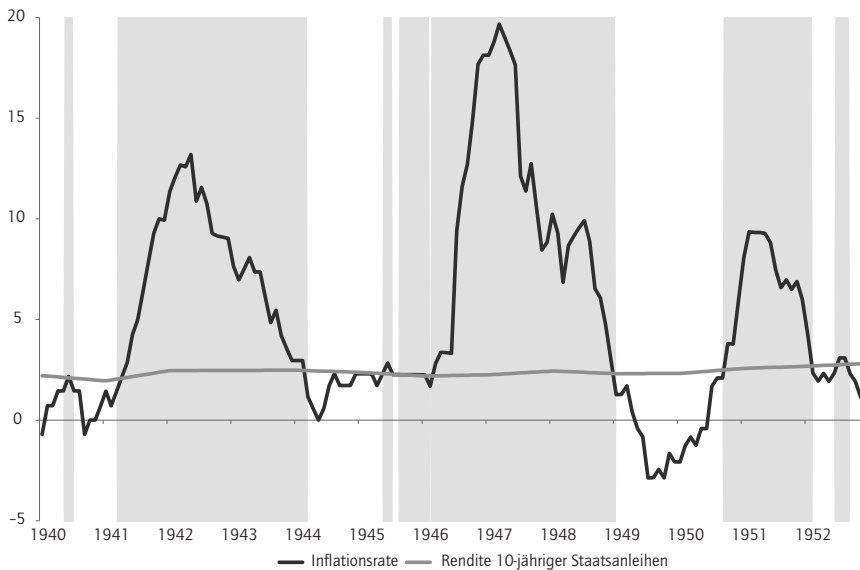
Aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit systematischer empirischer Evidenz für das Ausmaß und die Effekte von finanzieller Repression erscheint es darüber hinaus sinnvoll, konkrete Episoden in der Historie der finanziellen Repression als anekdotische Evidenz näher zu beleuchten. Wie Zimmermann und Baier (2012) darlegen, lassen sich grundsätzlich zwei Ländergruppen ausmachen, in denen die finanzielle Repression verstärkt auftrat. Dabei handelt es sich einerseits um Australien, Belgien, Frankreich, Italien, Japan, Südafrika, die USA und Großbritannien, welche direkt nach dem Zweiten Weltkrieg und erneut ab den 1970er Jahren auf diese Politik zurückgriffen. Andererseits gibt es demnach die Ländergruppe Argentinien, Indien, Irland und Schweden, welche die finanzielle Repression in der Vergangenheit fast dauerhaft nutzten.

3.1 Die Phase vor 1945

Die liberale Kapitalmarktregulierung und die internationale Kapitalmobilität erreichten in der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg ihren ersten Höhepunkt. Diese Zeit war durch das Währungssystem des Goldstandards geprägt (Belke 2012). Durch den Ersten Weltkrieg ergab sich eine Abkehr von dieser liberalisierten Wirtschaftsordnung. Die im Ersten Weltkrieg akkumulierten Schuldenberge wurden im Wesentlichen durch Staatsbankrotte und Umschuldungen beseitigt. Die Große Depression sowie der Zweite Weltkrieg beendeten die Politik des „Laissez-faire-Banking“ endgültig. Was dann folgte, wurde in der öffentlichen Diskussion nur selten explizit aufgenommen: Die Regierungen nutzten zu Inflation neigendes Papiergeld („Fiat money“) statt Edelmetall-gedeckter Währungen, die vor den 1930er Jahren die Norm waren. Auch kam es zur Schaffung eines Netzes von Regeln und Regulierungen, welche Sparer und institutionelle Investoren zwangen, zu Zinssätzen unterhalb der Inflationsrate zu investieren. Durch die steigende Inflation fiel der inflationsbereinigte Wert der Staatsschuld und erodierte damit einen Teil der nationalen Ersparnisse, entweder direkt, weil ein Teil der Ersparnisse direkt in Staatsanleihen angelegt war oder indirekt durch Einlagen bei Finanzinstitutionen, die gezwungen wurden, in Staatsschuldenspapieren zu investieren. In diesem Umfeld gab es für private Sparer kaum Möglichkeit zum Ausweichen in wertstabilere Anlagemöglichkeiten. Abbildung 1 zeigt die Inflationsrate und die nominale Rendite zehnjähriger Staatsanleihen für die USA, wobei die schattierten Flächen Zeiten mit negativen Realzinsen markieren. Die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen wurde getrieben durch eine Welle von Finanzmarktreformen nach dem Aktienmarkt-Crash von 1929. In diesem Punkte kann eine Analogie zur Regulierung von heute gezogen werden. Diese Kontrollen hatten auch einen bedeutenden fiskalischen Einfluss: Schulden der Industrieländer

Abbildung 1

Inflationsrate und Rendite auf 10-jährige Staatsanleihen in den USA 1940–1952, in Prozent



Quelle: U.S. Bureau of Labour Statistics und Robert Shiller, www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm.

waren zum Ende des Zweiten Weltkriegs auf etwa 90 Prozent angestiegen. Auch diese Größenordnung bietet eine Analogie zu den Schuldenständen der heutigen Zeit.

3.2 Die Phase 1945–1980

Weltweit ließ sich in der Phase nach dem Zweiten Weltkrieg eine Politik der finanziellen Repression beobachten. Dies war einerseits durch die hohen Schuldenstände nach dem Krieg bedingt, andererseits wurde diese Politik bis Anfang der 1970er Jahre durch das Umfeld des Bretton-Woods-Systems begünstigt. Das regulatorische Umfeld mit verbreiteten Maßnahmen wie Kapitalverkehrskontrollen in diesem System erleichterte die Politik der finanziellen Repression (Reinhart 2012).

Wie Reinhart und Sbrancia (2011) zeigen, lagen die durchschnittlichen realen Zinsen auf Einlagen und Treasury Bills in der Phase von 1945 bis 1980 deutlich häufiger im negativen Bereich als in der Phase von 1981 bis 2009. Diese Entwicklung wurde von zinssenkenden Politiken getrieben, mit denen die Staatsschulden des Zweiten Weltkriegs abgebaut werden sollten. Unterstützend wirkten die Kapitalkontrollen im Rahmen des Bretton-Woods-Systems. Diese bewirkten, dass Ersparnisse auch bei unattraktiven Renditen auf dem heimischen Markt blieben, anstatt in rentablere Anlageformen im Ausland zu fließen. Aber auch Regulierungen trugen zu den negativen realen Zinssätzen bei: Pensionsfonds, Versicherungen und Banken kauften aufgrund der gesetzlichen Regelungen unabhängig von deren Rendite Staatsanleihen. Die Kombination aus sehr geringen Nominalzinssätzen und einer zwischenzeitlichen Beschleunigung der Inflation

in den Industrieländern führte dazu, dass die Realzinsen zwischen 1945 und 1946 in diesen Ländern deutlich negativ waren. In den folgenden 35 Jahren blieben die Zinssätze in den Industrieländern und Schwellenländern durchweg geringer als in den Phasen freier Kapitalmobilität vor und nach dieser Ära der Repression.

Keynesianer betonen bezüglich dieser Entwicklung die andere Seite derselben Medaille: Durch die Politik der niedrigen Realzinsen und der stark regulierten Kapitalmärkten waren nach dem Zweiten Weltkrieg viele Länder in der Lage, ihre Staatsschulden vergleichsweise schnell und ohne dramatische Staatsinsolvenzen oder schmerzvolle Austerität zu reduzieren. So konnte die britische Staatsschuld von 216 Prozent des BIP im Jahr 1945 auf 138 Prozent zehn Jahre später verringert werden. Auch den USA gelang es nach dem Zweiten Weltkrieg durch eine Mischung aus Wachstum, niedrigen Nominalzinsen und durchschnittlich vier Prozent Inflation, das Verhältnis der öffentlichen Schulden zur Wirtschaftsleistung binnen drei Jahrzehnten von 109 Prozent auf rund 25 Prozent zu drücken. Im Gegensatz zu diesen historischen Entwicklungen wird erwartet, dass die britische Staatsschuld in Prozent des BIP heutzutage mittelfristig nur um drei Prozentpunkte fallen wird, obwohl ein konsequentes und in den Auswirkungen belastendes Austeritätsprogramm verfolgt wird. Insofern brachte die Politik der Repression eindrucksvolle Erträge hervor. Durchschnittlich wurden die Staatsschulden in der Zeit der Schuldenliquidation durch finanzielle Repression mit negativem Realzins in Großbritannien und in den USA jährlich um drei bis vier Prozent des BIP reduziert. Andere Länder wie Italien und Australien kamen in den Genuss eines Tilgungseffekts von durchschnittlich über fünf Prozent pro Jahr. Der akkumulierte Effekt über ein Jahrzehnt war daher entsprechend groß. Von 1945 bis 1955 verringerte die Repression die US-amerikanische Staatsschuld um 50 Prozentpunkte, von 116 Prozent auf 66 Prozent des BIP. Dabei entsprachen die negativen realen Zinssätze jährlichen Steuereinnahmen in Höhe von 6,3 Prozent des BIP. Diese Größenordnung wäre ausreichend, um heute das US-Budget innerhalb eines Jahres ohne ein neues Austeritätsprogramm in einen Überschuss zu überführen.

Die Sparer akzeptierten also inflationsbereinigt einen Verlust, der einer nicht unerheblichen Verbesserung des Staatshaushalts entsprach. Es ist zu vermuten, dass fiskalpolitische Pläne für Steuererhöhungen, die ein solches Steueraufkommen generiert hätten, deutlich mehr Widerstand in der Bevölkerung hervorgerufen hätten. Angesichts dessen stellt sich die Frage, warum die Sparer derart magere Erträge über einen so langen Zeitraum akzeptierten. Eine bindende Deckelung von Zinssätzen auf Depositen führte dazu, dass die realen Einlagezinsen betragsmäßig noch größer im negativen Bereich lagen als die realen Zinsen auf Treasury Bills. Dies veranlasste heimische Sparer dazu, Staatsanleihen nachzufragen anstatt in Einlagen zu investieren. Zudem machten hohe Reserve-Anforderungen für Banken Investitionen in diese Vermögenswerte unattraktiv. Insgesamt betrachtet gab es also keine Ausweichmöglichkeiten bei Suche nach höheren Renditen. Dies lag neben expliziten Politikmaßnahmen wie Kapitalverkehrskontrollen vor allem an den negativen Renditen auf Staatsanleihen und Einlagen, welche damals ein universelles Phänomen waren. Es ist zu betonen, dass entsprechende Regeln nicht immer mit dem Ziel der Schuldenerleichterung eingeführt wurden, obwohl der Repressionseffekt nicht unbemerkt blieb. In vielen Ländern war dieses System allgegenwärtig und verringerte so Druck auf einzelne Regierungen, es abzuschaffen. So war es zum Beispiel für private Sparer im Vereinigten Königreich erst seit der Regierungszeit von Margareth Thatcher möglich, Kapital unbegrenzt ins Ausland zu schaffen. Bis dahin waren internationale Überweisungen streng reglementiert und große Bargeldsummen galten als Schmuggelgut.

3.3 Die Phase 2008 bis heute

Es kann argumentiert werden, dass in der heutigen Phase eine ähnliche finanzielle Repression wie im Zeitraum von 1945 bis 1980 stattfindet. So gibt es heutzutage in vielen Währungsräumen künstlich niedrige Zinsen, vor allem im Euroraum, im Vereinigten Königreich und den USA. Dabei wird der oben beschriebene Effekt einer Senkung der Finanzierungskosten für Staatsschulden erzielt. Zimmermann und Baier (2012) sehen anekdotische Evidenz für das Vorliegen einer Politik der finanziellen Repression in der europäischen Schuldenkrise und geben eine Übersicht über einige entsprechende Politikmaßnahmen. Dazu gehören die Maßnahmen zur Verwendung von Mitteln aus Rentenfonds zur öffentlichen Schuldentilgung oder zur Bankenrekapitalisierung in Frankreich, Irland und Portugal, Zinsdeckelung auf Einlagezinssätze in Spanien und eine Erhöhung der Mindestanforderungen von Staatsanleihebeständen für inländische Finanzinstitute im Vereinigten Königreich (Zimmermann und Baier 2012: Tabelle 1). Als ein weiteres Beispiel aus der aktuellen Phase könnte das Offenmarktgeschäft-Programm der Outright Monetary Transactions (OMT) der Europäischen Zentralbank (EZB) gesehen werden, mit dem die Anleihezinsen durch massive Aufkäufe von Staatsanleihen unter eine bestimmte Obergrenze gedrückt werden sollen. Die OMTs wurden als Nachfolger des Securities Market Programme (SMP) ins Leben gerufen, bis heute jedoch noch nicht in Anspruch genommen. Während das erklärte Ziel der OMTs die Sicherstellung eines ordnungsgemäßen Transmissionsprozesses ist, sieht sich die EZB dem Vorwurf gegenüber, mit dem OMT-Programm potentiell verdeckt zur Staatsfinanzierung beizutragen. In dieser Auseinandersetzung zeigt sich auch das Problem der schwierigen Unterscheidung von Maßnahmen der finanziellen Repression und einer konjunkturell bedingten Niedrigzinspolitik. So stellt sich generell die Frage, ob Zinssenkungen durch Maßnahmen der unkonventionellen Geldpolitik zur finanziellen Repression gezählt werden sollen (Wöhrmann 2012).

Kapitalverkehrskontrollen gelten für eine Politik der finanziellen Repression heute prinzipiell als überflüssig, denn die Realzinsen sind weltweit niedrig und Anlegern fehlt es daher überall an alternativen Anlagemöglichkeiten. Lebensversicherungen sind gesetzlich gezwungen, in schlecht verzinsten, aber vermeintlich sicheren Staatsanleihen zu investieren. Auch für Banken wird durch die Basel-III-Reformen die Investitionsentscheidung zu Gunsten von Staatsschuldtiteln verzerrt. Obwohl die jüngste Episode gezeigt hat, dass die Ausfallsicherheit und die Liquidität von Staatsanleihen nicht in jedem Fall unproblematisch sind, werden diese Anleihen gegenüber anderen Anlageklassen bevorzugt. So ist zu erwarten, dass der von Banken gehaltene Anteil europäischer Staatsanleihen zukünftig weiter steigen wird (Zimmermann und Baier 2012, BIS Committee on the Global Financial System 2011). In einigen Ländern werden derzeit zudem weniger subtile Maßnahmen wie zum Beispiel eine Vermögensabgabe diskutiert. Solche Maßnahmen ermöglichen dem Staat direkten Zugriff auf gesparte Vermögen und bieten nur sehr begrenzt Ausweichmöglichkeiten durch Wegzug oder Verlagerung der Vermögen ins Ausland. Dies kann als „moderne“ finanzielle Repression angesehen werden, da westliche Regierungen sich auch Zugang zu Ersparnissen „in Übersee“ verschaffen und diese finanzieller Repression aussetzen.

Zentralbanken halten Staatsanleihen als Teil ihrer Reserven. US-amerikanische „Treasury bonds“ sind die mit Abstand populärste Anlageform. Ausländische Investoren halten dabei 43 Prozent der gesamten Treasury-Schuld und öffentliche Institutionen, vor allem in Asien und ölexportierenden Ländern halten ein Vermögen von circa 3,5 Billionen US-Dollar. Der Grund dafür liegt häufig in der Liquidität der Anlagen oder beim Ziel der Wechselkurssteuerung. Die Käufe der globalen Zentralbanken, der heimischen Zentralbanken (im Rahmen des Quantitative Easings)

und der finanziell repressierten Institutionen haben dabei eine enorme Größenordnung: Über 50 Prozent amerikanischer und britischer Anleihen liegen bei Investoren, die über niedrige Erträge nicht besorgt sind. Manager von Investmentfonds und Hedgefonds, die an höheren Renditen interessiert sind, können so ihre Rolle als „Marktwächter“ nicht mehr ausfüllen. Es kann befürchtet werden, dass Anleiherenditen in solch einem Szenario folglich kein marktgerechtes Signal mehr darstellen könnten. Investoren sind zwar auf Investitionsalternativen aus, werden aber weiter Staatsanleihen kaufen, da in diesen Zeiten der Wunsch der Investoren nach Sicherheit ihre Sorge um die Nachhaltigkeit öffentlicher Finanzen dominiert. Die US-amerikanischen „Treasury bonds“ sind das liquideste Asset der Welt und Investoren wissen, dass sie ihre Positionen sofort ohne Preisänderungen verkaufen können. Dies lässt die Bonds von schlechten Nachrichten profitieren, sogar von schlechten Nachrichten über die Finanzlage der US-Regierung.

4 Folgen der finanziellen Repression

Nach der Betrachtung der empirischen und historischen Evidenz sollen im Folgenden die konkreten Folgen und Auswirkungen der finanziellen Repression näher beleuchtet werden. Während das Hauptziel der finanziellen Repression eine Verringerung der Schuldenstände beziehungsweise eine Senkung der Belastung durch bestehende Schulden ist, kann durch diese Politik eine Reihe von unerwünschten Nebenwirkungen auftreten.

Private Sparer gehören zu den Akteuren, die die hauptsächliche Last der durch die finanzielle Repression hervorgerufenen Abweichung vom Gleichgewicht eines freien Finanzmarktes zu tragen haben. Zwar leiden zunächst vor allem Finanzinstitute und institutionelle Investoren durch die geringen realen Zinsen auf Staatsschuldtitel, dieser Effekt wird jedoch meist direkt an die privaten Sparer weitergereicht. Wie Shaw (1973) argumentiert, findet somit eine indirekte Besteuerung aller Sparer statt. Gleichzeitig werden Schuldner besser gestellt, da sich diese zu geringeren Zinssätzen finanzieren können. Insofern findet insgesamt eine Verzerrung der Einkommensverteilung statt. Beim und Calomiris (2001) bezeichnen dies als Finanzrepressionsteuer. Als Steuer ist dabei die Summe von der Inflationssteuer auf Geldvermögen plus die Opportunitätskosten der entgangenen höherverzinslichen Alternative zu verstehen.

Wie McKinnon (1973) argumentiert, ist zu erwarten, dass die aggregierte Sparquote einer Volkswirtschaft unter dem Einfluss der finanziellen Repression letztlich unter das gleichgewichtige Niveau sinkt, was Effizienzverluste zur Folge hat. Jedoch stellt sich die Frage, ob Deutschland im OECD-Vergleich insgesamt nicht ohnehin eine zu hohe Sparquote aufweist, wofür einige Argumente sprechen. So erzielen Deutschlands Sparer vor allem im Ausland zu geringe Renditen, was unter anderem mit dem als „Exorbitant privilege“ beschriebenen Zinsvorteil der USA begründet werden kann. Zudem verfolgen viele Sparer ein ideales Bild ihrer Ersparnisse als „Nest-egg“ und erhöhen somit ihre Ersparnisse, wenn diese durch Inflation real verringert werden. Es herrscht somit keine Geldillusion und eine Präferenz für eine real zumindest konstante Höhe der Ersparnisse. Da sich negative Zinssätze vor allem in unruhigen Zeiten einstellen, werden risikoaverse Sparer gerade in diesen Phasen vorsichtiger und sparen mehr. Zusätzlich befeuert werden kann diese Furcht von zumindest subjektiv wahrgenommenen „Regierungsattacken“ auf die Spareinlagen. Dies zeigte sich anschaulich am Problem des Zypern-Rettungspakets, in dessen Rahmen unterschiedliche Ausgestaltungen einer Zwangsabgabe auf private Ersparnisse öffentlich diskutiert wurden.

Sparer könnten als Folge, zumindest soweit es ihnen im jeweiligen regulatorischen Umfeld möglich ist, aufgrund der Verzerrungen durch die finanzielle Repression als Ausweichreaktion verstärkt Investitionen im Ausland tätigen. Diese potentielle Absicherung gegen schleichende Enteignung hat jedoch einen Preis: Eine höhere Risikobereitschaft, zum Beispiel hinsichtlich des Anteils stark risikobehafteter Wertpapiere am Gesamtportfolio ist erforderlich. Die Präferenz für Renditen geht oftmals mit einer erhöhte Volatilität der Aktienmärkte einher und kann im Extremfall in einer Kapitalflucht münden (Lardy 2008). Durch erhöhte Hürden für die Kreditvergaben entsteht eine Privilegierung etablierter Schuldner und von politischen Netzwerken (McKinnon 1973, Shaw 1973). Auch informelle Märkte gewinnen unter Umständen für die Finanzintermediation zunehmend an Bedeutung, wenn sowohl Sparer als auch Schuldner nach alternativen Möglichkeiten für Kapitalanlagen bzw. Kreditquellen suchen. Die fehlende bzw. nicht vollständige Regulierung derartiger Schattenbankmärkte kann zu einer geringeren Finanzstabilität führen (Zimmermann und Baier 2012).

Insgesamt ist zu erwarten, dass in einem Umfeld der finanziellen Repression die Lenkungsfunction der Preise für betroffene Anlagewerte nicht mehr ausreichend gewährleistet ist. Die Nachfrage nach verschiedenen Anlageformen ist verzerrt, da einerseits durch eine künstlich erhöhte Nachfrage nach begünstigten Staatsanleihen deren Bewertung steigt, andererseits jedoch auch eine erhöhte Risikobereitschaft auf Seiten der Investoren induziert wird, was auch als „Search for yield“ bezeichnet wird. Diese Effekte können dazu führen, dass die Lenkungsfunction der Preise für Anleihen nicht mehr gewährleistet ist, da verstärkt in risikoreiche Anlagen investiert wird (Belke 2013, IMF 2012). Dies kann auch zu einem sogenannten „Risk-on-/Risk-off-Verhalten“ führen, worunter man ein in den letzten Jahren vorherrschendes Investitionsverhalten versteht, bei dem Investoren bei einem als gering eingeschätzten Marktrisiko selber höhere Risiken aufnehmen und umgekehrt (McCaully 2012, Belke 2013). Dies kann zu verstärkten Korrelationen zwischen verschiedenen Asset-Preisen und damit zu einer erhöhten Volatilität der Vermögenspreise und zu Finanzpreisblasen führen (Zimmermann und Baier 2012).

In diesem Zusammenhang sind auch Auswirkungen der finanziellen Repression auf die internationalen Kapitalströme denkbar. Als Folge des „Search for yield“ kann es zu höheren und möglicherweise auch volatileren Kapitalflüssen insbesondere in Schwellenländer kommen, sofern diese als mögliche alternative Anlagegelegenheiten angesehen werden. Dadurch könnte es in diesen Länder sowohl zu Währungsaufwertungen als auch zu einer „Asset Price Inflation“ mit den üblichen Herausforderungen für die Geldpolitik kommen (Belke, Bordon und Volz 2012). Dies könnte sich zudem auf die Bereitschaft der Schwellenländer auswirken, ihrerseits Kapitalverkehrskontrollen und andere regulatorische Maßnahmen einzuführen (Zimmermann und Baier 2012).

Neben diesen Effekten, welche hauptsächlich die Sparer treffen, kann sich die finanzielle Repression auch direkt auf Banken auswirken. Durch die niedrigen Zinsen sinken letztlich die Zinsspannen, wodurch sich die Ertragsposition der Finanzinstitute verschlechtert. Genau wie bei den Sparern kann dies dazu führen, dass die Banken im Rahmen des „Search for yield“ eine höhere Risikobereitschaft an den Tag legen. Auch Versicherungen sehen sich der Gefahr einer verschlechterten Ertragslage bei konstantem Aufwand gegenüber. Auch das Schattenbankensystem sieht sich den gleichen Herausforderungen gegenüber: Da Geldmarktfonds eine Finanzierungsquelle von Schattenbanken darstellen, übertragen sich die Probleme der Geldmarktfonds direkt auf die Schattenbankensystem (Zimmermann und Baier 2012, Belke 2013).

Schließlich bedeutet die Fähigkeit hoch verschuldeter Regierungen, heimische Banken zum Kauf ihrer Staatspapiere zu zwingen ein entscheidendes Hemmnis für die Einführung einer umfassenden Bankenunion. Eine solche Bankenunion würde nationalen Regierungen genau die Instrumente nehmen, die sie benötigen um finanzielle Repression auszuüben (Benito 2012).

5 Fazit

Die finanzielle Repression ermöglichte eine zügige und vergleichsweise schmerzlose Reduktion der nach dem Zweiten Weltkrieg bei den Industrieländern angesammelten Schulden. Derzeit sind die öffentlichen Schulden in vielen Industrieländern so hoch wie seit dieser Zeit nicht mehr, so dass für einige Länder selbst Schuldenumstrukturierungen nicht mehr abwegig sind. Neben den öffentlichen sind auch die privaten externen Schuldenstände auf einem historischen Höchststand. Dies schließt auch die Verschuldung im Ausland ein, die eine besonders volatile Finanzierungsquelle darstellt. Aufgrund dieser Ausgangslage werden die Regierungen mittelfristig Schuldenreduktion, Schulden-Management und andere Maßnahmen anstreben, um die Kosten der Bedienung der Schulden erträglich zu halten. Es ist dabei zu erwarten, dass es zu verstärkten Maßnahmen finanzieller Repression kommen kann, zumal diese Maßnahmen derzeit politisch mit ganz anderen Motiven legitimieren kann: Die Rettung des Euro, die Stabilisierung des Finanzsystems und die Einführung einer Bankenunion könnten auch als Motivation und Legitimierung von finanzrepressiven Maßnahmen dienen.

Daher ist mittelfristig mit einer zunehmenden Relevanz der finanziellen Repression zu rechnen. Die hohe persistente Arbeitslosigkeit als Folge der Finanzkrise in vielen Industrieländern motivieren die Zentralbanken, die Zinssätze niedrig zu lassen. In diesem Umfeld dürfte finanzielle Repression mit der doppelten Zielsetzung einerseits niedriger Zinssätze und andererseits einem „Einfangen der heimischen Investoren“ vermehrt Beliebtheit finden. Aus diesem Grund ist zu erwarten, dass die in diesem Beitrag beschriebenen Maßnahmen möglicherweise nur den Beginn darstellen und zukünftig noch ausgeweitet werden könnten.

Diese Beschreibung der aktuellen Entwicklung sowie der Erwartung bezüglich der mittelfristigen Zukunft bedarf jedoch einiger Relativierung. Zunächst ist hier der aktuell vergleichsweise hohe Grad der internationalen Integration von Finanz- und Kapitalmärkten zu nennen. Diese Eigenschaft erschwert die Lenkung und Bindung der privaten Investitionen durch finanzrepressive Maßnahmen, so dass auch ein Anreiz besteht, die finanzielle Repression durch regulatorische Arbitrage („Race to the bottom“) einzuschränken (Mather 2011). Des Weiteren ist einschränkend zu nennen, dass die empirische Identifikation einer intendierten Politik der finanziellen Repression wie bereits erwähnt alles andere als trivial ist. Es ist nicht klar abzugrenzen, inwieweit finanzrepressive Auswirkungen insbesondere durch niedrige oder negative Realzinsen erwünscht, geduldet oder unerwünscht sind. Dies trifft umso mehr zu, als dass die Geldpolitik in jüngster Zeit vielfach unkonventionelle Maßnahmen ergreifen musste, deren Auswirkungen nicht immer klar abzusehen waren. Weiter verschärft werden kann die Identifikationsproblematik der finanziellen Repression durch eine hohe Unsicherheit, welche die Zinsen drückt, aber gleichzeitig die Realwirtschaft belastet (Zimmermann und Baier 2012).

Angesichts der beschriebenen negativen Effekte der finanziellen Repression stellt sich die Frage, wie man einer solchen Entwicklung entkommen kann. Vor dem Hintergrund der expansiven

Geldpolitik und der noch unklaren Strategie zum Ausstieg aus den entsprechenden Maßnahmen ist zu erwarten, dass die derzeitige Niedrigzinsphase noch länger andauern wird. Dies kann das Umfeld insbesondere für die Altersvorsorge, für Lebensversicherungen und die berufsständische Vorsorge tiefgreifend verändern. Wenn alle risikoarmen Anlagen zu (realen) Verlusten führen, können Anleger natürlich riskantere Anlagemöglichkeiten wählen, sofern die Politik diesen Weg durch nicht durch finanzrepressive Maßnahmen verschließt. Aktien etwa bieten Schutz gegen negative Realzinsen, sind dabei aber gegenüber Kurseinbrüchen nicht immun, wie sich schon oft gezeigt hat. Immobilien bieten zwar auch einen gewissen Schutz, sind derzeit aber in ansprechenden Lagen bereits auf einem hohen Preisniveau und können bei einer Trendumkehr auf dem Immobilienmarkt auch signifikant an Wert verlieren. Zudem stellen Immobilien aufgrund ihrer relativen Illiquidität einen Ansatzpunkt für Besteuerung dar. Noch gibt es auch Unternehmensanleihen, die nominal mehr Zinsen bieten als die Inflation, aber immer auch das Risiko eines Totalausfalls bergen. Gold hingegen liefert keine laufenden Erträge wie Zinsen von Anleihen. Der Kauf von Barren oder Münzen ist zudem bei kleinen Mengen mit hohen Gebühren belastet. Im Extremfall besteht bei Gold schließlich die Gefahr einer Ablieferungspflicht (Belke 2012).

Von den genannten Vermögenswertklassen bieten drei Sparformen in der Regel wenigstens Schutz vor Geldentwertung durch Inflation: Immobilien, Gold und Aktien, die den Vorzug bieten, dass ihr Wert in der Regel mit der Inflation wächst (Belke 2012). Es lässt sich konstatieren, dass die Effektivität der finanziellen Repression auf dem uninformierten und hilflosen Verhalten der betroffenen Investoren basiert. Dies impliziert, dass für einen zumindest partiellen Schutz gegen die Auswirkungen der finanziellen Repression eine Abkehr von gängigen Investitionsmustern erforderlich ist. Bei Vorliegen von Kapitalverkehrsfreiheit bedeutet dies zum Beispiel anstatt Investitionen am heimischen Markt ein Investieren in Volkswirtschaften mit positiven Realzinsen und guten Wachstumsaussichten. Hierbei muss eine Abwägung der dortigen Risiken gegen die Risiken der finanziellen Repression in anderen Anlageformen stattfinden.

Literaturverzeichnis

- Agénor, Pierre-Richard und Peter J. Montiel (2008): *Development Macroeconomics*, 3. Aufl. Princeton, Princeton University Press.
- Beim, David O. und Charles W. Calomiris (2001): *Emerging Financial Markets*. New York, McGraw-Hill.
- Belke, Ansgar (2012): Goldgedeckte Anleihen statt der EZB-Ankäufe. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 14. November.
- Belke, Ansgar (2013): Impact of a Low Interest Rate Environment – Global Liquidity Spillovers and the Search-for-yield. Briefing paper prepared for presentation at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament for the quarterly dialogue with the President of the European Central Bank. Februar. Brüssel. www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201302/20130214ATT61109/20130214ATT61109EN.pdf.
- Belke, Ansgar, Ingo Bordon und Ulrich Volz (2012): Effects of Global Liquidity on Commodity and Food Prices. *World Development*, 44, 31–43.
- Benito, Andrew (2012): European Views: Spain's gradualist approach towards banks is due to its fiscal outlook and financial repression. Goldman Sachs Global Economics. 11. Mai 2012.
- BIS Committee on the Global Financial System (2011): *Fixed Income Strategies of Insurance Companies and Pension Funds*. CGFS Paper Series. 44.

- FAZ (2005): Wenn nichts passiert, werden Bundesanleihen Ramsch. Interview mit Andrew Bosomworth in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 07.11.2005. www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/interview-wenn-nichts-passiert-werden-bundesanleihen-ramsch-1280025.html.
- Giovannini, Alberto und Martha de Melo (1993): Government Revenue from Financial Repression. *American Economic Review*. 83 (4), 953–963.
- IMF (2012): Global Financial Stability Report. April 2012.
- Lardy, Nicholas R. (2008): Financial Repression in China. Peterson Institute Policy Briefs Seires. PB08-8.
- Mather, Scott A. (2011): A New Era of Financial Repression. PIMCO Viewpoints. Juni 2011.
- McCauley, Robert N. (2012): Risk-on/Risk-off, Capital Flows, Leverage and Safe Assets. BIS Working Paper Series. 382.
- McKinnon, Ronald I. (1973): Money and Capital in Economic Development. Washington, D. C., Brookings Institute.
- Reinhart, Carmen M. (2012): The Return of Financial Repression. CEPR Discussion Papers Series. 8947. London.
- Reinhart, Carmen N., Jacob F. Kirkegaard und M. Belen Sbrancia (2011): Financial Repression Redux. *Finance & Development*. 48 (1), 22–26.
- Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff (2009): This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton, Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff (2011): The Forgotten History of Domestic Debt. *Economic Journal*, 121 (552), 319–350.
- Reinhart, Carmen M. und M. Belen Sbrancia (2011): The Liquidation of Government Debt, NBER Working Paper Series. 16893. London.
- Shaw, Edward S. (1973): Financial Deepening in Economic Development. New York, Oxford University Press.
- Wöhrmann, Asoka (2012): Yield Trap – The Effects of Financial Repression, DWS CIO View, 2/2012, 2–4.
- Zimmermann, Guido und Florian Baier (2012): Financial Repression – Ein neues Umfeld für die Finanzmärkte? *Wirtschaftsdienst*, 92 (9), 599–604.