

### **Nullzins: Ein geldpolitisches Experiment mit Folgen**

Busch, Ulrich

Erstveröffentlichung / Primary Publication

Zeitschriftenartikel / journal article

#### **Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:**

Busch, U. (2018). Nullzins: Ein geldpolitisches Experiment mit Folgen. *Berliner Debatte Initial*, 29(3), 90-104. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-61553-3>

#### **Nutzungsbedingungen:**

Dieser Text wird unter einer CC BY-NC-ND Lizenz (Namensnennung-Nicht-kommerziell-Keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier:

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.de>

#### **Terms of use:**

This document is made available under a CC BY-NC-ND Licence (Attribution-Non Commercial-NoDerivatives). For more information see:

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0>

Ulrich Busch

## Nullzins

### Ein geldpolitisches Experiment mit Folgen

Die sich seit der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise an einem Zinsniveau von (nahe) Null orientierende Geldpolitik der Zentralbanken stellt ein ökonomisches Experiment globalen Ausmaßes dar, für das es bisher keine plausible theoretische Erklärung gibt. Vielmehr ist die Geldtheorie seitdem bemüht, die praktischen Prozesse in der Finanzsphäre zu deuten und deren intendierte wie nichtintendierte Wirkungen ökonomisch zu interpretieren. Diese Umkehr des Verhältnisses von Theorie und Praxis ist ungewöhnlich und erscheint geradezu als Beleg für die provokante These von Joseph A. Schumpeter (1933: 9), wonach „die Theorie aus der Beobachtung der Geschäftspraxis“ erwachse und nicht umgekehrt bzw. diese erst die Grundlagen liefere, bevor jene mit begründenden Erklärungen aufwarten kann.

Tatsache ist, dass die Notenbanken in Europa, den USA, in Japan und anderswo seit 2008 die Leitzinsen stark gesenkt haben, teilweise bis auf null Prozent. So verringerte die Europäische Zentralbank (EZB) den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte in mehreren Schritten von 4,25% (09.07.2008) auf 0,00% (16.03.2016) und die Spitzenrefinanzierungsfazilität von 5,25% auf 0,25%. Noch stärker wurde der Zinssatz für Einlagen von Banken bei der EZB abgesenkt, von 3,25% auf aktuell -0,40%. Dementsprechend verringerte sich auch der Basiszinssatz gemäß BGB § 247 von 3,32% (01.01.2008) auf -0,88% (01.07.2016). Ebenso kippten die Zinsen am Geldmarkt ins Negative, z.B. der EONIA<sup>1</sup> auf -0,36% (01.06.2018) und der EURIBOR<sup>2</sup> auf -0,38% (Wochengeld), -0,37% (Monatsgeld) und -0,18%

(Jahresgeld) (Deutsche Bundesbank 2018/7: 43\*). Die Folge ist, dass sich die Geschäftsbanken faktisch zum Nulltarif refinanzieren und dass sie für Einlagen bei der EZB, statt Zinsen zu erhalten, Zinsen bezahlen müssen.

Dies hat gravierende Auswirkungen auf die Geschäftsmodelle der Banken: Kredite werden vergleichsweise „billig“ und Kundeneinlagen „uninteressant“. Die Zinsmarge der Banken schrumpft auf ein Minimum. Besonders deutlich zeigt sich dies an den Zinssätzen für Bankeinlagen: So lag der Bestandszins für Einlagen privater Haushalte (bis zwei Jahre) im Mai 2018 durchschnittlich bei 0,27%, für Einlagen von über zwei Jahren bei 1,28%. Für Unternehmen betrug der adäquate Zinssatz nur noch 0,06% bzw. 0,97%. Kredite für private Haushalte (für Wohnungsbau, Laufzeit über 5 Jahre) wurden mit 2,58% bzw. (Konsumtenkredite) mit 3,89% verzinst. Für Unternehmenskredite galt bei einer Laufzeit von unter einem Jahr ein Zins von 2,26%, bei über fünf Jahren von 2,15% (ebd.: 44\*). Für Neugeschäfte sind die Konditionen für Einlagen noch ungünstiger, für Kredite dagegen günstiger. Analog dazu verminderten sich die Renditen deutscher Wertpapiere von 4,2% im Jahr 2008 auf 0,4% im Juni 2018<sup>3</sup> (ebd.: 53\*).

Durch die „Politik des billigen Geldes“ wurde verhindert, dass die Weltwirtschaft infolge des Finanzcrashs von 2008 kollabierte. Zudem ist es den Notenbanken durch Niedrigzinsen und die Expansion der Geldmenge mittels Ankaufs von Unternehmens- und Staatsanleihen gelungen, in einer Reihe von Staaten einen moderaten Aufschwung herbeizuführen, so dass die Rezession nicht wie 1929

in eine globale Stagnation und Depression mündete. Mittlerweile befinden sich einige Volkswirtschaften, so auch Deutschland, in einer Hochkonjunkturphase, andere in einem konjunkturellen Aufschwung, weshalb Forderungen nach einer baldigen Beendigung der Niedrigzinspolitik erhoben werden.

Betrachtet man die Zinsentwicklung über einen längeren Zeitraum, so wird evident, dass es auch schon vor der Krise von 2008 eine Tendenz zur Absenkung der *Realzinsen*<sup>4</sup> gegeben hat. Die Ursachen für das derzeit historisch niedrige Zinsniveau können also nicht nur in der Krisenprävention der Notenbanken gesucht werden. Vielmehr ist es Ausdruck der weltwirtschaftlichen Gesamtentwicklung seit Ende des 20. Jahrhunderts. Zudem halten es einige Ökonomen für wünschenswert, dass die Zentralbanken generell in die Lage versetzt werden, *negative Zinsen* durchzusetzen, also auch die *Nominalzinsen* bis unter null senken zu könnten (Rogoff 2016). Unabhängig von der hierzu geführten Diskussion (vgl. BMWi 2017) scheint jetzt aber der Zeitpunkt gekommen, um die Geldpolitik der Notenbanken nicht nur auf ihre intentionalen Wirkungen hin zu analysieren und zu bewerten, sondern auch die „Nebenwirkungen“ dieser Politik ins Auge zu fassen und danach zu fragen, welche Effekte hieraus für die Staatshaushalte, die Unternehmen, die Sozialkassen und die Bevölkerung erwachsen.

Der vorliegende Aufsatz ist vor allem dieser Frage gewidmet, indem er, ausgehend von einigen theoretischen Überlegungen zum Zins und zur Verzinsung von Krediten und Guthaben, aufzeigt, wer die Gewinner und wer die Verlierer der Niedrigzinspolitik sind und in welchem Maße die deutsche Bevölkerung hiervon betroffen ist.

## Theoriehistorische Prämissen

Der Zins gehört seit jeher zu den umstrittensten Phänomenen der Ökonomie. In vorkapitalistischen Gesellschaften fungierte er als „Entgelt“ für die befristete Überlassung von Vermögensgütern sowie als „Preis“ für Darlehen mit überwiegend konsumtiver Zweckset-

zung. Als solcher aber, als „Geld aus Geld“, galt er vielen als „naturwidrig“. Nach Aristoteles (384-322) sollte das Geld der Wirtschaft als „Tauschmittel“ dienen – und nicht mehr. Er sah deshalb in der „Hausverwaltungskunst“, die den stofflichen Reichtum erzeugt, „die rechte Erwerbskunst“, in der „Kaufmannskunst“ dagegen, wo sich alles „um das Geld“ dreht, etwas Unnatürliches. Damit trieb er einen Keil zwischen die „natürliche Wirtschaft“ und die „Chrematistik“, die in seiner Lehre nicht als Teil, sondern als „Störenfried“ der Ökonomik auftritt (Salin 1944: 16). Als besonders verwerflich erschienen ihm „Geldhandel“ und „Wucher“. Letzterer galt als „am meisten gegen die Natur“, da er den Erwerb „aus dem Geld selbst“ ziehe, denn durch den Zins vermehre sich das Geld „durch sich selbst“ (Aristoteles 1973: 63).

Mit der Entgegensetzung von Ökonomik, als natürlicher Erwerbskunst, und *Chrematistik*, als „Tauschkunst“, wozu der *Handel* zählt, aber auch das Zinsgeschäft, lieferte Aristoteles nicht nur ein Argument für das bis 1917 in Kraft gewesene Kanonische Zinsverbot, sondern setzte er auch Akzente für die Geldkritik in den folgenden zwei Jahrtausenden. Besonders nachhaltig wirkte sich sein Verdikt des Geldleihens gegen Zins auf das Bank- und Kreditgeschäft aus. Der „moralische Schatten“ (Böhm-Bawerk 1928: 1131), der seither auf dem Zins, dem Zinseszins und der Finanzsphäre liegt, lässt sich auf das Verdikt von Aristoteles und dessen Nachbetern in der katholischen Kirche zurückführen. Obwohl inzwischen in der Praxis überwunden, wirkt es als *antimonetärer Affekt* bis heute nach (vgl. Busch 2018).

Die Einstellung gegenüber Geld und Zins änderte sich mit dem Übergang zur Neuzeit, als das Geld als *Kapital* auftrat. Geldleihe, Wucher und Kredit wurden zu mächtigen Hebeln für die Etablierung der kapitalistischen Produktionsweise. So auch der Zins. In Holland und England galt damals geradezu eine „Apologie des Wuchers“ (Marx 1974: 522). Der Zins war bei den merkantilistischen wie klassischen Ökonomen mithin weniger ein Gegenstand der Kritik, sondern eher der Rechtfertigung. Adam Smith (1723–1790) interpretierte ihn

als „Einkommen“, das „jemand einem Kapital verdankt, das er nicht selbst beschäftigt, sondern einem anderen leiht“ (Smith 1963: 68). „Es ist die Gegenleistung, die der Borger dem Verleiher für die Möglichkeit zahlt, durch die Verwendung des Geldes einen Profit zu erzielen. Ein Teil dieses Profits gehört dem Borger, [...] der andere dem Verleiher, der ihm erst die Möglichkeit verschafft, diesen Profit zu machen.“ (Ebd.) Damit übereinstimmend schrieb Karl Marx, dass es „die Trennung der Kapitalisten in Geldkapitalisten und industrielle Kapitalisten“ sei, „die einen Teil des Profits in Zins“ verwandele, ja, die überhaupt erst „die Kategorie des Zinses schafft“ (Marx 1969: 383). Der Zins erscheint hier folglich als „der Teil des Profits, den das fungierende Kapital [...] an den Eigner des Kapitals wegzuzahlen hat“ (ebd.: 351). Dabei ist unterstellt, dass sich der fungierende Kapitalist „im Normalfall“ verschuldet, also Geld borgen *mus*s, um überhaupt produzieren zu können. Der Unternehmer ist daher „der typische Schuldner“ (Schumpeter 1934: 148) und der verzinsliche Kapitalkredit die „typische Form“ des Kredits (Busch 2016: 146ff.). Hieraus folgt die Existenz zweier Ertragsgrößen, des Profits bzw. Unternehmergewinns und des Geldzinses. Dieser erscheint mithin als abgeleitete Kategorie. Der Zinsfuß variiert gemäß den Bedingungen am Geld- bzw. Kapitalmarkt. Er wird durch die „allgemeine Profitrate“ determiniert und limitiert. Eine Untergrenze gibt es nicht, *per definitionem* wird aber davon ausgegangen, dass der Zins eine *positive* Größe ist (Marx 1969: 372).

In der neoklassischen Wirtschaftstheorie stellt sich dies etwas anders dar: Hier dominieren ein Knappheitstheoretischer Ansatz sowie die Annahme des Tausches von Erstattungen an Ressourcen. Auf dem Kreditmarkt stehen sich „Sparer“ und „Investoren“ gegenüber. Der Konsumverzicht der Sparer bildet mithin die Voraussetzung für Investitionen. Der Zins erscheint somit als „Preis des Güterverzichts“ und hat mit der Geldleihe nichts zu tun. Überhaupt verschwindet das Geld hier aus allen ökonomischen Beziehungen bzw. fungiert es nur noch als „Schleier“ (Arthur C. Pigou), der über die „reale“ Wirtschaft gebreitet ist (Felderer, Homburg 1989: 77).

Das Fundament der neoklassischen Zins-theorie wurde durch Eugen v. Böhm-Bawerk (1851–1914) gelegt. Zeitpräferenz und die Mehrergiebigkeit von Produktionsumwegen sind die Bausteine. Ein Darlehen wird als „Tausch gegenwärtiger gegen künftige Güter“ definiert und die „Wertdifferenz“ zwischen beiden Güterarten gilt als „Quelle“ des Zinses (Böhm-Bawerk 1912: 486). Dieser ist folglich so etwas wie ein „Aufgeld“ für die wertvolleren Gegenwartsgüter (ebd.: 498). Egal, wo und in welcher Form der Zins auftritt; er ist überall „eine ganz naturgemäße und geradezu ökonomisch *notwendige* Erscheinung“ (ebd.: 576). Diese Feststellung ist wichtig, unterstreicht sie doch die Objektivität des Zinses unter den Bedingungen kapitalistischen Wirtschaftens.

Ein Autor, der die neoklassische Zinserklärung in Zweifel zog, war Joseph A. Schumpeter (1883–1950). Für ihn ist die Zeitpräferenz nicht Voraussetzung, sondern Folge des Zinses und beruht die Mehrergiebigkeit der Produktionsumwege auf einer Verwechslung von Güter- und Wertproduktivität (Schumpeter 1934: 36ff., 245ff.). Er setzte der neoklassischen Theorie eine Theorie der Wirtschaftsentwicklung entgegen, worin der Zins als „Abzug vom Profit“ oder als „Steuer auf den Unternehmergewinn“ erscheint (ebd.: 261). An anderer Stelle definierte er ihn als notwendigen „Preis“ für die Überlassung von Kaufkraft in einer Welt, worin „Kreditgeben und Kreditnehmen“ übliche Praxis geworden sind (ebd.: 288).

Ein alternativer Ansatz findet sich bei John M. Keynes (1883–1946). Dieser ging zunächst zwar davon aus, der Zins sei „eine Zahlung für das Borgen von *Geld*“ (Keynes 1983: 156); er definiert ihn dann aber als „Ausgleich“ für den Verzicht des Geldverleihers auf *Liquidität*. Der Zins erscheint mithin als Materialisierung einer „Liquiditätsprämie“ (ebd.: 141). Dabei ist unterstellt, dass die Individuen zwischen dem Halten von Geld und dessen Aufgabe wählen, wobei die Geldhaltung ihnen einen nichtpekuniären Vorteil gewährt, die Liquiditätsprämie, während die Aufgabe von Geld einen pekuniären Ertrag erbringt, eben den Zins. Durch diese Konstruktion erhält die Zinstheorie eine „präferenztheoretische Grundlage“ und eine „monetäre Fundierung“ (Riese 1986: 52).

Gunnar Heinsohn und Otto Steiger (2002; 2006) haben diesen Ansatz fortgeführt. Danach erklärt sich der Zins aus dem „temporären Verlust der Verfügung über *Eigentum* bei der kreditären Schaffung von *Geld*“ (2006: 9). Er ist folglich ein „Ausgleich“ für die Aufgabe eines immateriellen Ertrages, der „Eigentumsprämie“. Hier wird die Liquiditätsbezogene Erklärung von Keynes durch eine eigentumsfundierte Begründung ersetzt (2002: 190, 217). Damit ist jedoch das „Chaos der Zinstheorien“ (ebd.: 219) keineswegs beendet: In der postkeynesianischen Theorie wird der kurzfristige Zins durch die Zentralbank bestimmt, während sich der langfristige Zins aus dem in der Zukunft erwarteten Zentralbankzins und einem Zuschlag aufgrund der durchschnittlichen Liquiditätspräferenz ergibt. Er hängt damit wesentlich von der Inflationserwartung und Risikobewertung ab. Es wird jedoch angenommen, dass der Realzins selbst bei Nullwachstum und anhaltender Inflation *positiv* sei (Priewe 2016: 91).

Die Darstellung ließe sich fortsetzen, aber bereits aus den skizzierten zinstheoretischen Ansätzen geht deren Verschiedenheit und Einbettung in unterschiedlichste theoretische Kontexte hervor: Die vorkapitalistischen Theorien erblickten im Zins ein den Wirtschaftsablauf eher störendes und widernatürliches Phänomen, das besser verboten, zumindest aber eingeschränkt sein sollte. Monetaristen und Merkantilisten verhielten sich gegenüber Geld, Kredit und Zins hingegen äußerst affin. Die Klassiker sahen im Zins ein Derivat des Profits. Marx präziserte diese Ansicht, indem er den Zins als „Preis“ für die Geldleihe definierte, als „den Teil des Durchschnittsprofits, der nicht in der Hand des fungierenden Kapitalisten bleibt, sondern dem Geldkapitalisten zufällt“ (Marx 1969: 363). In den Augen der Neoklassiker erscheint der Zins dann als Derivat der Zeitpräferenz. Für Keynes schließlich ist er ein Preis für die Aufgabe von Liquidität. Die Monetärkeynesianer sehen ihn als Kompensation für die Unsicherheit des Vermögensrückflusses, aber auch als Preis für die Verfügung über die Fähigkeit des Geldes zur Vertragserfüllung. Heinsohn und Steiger erblicken im Zins eine Kompensation für den temporä-

ren Verzicht auf die Eigentumsprämie. Und die Postkeynesianer ergänzen die von Keynes gegebene Definition durch die Berücksichtigung institutioneller Aspekte.

Trotz ihrer Gegensätzlichkeit spielen diese Ansätze in der aktuellen geldtheoretischen und -politischen Diskussion *alle* eine Rolle und sind sie im öffentlichen Bewusstsein alle präsent. Zudem weisen sie, mit Ausnahme der ersten Position, die heute kaum mehr vertreten wird,<sup>5</sup> Gemeinsamkeiten auf. Dazu gehört, dass der Zins als *Geldzins* auftritt, als *nominale* und *reale* Größe, und dass er *positiv* ist, also größer als null. Das gegenwärtige Finanzsystem, so Martin Hellwig, hänge „auf fundamentale Weise davon ab, dass Zinssätze nicht negativ sind“ (2018: 28). Ferner ist zwischen Kredit- und Guthabenzins zu differenzieren, wobei ersterer gewöhnlich über letzterem liegt, was den Banken eine *Marge* ermöglicht. – Einige dieser Kriterien treffen gegenwärtig ganz offensichtlich nicht mehr zu. – Dies verlangt nach einer Erklärung.

### „Sparschwemme“ und säkulare Stagnation

Fragt man nach den Ursachen für das historisch einmalig niedrige Zinsniveau und die extrem flache Zinsstrukturkurve<sup>6</sup> in der Gegenwart, so wird vor allem auf die expansive Geldpolitik der Notenbanken verwiesen. Dies ist zutreffend, da fast alle Notenbanken der Welt nach Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahre 2008 die Zinsen gesenkt haben und teilweise daran bis heute festhalten. Überdies wurden im letzten Jahrzehnt weitere geld- und finanzpolitische Maßnahmen ergriffen, um die Kreditvergabe zu erleichtern und die Geldmenge zu erhöhen. Diese fasst man üblicherweise unter dem Begriff *Quantitative Easing* (QE) zusammen. Aber, ist das die ganze Wahrheit? Offensichtlich nicht. Empirische Studien belegen, dass es bereits *vor* Ausbruch der Krise eine Tendenz zu niedrigeren Realzinsen gab. Es muss für das niedrige Zinsniveau also noch anders lautende Erklärungen als die Krisenprävention geben.

Ein Ansatz hierfür ist die „Überkomplexi-

tätsthese“ von Carl Christian von Weizsäcker (2016). Diese rekurriert auf die reale Zinstheorie von Böhm-Bawerk und besagt, dass in modernen Volkswirtschaften ein negativer Realzins vorherrsche. Als Begründung wird angeführt, dass die Mehrenergieigkeit längerer Produktionsumwege ausgeschöpft sei und sie deshalb nicht mehr zur Steigerung der Arbeitsproduktivität beitrage. Es werde „überkomplex“ produziert. Man spricht von „dynamischer Ineffizienz“, in deren Folge weniger investiert und mehr konsumiert wird, mit dem Effekt des Rückgangs der Nachfrage nach Kapital, dem aber infolge zunehmender Lebenserwartung und steigenden Lebensniveaus ein immer größer werdendes Kapitalangebot gegenübersteht. Dies drücke den Realzins dauerhaft auf null oder sogar darunter (ebd.: 24f.).

Die Tendenz eines strukturellen Überschusses der Ersparnisse gegenüber den Investitionen bestand schon zu Keynes' Zeiten und wurde von ihm als „säkulare Stagnation“ beschrieben (Keynes 1983: 282ff.; Reuter 2007: 27ff.). Die Periode nach dem Zweiten Weltkrieg bis in die 1960er Jahre, als ein hohes Wirtschaftswachstum großen Kapitalbedarf auslöste, erscheint hier lediglich als Unterbrechung eines säkularen Trends (vgl. Busch, Land 2013). Inzwischen hat sich dieser wieder durchgesetzt und noch verstärkt, so dass der Zins gefallen ist und das Problem einer zu geringen effektiven Nachfrage wieder aktuell wurde.

Schließt man sich diesen Überlegungen an, so erscheint es illusorisch, eine baldige „Normalisierung“ des Zinsniveaus zu erwarten. Vielleicht werden die Zinsen im Zeitverlauf wieder etwas angehoben, eine Rückkehr zu dem Niveau der 1960er oder 1990er Jahre, als die Finanzierung des „Aufbau Ost“ einen außerordentlichen Kapitalbedarf generiert hat, ist jedoch ausgeschlossen. Deshalb spricht Günther Tichy (2016) davon, dass die Sparpläne der wohlhabenden Industrieländer deren Verschuldungsbedarf „systematisch“ übersteigen und es infolge dessen zu einer „Sparschwemme“ komme (ebd.: 34). Maßgebend dafür sei nicht einmal eine sehr hohe „Sparneigung“, sondern vielmehr die schwache Nachfrage der Unternehmen nach Kapital und die abnehmende Verschuldungsbereitschaft

der Staaten. Besonders schwer wiegen hier der Rückgang privater wie öffentlicher Investitionen und die sinkende Nachfrage nach Fremdkapital bei der Investitionsfinanzierung. So weisen die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, also die Unternehmen im realen Sektor, in den wohlhabenden EU-Ländern in den letzten zweieinhalb Dekaden in mehr als der Hälfte der Jahre Finanzierungsüberschüsse auf, das heißt, ihr „Selbstfinanzierungsgrad“ ist angestiegen, während der Grad der Fremdfinanzierung gesunken ist (ebd.: 36). Nichtsdestotrotz sind die Unternehmen neben dem Staat aber immer noch der größte Schuldner. Interessant ist jedoch, dass den Bruttoverbindlichkeiten immer umfänglichere Finanzanlagen gegenüberstehen. Im Euro-Raum waren dies 2011 16,6 Billionen €, die auf 25,6 Billionen € Schulden kamen. Das bedeutet, dass zwei Drittel (64,8%) der Unternehmensverschuldung nicht mehr der Finanzierung realer Investitionen dienen, sondern Finanzanlagen sind bzw. Ausdruck einer Finanzspekulation (ebd.: 38).

Der Rückgang der Nachfrage nach Kapital trifft nun auf eine anhaltend hohe Spartätigkeit der privaten Haushalte, einer *savings glut*. Der Indikator dafür ist die *Sparquote*, der Anteil der Nettoersparnisbildung an der Einkommensverwendung. Diese lag in Deutschland 2008 bei 10,5% und ist heute nicht viel geringer: 9,7% (2016) bzw. 9,9% (2017). In der Euro-Zone liegt sie bei 5,3%, in der EU 28 bei 4,9% (vgl. Tab. 1). Da das Sparen eine Funktion der Einkommen ist und die Einkommensdifferenzierung zuletzt kräftig zugenommen hat, sparen vor allem Bezieher hoher Einkommen, während Geringverdiener sich eher verschulden. Daher sind „Übersparen“ wie „Überschuldung“ gleichermaßen Probleme unserer Zeit. Insgesamt aber wächst das Sparvolumen Jahr für Jahr, was die Frage nach der bilanziellen Gegenposition aufwirft. Infrage dafür kämen der Kreditbedarf der Unternehmen, das chronische Defizit des Staatshaushalts und der Kapitalexport ins Ausland. Faktisch aber steht *nur letztere* Option zur Verfügung, da die Unternehmen ihre Fremdfinanzierung trotz Niedrigzinsen reduzieren und der Staat seine Verschuldungsoption nicht ausschöpft (Helmedag 2010; 2014).

Tabelle 1: Nettosparquoten privater Haushalte in der EU und ausgewählten Staaten 2007–2017 in %

Staat / Region	2007	2010	2014	2015	2016	2017
EU	4,4	5,9	4,2	4,0	4,9	
Euro-Zone	6,6	6,5	5,9	5,7	5,3	
Belgien	9,4	8,1	4,5	3,9	3,7	
Dänemark	-3,0	1,8	-1,8	4,4	5,0	5,6
Deutschland	10,2	10,0	9,5	9,6	9,7	9,9
Irland	-1,3	3,0	1,8	1,9	1,9	
Griechenland	-1,2	-6,9	-15,1	-19,5	-17,0	
Spanien	-1,0	3,7	3,5	2,8	1,7	-0,6
Frankreich	9,8	10,4	9,1	8,5	8,3	
Italien	8,1	4,2	3,9	3,1	3,1	2,4
Niederlande	2,6	4,9	7,9	6,5	6,4	6,1
Österreich	12,4	9,6	6,8	6,9	7,9	
Portugal	-0,8	1,3	-3,3	-3,2	-2,3	-2,6
Polen	2,1	2,4	-0,5	-0,6	1,7	
Finnland	-0,4	3,2	-0,1	-0,5	-1,4	-1,5
Großbritannien	-3,7	6,7	3,4	4,3	2,0	-0,2

Quelle: European Commission 2018 (08.08.2018).

Auch für den Kapitalexport sind, seitdem die Schwellenländer sich beim Kapitalimport und der Kreditaufnahme im Ausland zurückhalten, inzwischen Grenzen gesetzt. Unter diesen Bedingungen, wo die Spartätigkeit der Haushalte die Investitions- und Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen und des Staates übersteigt, kommt es zwangsläufig zu einer „Sparschwemme“ und einem Rückgang der Zinsen. Greift nun die Notenbank ein, indem sie die Leitzinsen senkt und über Sondermaßnahmen das Geldangebot erhöht, tendieren die Einlagenzinsen nominal gegen null und Kreditzinsen sinken auf historische Tiefstände (vgl. Deutsche Bundesbank 2018/2: 31, 34).

Diese Situation ist nun eingetreten und es ist absolut nicht zu sehen, wie die Politik aus dem Dilemma wieder herausfinden will. Die Finanzkrise hat gezeigt, wie schnell das heutige global vernetzte Banken- und Finanzsystem durch die Kumulation destabilisierender Effekte in eine Abwärtsspirale geraten kann und

dass eine Restabilisierung nur durch das Eingreifen finanzkräftiger Notenbanken als *Lender of last resort* gelingt (vgl. Ehrig, Staroske 2016). Inzwischen weiß man, dass dies nicht ausreichend ist, zumal der Anpassungsmechanismus über den Zins nicht funktioniert, wenn das Zinsniveau bei null liegt. Um die Wirtschaft wieder auf Wachstumskurs zu bringen, bedarf es daher zusätzlich eines *Borrower of last resort*, nämlich des Fiskus, welcher durch öffentliche Investitionen und erhöhte Konsumausgaben für eine Stabilisierung der Nachfrage sorgt. Dieser Weg ist momentan aber durch die Sparpolitik der öffentlichen Haushalte, durch das Prinzip der „schwarzen Null“ und die „Schuldenbremse“, blockiert.

Als besonders problematisch erweist sich die Kombination aus expansiver Geldpolitik, wie sie die EZB praktiziert, und restriktiver Finanzpolitik, wie sie der deutsche Fiskus durchsetzt. Nicht nur, dass sich beide Politikansätze in ihren Wirkungen „konterkarieren“

(Tichy 2016: 56); sie führen durch ihr makroökonomisches „Patt“ auch zu einer Konservierung der bestehenden Lage, einschließlich der Niedrigzinsen. Diese Situation ließe sich dadurch überwinden, dass die privaten Haushalte weniger sparten und mehr konsumierten, was allerdings Lohnsteigerungen von mehr als dem üblichen Maß, also dem Produktivitätszuwachs plus der Inflationsrate, voraussetzen würde. Ferner wäre es angebracht, die Bevölkerung über die „Antagonie“ und die unterschiedliche Wirkung des Sparens auf privater und volkswirtschaftlicher Ebene aufzuklären, statt die Sparsamkeit „schwäbischer Hausfrauen“ zu loben und das Sparen undifferenziert als „deutsche Tugend“<sup>7</sup> zu feiern (vgl. Busch 2011). Überhaupt ist es an der Zeit, hier einen „massiven Kulturwandel“ (Tichy 2016: 57) einzuleiten. Was wir gegenwärtig sehen, zeugt aber eher vom Gegenteil, nämlich von einer Verfestigung der deutschen Position und folglich der Isolierung Deutschlands innerhalb der EU.

Saldenmechanisch sind alternative Lösungen denkbar: eine höhere Staatsverschuldung, ein Wiederanstieg der Kreditnachfrage der Unternehmen oder eine Ausweitung des Kapitalexports. Wirksamer wäre jedoch eine

Reduzierung des Sparens der Bevölkerung, insbesondere der gut verdienenden und vermögenden Schichten. Aus den Tabellen 2 und 3 ist ersichtlich, dass die Ersparnisbildung der privaten Haushalte trotz sinkender Verzinsung kontinuierlich gestiegen ist, während die Verschuldung des Staates seit 2014 rückläufig ist und die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften weniger Kredite nachfragen. Da die Summe der Finanzierungssalden *per definitionem* Null ist, müssen die Forderungen gegenüber dem Ausland, also der Leistungsbilanzüberschuss bzw. der Kapitalexport, weiter wachsen. Dies führt zu Spannungen zwischen Deutschland und anderen Staaten und droht aktuell die Euro-Zone zu sprengen. Es bedarf daher unbedingt einer Korrektur.

#### Empirie I: Gewinner der Nullzinspolitik

Gewinner der Niedrig- und Nullzinspolitik sind *alle* Kreditnehmer resp. Schuldner. In erster Linie der Staat als größter und systematischer Schuldner, zweitens Kapitalgesellschaften oder Unternehmen, drittens private Haushalte, sofern sie Kreditnehmer sind. Da Wirtschaftssubjekte oftmals Gläubiger *und*

Tabelle 2: Nettogeldvermögensbildung 2007–2017: Finanzierungssalden in Mrd. €

Jahr	Private Haushalte	Staat	Finanzielle	Nichtfinanz.	Übrige Welt*
			Kapitalgesellschaften		
2007	+136,2	+5,5	+17,0	+24,2	-182,9
2008	+137,0	-1,8	+27,9	-12,5	-150,5
2009	+151,4	-73,0	+5,9	+58,9	-143,2
2010	+149,9	-103,6	+37,1	+70,0	-153,4
2011	+126,0	-25,9	+21,1	+41,5	-162,7
2012	+135,8	-0,9	-11,3	+71,6	-195,2
2013	+132,9	-3,9	-19,7	+77,8	-187,1
2014	+143,3	+15,5	-20,4	+85,9	-224,3
2015	+159,3	+25,4	-27,1	+103,3	-260,9
2016	+160,7	+31,9	-26,0	+100,3	-266,8
2017	+165,4	+38,2	-20,4	+74,4	-257,6

\* Ein negatives Vorzeichen entspricht einer Nettokreditgewährung Deutschlands an die übrige Welt. Bis 2010: ESVG 95, ab 2011: ESVG 2010. Quelle: Deutsche Bundesbank 2013: 17, 2017e: 17; 2018c: 17.



Tabelle 3: Nettogeldvermögen nach Sektoren 2007–2017 in Mrd. €

Jahr	Private Haushalte*	Staat	Finanzielle	Nichtfinanzielle	Übrige Welt**
			Kapitalgesellschaften		
2007	2.929,3	-1.035,3	-199,7	-1.568,1	63,5
2008	2.770,5	-1.101,0	+32,3	-1.236,1	397,2
2009	2.942,9	-1.163,3	-18,7	-1.248,5	428,2
2010	3.119,6	-1.231,7	+157,9	-1.524,8	405,4
2011	3.037,1	-1.324,1	+327,7	-1.509,8	398,0
2012	3.248,6	-1.365,4	+413,7	-1.554,5	588,6
2013	3.434,7	-1.271,9	+299,1	-1.704,6	632,4
2014	3.646,8	-1.360,8	+468,2	-1.754,4	892,4
2015	3.868,7	-1.308,8	+362,5	-1.690,0	1.126,6
2016	4.066,6	-1.289,5	+422,9	-1.704,1	1.376,7
2017	4.301,6	-1.193,2	+286,0	-1.824,5	1.452,7

\* einschl. private Organisationen ohne Erwerbszweck; \*\* ohne Gold u. SZR, entspricht den Nettoforderungen gegenüber dem Ausland.

Bis 2010: ESVG 95, ab 2011: ESVG 2010. Quelle: Deutsche Bundesbank 2013: 19, 2017e: 19; 2018c: 19.

Schuldner zugleich sind, zählt letztlich ihre *Nettoposition*. Gleiches gilt aggregiert für die Sektoren: Hier sind der Staat und die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften *Nettoschuldner*. Sie sind daher die Gewinner der Niedrigzinspolitik (vgl. Tab. 3).

Im Einzelnen stellt sich dies wie folgt dar: Der Staat finanziert seine Ausgaben über ordentliche wie außerordentliche Einnahmen, über Steuern und Kredite, für welche Zinsen anfallen. Auf Grund des Umfangs und der Dauerhaftigkeit der Verschuldung bilden die Zinsen einen beträchtlichen Posten im Budget. Wegen der Niedrigzinspolitik war es dem Staat zuletzt aber möglich, sich zu immer günstigeren Bedingungen zu finanzieren. 2016 rutschte die Umlaufrendite für Bundesanleihen mit einer Laufzeit von drei bis 30 Jahren mit -0,02% erstmals in den negativen Bereich. Im Klartext heißt das, dass der Staat, statt für seine Schulden Zinsen zahlen zu müssen, nun seine Gläubiger zu Kasse bittet. Infolgedessen gingen die Zinsausgaben absolut zurück, von 68,5 Mrd. € noch 2008 auf 33,8 Mrd. € in 2017. Zugleich verringerte sich ihr Anteil an den

Gesamtausgaben und an den Steuereinnahmen (vgl. Tab. 4).

Wären die Zinsen nicht gesunken, so wäre die *Zinsausgabenquote* 2017 ähnlich hoch gewesen wie 2008. Die Zinsausgaben hätten dann etwa 89,0 Mrd. € betragen, statt der tatsächlichen 33,8 Mrd. €. Das sind 55,2 Mrd. € weniger! Ähnlich verhält sich dies, wenn Teilbereiche des Staates betrachtet werden. So betragen z.B. die Ausgaben des Bundes 2008 304,6 Mrd. € und die Zinsausgaben 40,2 Mrd. €. 2017 gab der Bund deutlich mehr aus, 325,4 Mrd. €, an Zinsen aber nur 17,5 Mrd. €, was einer Zinsausgabenquote von 5,4% entspricht. 2008 lag diese noch bei 14,2% (BMF 2010/12: 83; 2017/7: 76). Die Differenz zeigt, wie hoch der nominale Niedrigzins-Gewinn ausfällt – und das Jahr für Jahr.

Bemerkenswert ist, dass die Zinsausgaben und Zinsquoten im Zeitverlauf spürbar gesunken sind, obwohl die Gesamtverschuldung angestiegen ist bzw. sich nur marginal verändert hat. Dies lässt sich nur mit einem deutlichen Rückgang der Durchschnittsverzinsung erklären. Lag diese zu Beginn der 1990er Jahre noch

Tabelle 4: Gesamtstaat: Schuldenstand, Zinsausgaben und Zinssteuerquoten 2008–2017

Jahr	Schuldenstand Mrd. €	Zinsausgaben Mrd. €	Zinsausgaben in Relation zum BIP in %	Zins-Ausga- ben-Quote in %	Zins-Steuer- Quote in %
2008	1.666,4	68,5	2,7	6,2	11,7
2009	1.788,8	64,8	2,6	5,6	11,7
2010	2.078,4	63,3	2,5	5,2	11,4
2011	2.125,0	67,5	2,5	5,6	11,3
2012	2.202,2	63,1	2,3	5,2	10,1
2013	2.186,6	55,5	2,0	4,4	8,5
2014	2.187,0	45,3	1,5	3,5	6,7
2015	2.161,8	40,4	1,3	3,0	5,7
2016	2.145,5	35,4	1,1	2,6	4,8
2017 <sup>p</sup>	2.092,6	33,8	1,0	2,4	4,4

Quelle: Deutsche Bundesbank 2015; 2018/7: 58\*.

bei rd. 8,0%, so sank sie bis zur Finanzkrise auf 4,2%, um dann im Ergebnis der Niedrigzinspolitik bis auf 2,0% zurückzugehen. Die dadurch von 2008 bis 2017 eingesparten Mittel erreichen kumuliert inzwischen eine Größenordnung von rd. 300 Mrd. € oder rd. 9% des letztjährigen BIP (Bundesbank 2018a: 21). Dies ist ein gewaltiger Effekt, der selbst bei einem allmählichen Wiederanstieg der Verzinsung noch eine Weile anhalten wird, da die Emissionsrenditen bis zuletzt deutlich unter der Verzinsung der fälligen Wertpapiere lagen (Bundesbank 2017b: 40). Dies gilt übrigens nicht nur für Deutschland, sondern für alle Staaten der Euro-Zone. Teilweise fallen die jährliche und die kumulierte Zinersparnis sogar höher aus als in Deutschland, so in Belgien, Frankreich, Italien, Griechenland, den Niederlanden, Österreich und Zypern (ebd.: 67; 2018a: 21). Insgesamt beläuft sich die dadurch zu verzeichnende finanzielle Entlastung der Staaten im Euro-Raum für die Jahre 2008 bis 2017 kumuliert auf „deutlich über 1 Billion € oder gut 10% des BIP“ (Bundesbank 2018a: 20). Dies erklärt das Interesse der Staaten an einer anhaltend Nullzinspolitik.

Eine ähnliche, aber differenziertere Rechnung lässt sich für den Unternehmenssektor anstellen. Dieser ist insgesamt mit 5.378,3 Mrd. €

Verbindlichkeiten belastet und damit absolut der größte Schuldner innerhalb der deutschen Volkswirtschaft. Etwa die Hälfte davon sind Anteilsrechte, kurz- und langfristige Kredite. Da den Verbindlichkeiten aber Geldvermögen und Forderungen in Höhe von 3.553,8 Mrd. € gegenüberstehen, beläuft sich die Nettoverschuldung nur auf 1.824,5 Mrd. € (Bundesbank 2018c: 19). Aber auch hier gilt, dass nicht die Netto-, sondern die Bruttoschulden bedient werden müssen. Das aber ist den Unternehmen zu immer günstigeren Konditionen möglich. Betrachtet man die Verzinsung der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, so zeigt sich, dass der Effektivzinssatz im Mai 2018 nur 1,20% betrug, der Zins für Kredite von über 1 Million € je nach Laufzeit zwischen 0,85% und 1,73% (Deutsche Bundesbank 2018/7: 47\*). Die Verzinsung der Anteilsrechte folgt tendenziell der Kreditverzinsung. Über den Gesamtumfang der Zinersparnis im Unternehmenssektor liegen keine Schätzungen vor. Dieser dürfte aber ähnlich hoch sein wie der des Fiskus.

#### Empirie II: Verlierer der Nullzinspolitik

Wo es Gewinner gibt, gibt es auch Verlierer. Der Logik folgend sind dies alle Halter von

Geldvermögen und Bezieher zinsreagibler Vermögenserträge. Dies betrifft den Staat, die Sozialkassen, Organisationen und Unternehmen, *vor allem* aber private Haushalte. In Deutschland hielt der Staat 2016 ein Finanzvermögen in Höhe von 1.112,3 Mrd. €. Die darauf entfallenden Zinseinnahmen beliefen sich auf 16,9 Mrd. € oder 0,54% des BIP. 1999 waren dies 0,82% und 2007 noch 0,69% (Bundesbank 2017b: 68). Da die Zinseinnahmen aber nur ein Drittel der Zinsausgaben des Staates ausmachen und diese zudem viel stärker gesunken sind als jene, zählt der Staat per Saldo *nicht* zu den Verlierern der Niedrigzinspolitik. Ähnliches gilt für den *Unternehmenssektor*. Auch hier überwiegen die Ausgaben für Fremdkapital die Einnahmen aus Geldvermögen, so dass die Absenkung des Zinsniveaus auf der Ausgabenseite stärker zu Buche schlägt als auf der Einnahmenseite. Mithin sind auch die Unternehmen per Saldo *nicht* als Verlierer, sondern klar als Gewinner der Niedrigzinspolitik anzusehen. Anders stellt sich dies für die Sozialkassen, Versicherungen und Organisationen dar, so für die Rentenversicherung, die Krankenkassen und die Bundesagentur für Arbeit. Da hier große Summen angesammelt und statutenmäßig nur in Tagesgeldern, kurzfristigen Termineinlagen oder Staatspapieren angelegt werden dürfen, verlieren sie durch die Niedrigzinspolitik jährlich Millionen. Beispielsweise verzeichnete die Rentenversicherung auf Grund der Negativverzinsung ihrer Einlagen 2017 einen Zinsverlust von 49 Millionen Euro (Specht, Thelen 2018).

Ganz schlimm aber trifft es die *privaten Haushalte*. Hier übertrifft die Höhe der Geldvermögen eindeutig die der Verbindlichkeiten bzw. die Geldvermögensbildung die Inanspruchnahme von Krediten. Dadurch steigt der Nettogeldvermögensbestand der Haushalte kontinuierlich an, von 2.770,5 Mrd. € im Jahr 2008 auf 4.301,6 Mrd. € in 2017 (Bundesbank 2013: 19; 2018c: 19). Haushalte, die mehr Kredite zu bedienen haben als sie Vermögens-einkommen beziehen, profitieren natürlich von der Niedrigzinspolitik. Für alle anderen aber trifft das Gegenteil zu, weshalb sie definitiv zu den Verlierern zählen. Da diese typischerweise überwiegen, ist der Sektor der

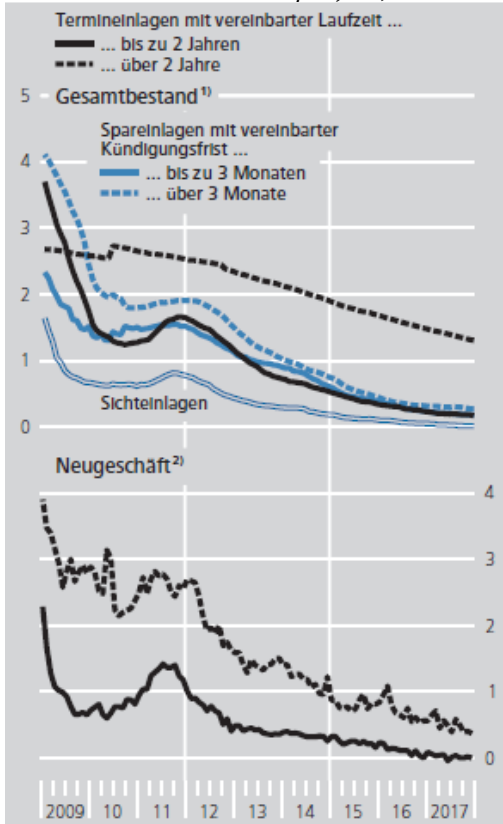
privaten Haushalte insgesamt als *der große Verlierer* der Geldpolitik anzusehen. Die Zinseinnahmen sind seit 2008 signifikant gesunken und fallen für viele Haushalte im Budget kaum mehr ins Gewicht. Der Grund ist in der Absenkung des allgemeinen Zinsniveaus unter Beibehaltung des tradierten Spar- und Anlageverhaltens zu sehen.

Blicken wir zunächst auf die Zinsen: Anfang 2008 galt für Bestände an Einlagen privater Haushalte mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren ein Effektivzinssatz von 4,04%, für Einlagen von über 2 Jahren ein Zins von 2,52%. Zehn Jahre später waren es nur noch 0,27% bzw. 1,28%. Im Neugeschäft sanken die Zinsen noch stärker, von 1,89% für täglich fällige Einlagen auf 0,02%. Für Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu 1 Jahr waren es 4,08% bzw. 0,36%, für 1 bis 2 Jahre 4,38% bzw. 0,42%, für mehr als 2 Jahre 3,56% bzw. 0,62%, für Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu 3 Monaten 2,44% bzw. 0,16%, bei über 3 Monaten 3,76% bzw. 0,27% (Deutsche Bundesbank 2008/3: 45f.\*; 2018/7: 44f.\*). Im Durchschnitt lagen die Einlagenzinsen 2017 bei 0,2%, bei vielen Banken und Sparkassen aber nur bei 0,01%. Umgekehrt verbilligten sich im gleichen Zeitraum Wohnungsbau- und Konsumentenkredite (ebd.).

Bei diesen Angaben handelt es sich um *nominale* Zinsen. Die wirklichen Auswirkungen lassen sich aber nur anhand der *realen* Zinsen erfassen. Um diese zu erhalten, sind die Nominalwerte jeweils um die Inflationsrate bzw. die Veränderung des Verbraucherpreinsniveaus zu korrigieren. Diese betrug 2008 +2,6% und 2017 +1,7% (ebd.: 71\*). Im Juli 2018 waren es 2,0%. Zieht man diese Größen jeweils von den nominalen Zinssätzen ab, so erhält man für 2008 noch *positive*, für 2017 und 2018 aber *negative* Zinsen. Im Durchschnitt belief sich die *Realverzinsung* 2017 auf -1,60% (Bundesbank 2018a: 16). Aktuell sind es -1,59%.<sup>8</sup> Das bedeutet, dass Sparer in realer Rechnung finanzielle Verluste verbuchen, während sie vor Einsetzen der Nullzinspolitik regelmäßig positive Zinsen bzw. Renditen erwirtschafteten. Dies gilt für Bankeinlagen und für das Versicherungssparen, nicht aber für spekulative Anlageformen wie Aktien, Investmentfonds,

Optionen, Zertifikate usw. Folglich ist für eine Einschätzung darüber, inwieweit das derzeitige Umfeld niedriger Nominalzinsen den realen Ertrag des Geldvermögens der privaten Haushalte tatsächlich beeinträchtigt, „die Rendite des gesamten Portfolios zu betrachten“ (Bundesbank 2015: 20f.). Da die einzelnen Anlageformen differenzierte Renditen abwerfen, gewinnen Verschiebungen in der Portfoliostruktur mehr und mehr an Bedeutung. Im Zeitverlauf haben sich z.B. die Anteile von

Abb. 1: Zinssätze für Bankeinlagen in Deutschland 2009–2017 in Prozent pro Jahr, monatlich



\* Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Unternehmen. <sup>1</sup> Gemäß harmonisierter MFI-Zinsstatistik. Über Sektoren volumengewichtete Zinssätze. Bestandszinsen für Sicht- und Spareinlagen können wegen täglich möglicher Zinsänderungen auch als Neugeschäfte interpretiert werden. <sup>2</sup> Gemäß harmonisierter MFI-Zinsstatistik. Über Sektoren und Laufzeiten volumengewichtete Zinssätze. Neugeschäftsvolumina (alle im Laufe eines Monats abgeschlossenen Geschäfte) in Abgrenzung zum Gesamtbestand (Einlagerverträge der Bilanz am Monatsultimo) werden explizit nur für Termineinlagen erhoben.

Quelle: Deutsche Bundesbank 2018/2: 31.

Termin- und Spareinlagen verringert, während das Versicherungssparen zugenommen hat. Es haben aber auch Bargeld und Sichteinlagen zugelegt, wo die Effekte absolut *negativ* sind, während Aktien und Investmentfonds in Deutschland zuletzt nur geringfügige oder keine Zuwächse verzeichnen.

Die Höhe der realen Gesamtrendite des Geldvermögens der privaten Haushalte wird von drei Faktoren bestimmt: den nominalen Zinsen bzw. Renditen, der Inflationsrate und der Portfoliostruktur. Um eine zutreffende Aussage zu erhalten, sind die realen Renditen der einzelnen Anlageformen zu ermitteln und mit deren Anteil an der Portfoliostruktur zu gewichten. Die so errechnete *Gesamtrendite* lag 2017, getrieben vom Boom an den Aktienmärkten, bei „knapp 1,3%“ (Bundesbank 2018a: 17). Das klingt zunächst positiv, dabei gilt es aber zu berücksichtigen, dass nur 16% der deutschen Privathaushalte Aktien oder Investmentanteile besitzen, 84% hingegen nicht. Für sie lag die Rendite *unter* der Inflationsrate, war in realer Rechnung also *negativ*. Dies hat die Sparbereitschaft der Bevölkerung aber kaum beeinträchtigt.

Hieran zeigt sich, dass die Rendite für die Portfoliostruktur der privaten Haushalte nur von „untergeordneter Bedeutung“ ist und „keinen prägenden Einfluss auf das Spar- und Anlageverhalten“ hat (Bundesbank 2015: 28, 32). Es weist auch auf eine hohe Präferenz der Sparer für liquide und risikoarme Anlagen hin und spricht für ein eher zinsunelastisches und risikoaverses Anlageverhalten. Dadurch werden die durch Inflation und Zinspolitik verursachten Verluste aber noch vergrößert: Neben dem unmittelbaren Einnahmeverlust der privaten Haushalte infolge der Niedrigzinspolitik, der für die Jahre 2010 bis 2017 auf 436 Mrd. € geschätzt wird (Bielmeier 2017), ist hier der Wertverlust der Geldvermögen infolge steigender Inflationsraten anzuführen.<sup>9</sup> Ein Prozent Inflation bedeutet bei einem Bruttogeldvermögen der privaten Haushalte von rd. 6,0 Billionen € eine Einbuße von 60 Mrd. €. Mit jedem Zehntel Prozent, um das die Inflation anzieht, schmilzt die Kaufkraft der Geldvermögen dahin wie ein Alpengletscher durch die Erderwärmung. Bisher hatte die Verzinsung

Tabelle 5: Geldvermögen und Verbindlichkeiten privater Haushalte\* 2007–2017 in Mrd. €

	2007	2009	2011	2013	2015	2016	2017
<b>Bargeld und Sichteinlagen</b>	649,3	845,6	830,2	1.019,8	1.215,5	1.354,4	1.479,3
<b>Termineinlagen</b>	328,4	277,7	261,2	245,9	246,8	248,7	245,4
<b>Sparbriefe</b>	93,0	78,3	80,4	55,6	35,8	28,4	21,9
<b>Spareinlagen</b>	550,1	586,5	599,0	589,6	576,8	569,3	564,6
<b>Schuldverschreibungen</b>	297,1	265,5	211,0	179,0	139,8	127,4	120,5
<b>Aktien und Anteilsrechte</b>	1.066,0	819,0	759,3	885,9	1.040,7	1.107,9	1.218,2
<b>Versicherungen</b>	1.449,9	1.561,3	1.672,4	1.847,0	2.029,4	2.102,1	2.174,0
<b>Insgesamt</b>	4.476,2	4.472,6	4.452,0	4.859,4	5.342,8	5.578,8	5.860,8
<b>Kredite u.a. Verbindlichkeiten</b>	1.546,9	1.529,7	1.537,1	1.565,1	1.621,7	1.669,4	1.727,5
<b>Nettogeldvermögen</b>	2.929,3	2.942,8	2.914,9	3.294,3	3.721,1	3.909,4	4.133,3

\* einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck (unkonsolidiert)

Quelle: Bundesbank 2013: 46f.; 2017e: 50f.; 2018c: 50f.

der Geldvermögen, je nach Anlageform, die teilweise oder vollständige Kompensation der inflationär verursachten Einbußen bewirkt und darüber hinaus oftmals sogar noch einen realen Gewinn. Übersteigt die Inflationsrate jedoch den Zinssatz, so dass die reale Verzinsung negativ wird, entfällt nicht nur der Zinsgewinn, sondern verringert sich auch der Realwert der Vermögensbestände. – Genau das ist gegenwärtig zu konstatieren!

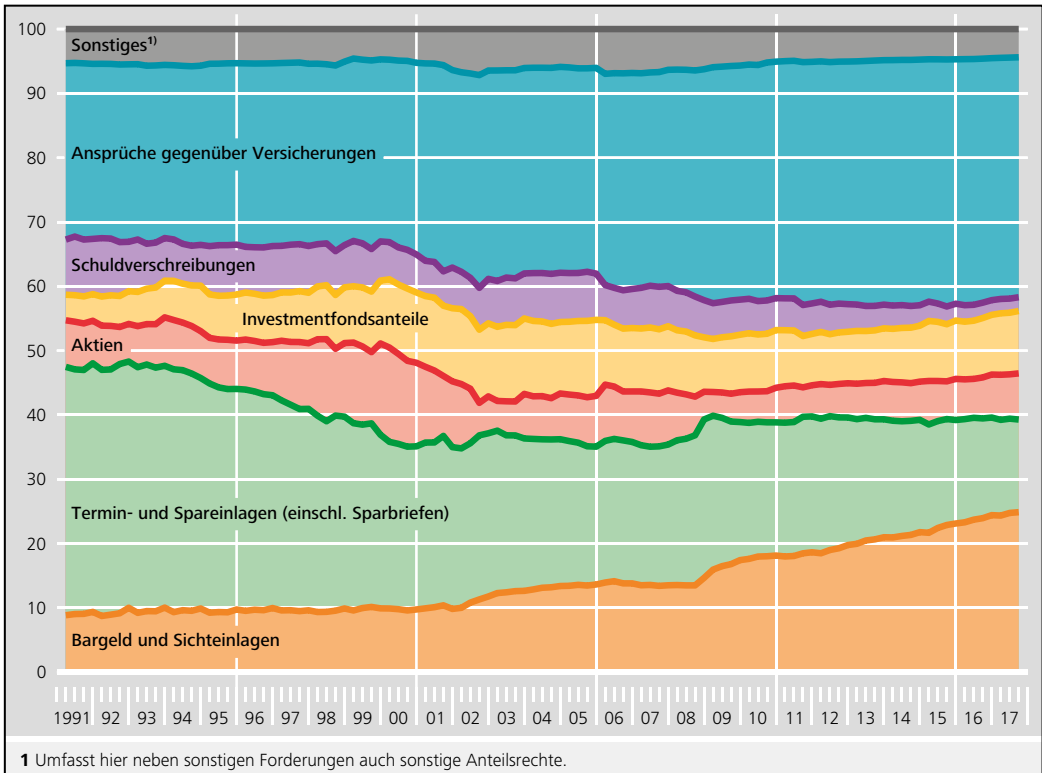
Die Verluste wären geringer, käme es zu einer Anpassung des Anlageverhaltens und der Portfoliostruktur (vgl. Abb. 2). Davon ist aber auch nach einem Jahrzehnt Niedrigzinspolitik kaum etwas zu merken. Auffällig ist jedoch, dass die Nachfrage nach Krediten und die Verschuldungsbereitschaft der privaten Haushalte angesichts der günstiger gewordenen Konditionen „spürbar“ zugenommen haben. Dies gilt insbesondere für Wohnungsbaukredite, zunehmend aber auch für Konsumtenkredite (Deutsche Bundesbank 2018/2: 32f.). Dadurch verbessert sich die Gesamtbilanz des Sektors privater Haushalte etwas, nichtsdestotrotz aber bleiben sie der große Verlierer der praktizierten Niedrigzinspolitik.

## Fazit

Die Geldpolitik der EZB im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008, aber auch die Entwicklung der Wirtschaft in den letzten Jahrzehnten, hat dazu geführt, dass wir inzwischen auf ein Jahrzehnt sinkender bzw. extrem niedriger Zinsen zurückblicken. Die hierin zum Ausdruck kommende Niedrigzins-, Nullzins- und Negativzinspolitik ist in der bisherigen Geschichte ohne Beispiel und lässt sich ausgehend von einschlägigen Positionen der Geldtheorie weder begründen noch plausibel erklären. Es handelt sich hierbei offenbar um ein ökonomisches Experiment mit unklarem Ausgang, um ein „Zeichen der Verzweiflung“ (Schrörs 2016) und eine „Anomalie“ (BIZ 2016) mit unabsehbaren Folgen.

Obwohl die Effekte dieses Experiments bis jetzt alles andere als klar sind, lassen sich doch Gewinner und Verlierer der praktizierten Politik ausmachen: Eindeutige Gewinner sind die *Staatshaushalte*, insbesondere dann, wenn sie hoch verschuldet sind. Ferner *nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften* und *private Haushalte*, sofern sie Nettoschuldner sind oder/und

Abb. 2: Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland 1991–2017 in Prozent, Quartalsstände



Quelle: Deutsche Bundesbank 2018a: 16.

sie in ihrem Portfolio vor allem Sachvermögen, also Immobilien, Produktivkapital und Aktien, halten. Auf der Verliererseite stehen dagegen die *Sparer*, die Geldvermögensbesitzer und Bankeinlagen haltenden Haushalte, die weder über ein nennenswertes Produktiv- und Immobilienvermögen verfügen noch über Aktien und andere zinsunabhängige renditestarke Anlagen. Aber auch Versicherungen, Sozialkassen, Kirchen und andere Einrichtungen, denen eine spekulative Anlage ihrer Gelder untersagt ist, sowie *monetäre Finanzinstitute* (MFI), sofern sie ihre Gewinne aus dem Einlagen- und Kreditgeschäft ziehen und folglich das Zinsergebnis für sie „die bedeutendste Komponente der operativen Erträge“ (Bundesbank 2018b: 45) bildet.<sup>10</sup>

Langfristig betrachtet dürfte der Haupteffekt der Niedrigzinspolitik in Verbindung mit

der Geldmengenexpansion und Inflation ein *Umverteilungseffekt* sein, bei dem die Eigner von Nominalvermögen resp. Gläubiger, große wie kleine, kräftig verlieren, während die Schuldner, institutionelle wie private, dazugewinnen, sich entschulden oder Vermögen akkumulieren. In welchem Grade dies jeweils zutrifft, hängt vom Konjunkturverlauf und von der Entwicklung des Preisniveaus ab. Das Zinsniveau ist hier *nur eine* Komponente, deren Wirkung im Kontext komplexer volkswirtschaftlicher Interdependenzen gesehen werden muss. Welche Effekte dabei überwiegen und ob dies für eine Volkswirtschaft letztlich vorteilhaft oder nachteilig ist, hängt von vielen Faktoren ab und lässt sich nur unter Berücksichtigung realwirtschaftlicher Prozesse und Wirkungen beurteilen.

## Anmerkungen

- 1 EONIA: Euro OverNight Index Average. Seit 1999 von der EZB auf der Basis effektiver Umsätze berechneter gewichteter Durchschnittssatz im Interbankengeschäft.
- 2 EURIBOR: Euro Interbank Offered Rate.
- 3 Umlaufrenditen festverzinslicher Schuldverschreibungen inländischer Emittenten insgesamt, also Anleihen der öffentlichen Hand, Bankschuldverschreibungen und Unternehmensanleihen.
- 4 Auf Grund der im Zeitverlauf schwankenden Inflationsraten erweist sich für eine Langzeitanalyse ein Rekurs auf reale Zinsen als zweckmäßig. Der Realzins  $r_t$  entspricht näherungsweise der Differenz des Nominalzinses  $i_t$  und der über die Laufzeit einer Geldanlage oder eines Kredits erwarteten Inflationsrate  $\Pi_{t+1}^e$ . Formal ausgedrückt folgt hieraus:  $r_t = i_t - \Pi_{t+1}^e$ . (vgl. Bundesbank 2015: 14f.; 2017c: 71ff., 105-107)
- 5 Als Beispiel sei die Rede von Palästinenserpräsident Mahmud Abbas vom 1. Mai 2018 angeführt, worin er den Juden wegen ihres „sozialen Verhaltens“, zu dem „das Verleihen von Geld“ (gegen Zinsen) zähle, die Schuld am Holocaust gibt (Zeit online, 02.05.2018).
- 6 Die Zinsstrukturkurve bildet unterschiedliche Zinsniveaus ab. Dabei sind normalerweise längerfristige Zinsen höher als kurzfristige. Im umgekehrten Fall spricht man von einer inversen Zinsstruktur.
- 7 Es sei hier auf eine Ausstellung des Deutschen Historischen Museums in Berlin verwiesen: „Sparen – Geschichte einer deutschen Tugend“ (23.03. bis 26.08.2018).
- 8 Die Rechnung basiert auf der Nominalverzinsung 10jähriger Staatsanleihen von 0,405% und einer Inflationsrate (HVPi) von 2,0% im Juli 2018 (Berliner Zeitung v. 04./05.08.2018, S. 11).
- 9 Das heißt, dass den deutschen Sparern von 2010 bis 2017 im Vergleich zu 1998 bis 2008 Zinseinbußen in Höhe von 436 Mrd. € entstanden sind. Berücksichtigt man den Effekt günstiger Kredite, so reduziert sich der Verlust (netto) auf rd. 250 Mrd. €. Das, was den Sparern an Zinseinnahmen entgeht, sparen der Staat und die Unternehmen an Zinszahlungen ein (Bielmeier 2017). Verglichen hiermit nimmt sich der Verlust, den deutsche Banken infolge der Negativzinsen zu erleiden haben, relativ gering aus: 2015 waren es 248 Millionen €, 2016 rd. 1 Milliarde € (Storn 2016).
- 10 Infolge der Niedrigzinspolitik hat sich die Ertragskraft der Banken im zinsabhängigen Kerngeschäft „rückläufig entwickelt“, was ihre Ertragslage spürbar belastet (Bundesbank 2017d: 51ff.).

## Literatur

- Abbas gibt Juden Schuld an Holocaust. In: ZEIT ONLINE, 02.05.2018. URL: <https://www.zeit.de/politik/ausland/2018-05/mahmud-abbas-palastinenserpraesident-juden-schuld-holocaust> (Stand: 12.08.2018)
- Aristoteles (1973): Politik. Hg. von Olof Gigon. München.
- Bielmeier, Stefan (2017): Die EZB kostet uns 436 Milliarden. In: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 21.05.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (2016): Zentralbanken warnen vor Risiken für die Märkte. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung 27.06.
- Bundesministerium der Finanzen (BMF) (2018): Monatsbericht Juli, Berlin.
- Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) (2017): Zur Diskussion um Bargeld und Null-Zins-Politik der Zentralbank. Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim BMWi, 9. Februar 2017, Berlin.
- Böhm-Bawerk, Eugen v. (<sup>3</sup>1909, 1912): Kapital und Kapitalzins. Positive Theorie des Kapitals. Innsbruck.
- Böhm-Bawerk, Eugen v. (<sup>4</sup>1928): Zins. In: Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. 8, Jena, S. 1081-1132.
- Busch, Ulrich (2011): Sparpolitik und Krisenmanagement. In: Berliner Debatte Initial 22, H. 2, S. 14-29.
- Busch, Ulrich (2016): Die Welt des Geldes. Zehn Essays zur monetären Ökonomie. Potsdam.
- Busch, Ulrich (2018): Geldkritik und Geldfetischismus. In: Z. Zeitschrift Marxistische Erneuerung, i.E.
- Busch, Ulrich; Land, Rainer (2013): Teilhabekapitalismus. Aufstieg und Niedergang eines Regimes wirtschaftlicher Entwicklung am Fall Deutschland 1950-2010. Norderstedt.
- Deutsche Bundesbank (2010ff.): Monatsberichte. Frankfurt a. M.
- Deutsche Bundesbank (2013): Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland – 2007 bis 2012. Statistische Sonderveröffentlichung 4. Frankfurt a.M.
- Deutsche Bundesbank (2015): Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds. In: Monatsbericht Oktober, S. 13-32.
- Deutsche Bundesbank (2017a): Der Markt für Unternehmensanleihen im Niedrigzinsumfeld. In: Monatsbericht Juli, S. 17-34.
- Deutsche Bundesbank (2017b): Zur Entwicklung der staatlichen Zinsausgaben in Deutschland und anderen Ländern des Euroraums. In: Monatsbericht Juli, S. 35-70.

- Deutsche Bundesbank (2017c): Zur Verzinsung privater Finanzanlagen unter Berücksichtigung von Inflation und Steuern. In: Monatsbericht Juli, S. 71-78.
- Deutsche Bundesbank (2017d): Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2016. In: Monatsbericht September, S. 51-86.
- Deutsche Bundesbank (2017e): Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland – 2011 bis 2016. Statistische Sonderveröffentlichung 4. Frankfurt a. M.
- Deutsche Bundesbank (2018a): Geschäftsbericht 2017. Frankfurt a. M.
- Deutsche Bundesbank (2018b): Die Bedeutung von Profitabilität und Eigenkapital der Banken für die Geldpolitik. In: Monatsbericht Januar, S. 29-56.
- Deutsche Bundesbank (2018c): Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland – 2012 bis 2017. Statistische Sonderveröffentlichung 4. Frankfurt a. M.
- Ehrig, Detlev; Staroske, Uwe (2016): Die Zukunft der Europäischen Zentralbank – ein ständiger lender of last resort? In: Beaufort, Jan; Decker, Frank (Hg.): „Eigentum, Zins und Geld“ nach 20 Jahren. Festschrift für Gunnar Heinsohn, Marburg, S.151-180.
- European Commission (2018): [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm](http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm) (08.08.2018)
- Felderer, Bernhard; Homburg, Stefan (\*1989): Makroökonomik und neue Makroökonomik, Berlin u.a.
- Heinsohn, Gunnar; Steiger, Otto (2006): Eigentumsökonomik. Marburg.
- Heinsohn, Gunnar; Steiger, Otto (\*2002): Ungelöste Rätsel der Wirtschaftswissenschaft. Marburg.
- Helmedag, Fritz (2010): Staatsschulden als permanente Einnahmequelle. In: Wirtschaftsdienst 9, S. 611-615.
- Helmedag, Fritz (2014): Mit der Schuldenbremse zum Systemcrash. In: Gesmann-Nuissl, Dagmar; Hatz, Ronald; Dittrich, Marcus (Hg.): Perspektiven der Wirtschaftswissenschaften, Wiesbaden, S. 123-137.
- Hellwig, Martin (2018): Bargeld, Giralgeld, Vollgeld: Zur Diskussion um das Geldwesen nach der Finanzkrise. Bonn.
- Keynes, John M. (1983): Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes [1936]. Berlin.
- Marx, Karl (1969): Das Kapital. Dritter Band [1894]. In: MEW, Bd. 25. Berlin.
- Marx, Karl (1974): Theorien über den Mehrwert. Dritter Teil. In: MEW, Bd. 26.3. Berlin.
- Prieue, Jan (2016): Stagnation, Nullwachstum, immerwährendes Wachstum – wohin driftet der entwickelte Kapitalismus? In: Hagemann, Harald; Kromphardt, Jürgen (Hg.): Keynes, Schumpeter und die Zukunft der entwickelten kapitalistischen Volkswirtschaften. Marburg, S. 69-108.
- Reuter, Norbert (2007): Wachstumseuphorie und Verteilungsrealität. Marburg.
- Riese, Hajo (1986): Theorie der Inflation. Tübingen.
- Rogoff, Kenneth S. (2016): The Curse of Cash. Princeton N. J.
- Salin, Edgar (1944): Geschichte der Volkswirtschaftslehre. Bern.
- Schrörs, Mark (2016): Negativzinsen spalten Notenbanker. In: Börsenzeitung v. 24.08.2016.
- Schumpeter, Joseph A. (1933): The Common Sense of Econometrics, zitiert nach: McCraw, Thomas K. (2008): Joseph A. Schumpeter. Eine Biographie. Hamburg, S. 67.
- Schumpeter, Joseph A. (\*1934): Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung [1911]. Berlin.
- Smith, Adam (1963): Eine Untersuchung über das Wesen und die Ursachen des Reichtums der Nationen. Erster Band [1876]. Berlin.
- Spahn, Heinz-Peter (1986): Stagnation in der Geldwirtschaft. Frankfurt, New York.
- Specht, Frank; Thelen, Peter (2018): Zinsnot bei Rente und Co. In: Handelsblatt Wirtschafts- und Finanzzeitung, 30.07.2018.
- Storn, Arne (2016): Rechnung, bitte! In: Die Zeit, 21.12.2016.
- Tichy, Günther (2016): Vom Kapitalmangel zum Saving Glut: Ein Phänomen der Wohlstandsgesellschaft? In: Hagemann, Harald; Kromphardt, Jürgen (Hg.): Keynes, Schumpeter und die Zukunft. Marburg, S. 33-68.
- Weizsäcker, Carl Christian v. (2016): Keynes und das Ende der Kapitalknappheit. In: Hagemann, Harald; Kromphardt, Jürgen (Hg.): Keynes, Schumpeter und die Zukunft. Marburg, S. 21-32.



# Berliner Debatte Initial 29 (2018) 3

Sozial- und geisteswissenschaftliches Journal

© **Berliner Debatte Initial** e.V.,  
Ehrenpräsident Peter Ruben.  
Berliner Debatte Initial erscheint viermal  
jährlich.

**Redaktionsrat:** Harald Bluhm,  
Wladislaw Hedeler, Cathleen Kantner,  
Rainer Land, Udo Tietz, Andreas Willisch.

**Redaktion:** Ulrich Busch, Erhard Crome,  
Wolf-Dietrich Junghanns, Raj Kollmorgen,  
Thomas Möbius, Gregor Ritschel,  
Robert Stock, Matthias Weinhold,  
Johanna Wischner.

**Redaktionelle Mitarbeit:** Adrian Klein,  
Benjamin Sonntag, Praktikant: Matthias  
Körber.

**Verantwortl. Redakteur:** Thomas Müller.

**Vi.S.d.P. für dieses Heft:** Thomas Möbius.

**Satz:** Rainer Land.

**Copyright** für einzelne Beiträge ist bei der  
Redaktion zu erfragen.

**E-Mail:** [redaktion@berlinerdebatte.de](mailto:redaktion@berlinerdebatte.de)  
<http://www.berlinerdebatte.de/>

**Berliner Debatte Initial** erscheint bei  
WeltTrends, Medienhaus Babelsberg  
August-Bebel-Straße 26-53  
D-14482 Potsdam  
[www.welttrends.de](http://www.welttrends.de)

**Preise:** Einzelheft 15 €,  
Jahresabonnement 40 €, Institutionen 45 €,  
Studenten, Rentner und Arbeitslose 25 €.  
Für ermäßigte Abos bitte einen Nachweis  
(Kopie) beilegen. Das Abonnement gilt  
jeweils für ein Jahr und verlängert sich um  
jeweils ein Jahr, wenn nicht sechs Wochen  
vor Ablauf gekündigt wird.

**Bestellungen:** Einzelhefte im Buchhandel;  
Einzelhefte (gedruckt oder als PDF) und ein-  
zelne Artikel (als PDF) im Webshop:  
<http://shop.welttrends.de/>  
oder per E-Mail:  
[bestellung@welttrends.de](mailto:bestellung@welttrends.de)  
oder telefonisch: +49/331/721 20 35  
(Büro WeltTrends)

## Abonnement per Mail, telefonisch oder per Post

[bestellung@welttrends.de](mailto:bestellung@welttrends.de)  
+49/331/721 20 35

WeltTrends, Medienhaus Babelsberg  
August-Bebel-Straße 26-53  
D-14482 Potsdam

Ich bestelle ein Abonnement der Berliner Debatte Initial ab Heft .....

- Jahresabonnement 40 € (Institutionen 45 €).
- Abonnement ermäßigt 25 Euro (Studenten, Rentner, Arbeitslose etc.),  
Nachweis bitte beilegen.

Name: .....

Straße, Nr.: .....

Postleitzahl: ..... Ort: ..... Telefon: .....

Ich weiß, dass ich diese Bestellung innerhalb von 10 Tagen bei der Bestelladresse schriftlich  
widerrufen kann.

Datum, Unterschrift: