

Frankfurter Allgemeine

Im Gespräch: Hans-Werner Sinn 300 Milliarden Euro Verluste der Deutschen durch Niedrigzinsen

300 Milliarden Euro Verluste der Deutschen durch Niedrigzinsen

Ifo-Chef Hans-Werner Sinn über die Nullzinspolitik der EZB, die Verluste der Deutschen und den Nutzen für überschuldete Südländer. Am Ende mutiere die Eurozone in eine Transferunion, fürchtet er.

04.12.2014



Hans-Werner Sinn, Ifo-Institut

© dpa

Herr Sinn, können Sie sich eine Welt ganz ohne Zinsen vorstellen?

Theoretisch kann ich mir das vorstellen. Aber die Verwerfungen durch einen dauerhaften Nullzins wären groß. Die Immobilienpreise und das Volksvermögen wären dann theoretisch unendlich hoch.

Der Zins ist der Preis für geliehenes Geld, für Kapital. Seit der Krise haben die Notenbanken die Leitzinsen auf null gesenkt, die EZB wird sie wohl noch lange dort halten. Was sind die ökonomischen Folgen von Nullzinsen?

Der Zins verliert seine Selektionsfunktion. Wenn Kredite nichts kosten, unterscheidet man nicht mehr zwischen guten und schlechten Investitionsprojekten. Auch Projekte ohne Rendite können realisiert werden. Es kommt zu gewaltigen Fehllenkungen der Investitionen. Man denke nur, was in den zehn Jahren vor Ausbruch der Krise passiert ist. Da haben die Deutschen ihre Ersparnisse

über die Banken und Versicherungen in die Staatspapiere und die Immobiliensektoren der Länder Südeuropas gelenkt, die sich wegen niedriger Zinsen stark verschuldet haben. Das Geld wurde verkonsumiert oder in Projekte investiert, die nun brachliegen.

Seit der Krise wollen sehr viel weniger Leute in Südeuropa investieren.

Die Kapitalmärkte wollten die Fehlleitung korrigieren und die Portfolios anders strukturieren, unter anderem in deutsche Immobilien investieren. Das hat den deutschen Bauboom angeschoben und uns ein überdurchschnittliches Wachstum beschert. Aber die Politik sagte, die Umkehrung der Kapitalströme darf nicht sein: Wir sollen weiter Kapital in Südeuropa verbrennen. Das geschieht durch die gemeinschaftlichen Garantien und dadurch, dass die Druckerpresse in Südeuropa Geld zu Niedrigstzinsen bereitstellt.

Trotz der sehr niedrigen Zinsen wird derzeit eher wenig investiert, auch in Deutschland. Die Unternehmen halten sich mit realen Investitionen zurück und die Kreditschöpfung ist gering. Woran liegt das?

Mit ihrem OMT-Programm (der angekündigte Kauf von Staatsanleihen der Krisenländer im Notfall, Anm. d. Red.) gewährt die EZB dem deutschen Sparkapital Geleitschutz bei dem Weg in die Staatsapparate Südeuropas. Das schwächt den deutschen Bauboom und damit die Kraft, die das binnenwirtschaftliche Wachstum der Bundesrepublik seit 2010 getragen hat. In der Realwirtschaft Südeuropas landet das Geld eher nicht, denn dort wurde schon zu viel investiert, und es bestehen Überkapazitäten. Für viele Produktionsprojekte ist der Zins im Übrigen allein kein maßgebliches Kriterium. Da kommt es auf die zu erwartenden Gewinne an; man braucht ein Geschäftsmodell für Realinvestitionen.

Banken, die überschüssiges Geld bei der EZB parken, müssen dort Negativzinsen zahlen. Einige geben die Kosten als negative Zinsen an Großkunden weiter. Wird die EZB mit dieser Politik die Kreditvergabe ankurbeln können?

Im Prinzip ja. Die Banken können aber ins Ausland ausweichen und außerhalb des Euroraums investieren, wo mehr Zinsen zu erwirtschaften sind. Das drückt den Eurokurs – ein von der EZB durchaus erwünschter und geplanter Effekt, der den Export beleben soll.

Auch für Sparkonten gibt es nur noch Magerzinsen, deutsche Staatsanleihen rentieren bei nur noch knapp 0,8 Prozent, weniger als die Inflationsrate. Müsste den Deutschen nicht die Lust am Sparen komplett vergehen? Paradoxerweise sparen die privaten Haushalte weiterhin in hohem Maße, die Sparquote ist nur leicht gesunken.

Da spielen zwei Effekte eine Rolle. Einerseits der Anreizeffekt durch Zinsen, der ist verringert. Andererseits muss man jetzt um so mehr sparen, um einen bestimmten Betrag in der Zukunft, im Alter, zur Verfügung zu haben. Das ist der Einkommenseffekt. Es ist theoretisch nicht eindeutig, was überwiegt.

Wie hoch ist der Verlust für die Sparer durch die Niedrigzinspolitik?

Die Sparer verlieren sehr viel Geld. Deutschland ist absolut gesehen der größte Kapitalexporteur der Welt und, nach China, das Land mit dem größten Netto-Auslandsvermögen. Wir sind Gläubiger der Welt und verlieren durch die niedrigen Zinsen. Es gibt zwar Sektoren in Deutschland wie der Staat, die profitieren. Aber per Saldo sind wir Nettogläubiger und haben durch die Niedrigzinsen einen großen Verlust. Nach meiner Berechnung sind den Deutschen seit 2008 etwa 300 Milliarden Euro entgangen im Vergleich zu den Zinsen, die Ende 2007, vor Ausbruch der

Krise, zu erzielen waren. Pro Jahr beträgt der Verlust jetzt 60 bis 70 Milliarden Euro.

Für die Krisenländer bringt der Niedrigzins eine Entlastung – wie hoch ist diese?

Sehr hoch. Obwohl die Krisenländer sich immer weiter verschuldet haben und ihre Auslandsschuld dramatisch aufgebläht haben, sind ihre Zinslasten gefallen. Sie haben absolut weniger Zins- und Kapitalkosten an die ausländischen Geldgeber zahlen müssen. Der Vorteil der Krisenländer durch den Zinsrückgang liegt nach meiner Rechnung bei 350 Milliarden Euro bis zum Ende dieses Jahres.

Ist das wirklich alles auf die Politik der EZB zurückzuführen? Es gibt ja ganz unterschiedliche Theorien, warum die Zinsen so gefallen sind. Einige Ökonomen verweisen auf die Notenbanken, die anderen auf den Sparüberschuss alternder Gesellschaften, schließlich weist der Trend der Zinsen schon seit den späten achtziger Jahren nach unten. Wer ist nun hauptverantwortlich für den Zinssinkflug?

Das liegt in der Tat nicht nur an der EZB. Es liegt auch an der Krise an sich und am Sparüberschuss. Es gibt eine gewisse Erschöpfung der Investitionsmöglichkeiten. Das alte Problem, das schon Marx mit dem „Gesetz des tendenziellen Falls der Profitrate“ beschrieben hat, spielt eine Rolle. Aber wichtiger scheint mir in Europa die Rettungspolitik der EZB und der Staatengemeinschaft zu sein. Da die südlichen Länder sich übernommen hatten, muss man ihnen einen Teil der Schulden erlassen. Das kann man offen tun, indem man die Schulden abschreibt. Man kann es aber auch versteckt tun, indem man die Zinsen gegen null drückt und die Hilfskredite ewig laufen lässt.

Interessant, dass Sie Marx erwähnen. Sind Sie in der Krise Marxist geworden?

Ich habe meine Diplomarbeit darüber geschrieben (lacht). Mein erstes wissenschaftliches Papier war über „Das Marx'sche Gesetz des tendenziellen Falls der Profitrate“. Ich hatte das Gesetz aus der Sicht der modernen Wachstumstheorie diskutiert.

Ökonomen wie Larry Summers, der Harvard-Ökonom und frühere amerikanische Finanzminister, sagen: Wegen erschöpfter Investitionsmöglichkeiten und einem Sparüberhang müsste der gleichgewichtige Realzins negativ sein. Sonst drohe den Industrieländern eine „säkulare Stagnation“. Was ist von dieser These zu halten?

Diese Gefahr besteht. Ich habe im Jahr 2009 schon einen Artikel im Project Syndicate über das Thema „Säkulare Stagnation“ geschrieben. Aber es gibt auch Gegenkräfte. Dazu gehört der drastische Anstieg der Immobilienpreise und Aktienkurse in einem solchen Fall, wenn die Zinsen sehr niedrig sind. Die Vermögenszuwächse führen dazu, dass der Konsum zunimmt und die Ersparnis abnimmt. Dauerhaft negative Zinsen würden manche Vermögenswerte in schwindelnde Höhen treiben. Die Ersparnis würde dann sehr stark schrumpfen, weil viele Menschen auch ohne Anstrengung sehr reich würden.

Auf dem Papier zumindest.

Reichtum besteht immer auf dem Papier. Es geht um relative Preise. Die Überersparnis würde sich sehr schnell auflösen. Eine Situation, dass man wegen Überersparnis dauerhaft Null- oder gar Negativzinsen im Gleichgewicht hat, wie das Summers sagt, ist schier unmöglich.

Mal eine private Frage: Sparen Sie selbst noch Geld, und wie legen sie es an?

In Aktien.

Dann sind sie untypisch für die Deutschen. 85 Prozent der Deutschen haben weder Aktien noch Aktienfonds.

Das ist verkehrt. Aktien sind das Sicherste, was man haben kann – ganz egal, ob es Inflation oder Deflation gibt. Man wird ja Realeigentümer an den Unternehmen und hat einen Anspruch auf die Dividenden. Wenn ich andere Wertpapiere habe, kann ich immer von einer Inflation oder Deflation betroffen sein, entweder negativ oder positiv. Nur scheinbar sind Aktien riskanter, weil die Kurse schwanken. In Wahrheit werde ich Eigentümer an dem Unternehmen selbst. Am besten sollte man Aktien kaufen, sie dauerhaft halten, gar nicht mehr auf die Kurse schauen und die Dividenden kassieren.

Die EZB versucht ihre Bilanz auf 3 Billionen Euro auszuweiten durch den Kauf verschiedener Wertpapiere, von Covered Bonds bis Kreditverbriefungen, und durch sehr günstige Langfriskredite an die Banken. Was wird sie damit erreichen?

Die Bilanzaufblähung dient dazu, die Banken und Staaten Südeuropas zu retten, das ist eindeutig. Das ist nicht mehr Geldpolitik, sondern es geht um eine fiskalische Rettungspolitik. Die Banken haben sehr viele toxische oder jedenfalls gefährdete Papiere in ihren Bilanzen. Diese Forderungspapiere haben sie der EZB bislang als Pfänder für die Refinanzierung eingereicht. Jetzt kauft ihnen die Zentralbank die Papiere ab – und zwar zu den gleichen Regeln, nach denen sie Pfänder akzeptiert hat. Das ist schon sehr problematisch. Erst ist die EZB bei der Pfandqualität immer tiefer runter gegangen, bald wird sie immer schlechtere Wertpapiere kaufen.

Die EZB verweist auf eine Studie der Ratingagentur Fitch, die von nur minimalen Ausfallwahrscheinlichkeiten von unter 2 Prozent der Papiere spricht.

Das ist eine kurzfristige Orientierung. Die Ausfallraten sind niedrig, weil die EZB ja immer wieder für Anschlussfinanzierung gesorgt hat. Wenn alles aufrechterhalten wird, gibt es vorläufig auch keine Ausfallraten, bis dann zum Schluss doch der Crash kommt. Wenn die EZB so viel kaufen will, muss sie immer schlechtere Qualitäten kaufen. Es ist schon was dran, wenn Jürgen Stark, der frühere EZB-Chefvolkswirt, sagt, die EZB laufe Gefahr, zu einer Bad Bank zu werden.

EZB-Chef Draghi nennt das Polemik. Es gehe ihm um das EZB-Mandat. Durch die lockere Geldpolitik soll derzeit sehr niedrige Inflationsrate in Richtung des Zielwerts von 2 Prozent angehoben werden. Kann man dieses Argument beiseite wischen?

Er hat selbst erklärt, dass die EZB unter ein Rating von BBB- gehen wird, und das ist nun mal kein Investment-Grade mehr. Bezüglich der Inflation würde ich unterscheiden zwischen einer ökonomischen und einer juristischen Antwort. Ökonomisch hat die EZB recht, wenn sie versucht, die Inflationsrate im Euroraum anzuheben, denn nur mit etwas mehr Inflation gelingt die Änderung der relativen Preise, dass also die Krisenländer ihre zuvor hochgeschossenen Kosten in Relation zu den Wettbewerbern wieder reduzieren. Eine Deflation ist in einer überschuldeten Welt schwer möglich. Das ist die ökonomische Seite. Juristisch hat die EZB aber nicht recht. Denn im Maastricht-Vertrag steht nicht, dass die EZB 2 Prozent Inflation anstreben soll, sondern er spricht von Preisstabilität.

Die EZB hat Preisstabilität als Anstieg der Verbraucherpreise um knapp 2 Prozent definiert.

Das hat sie für sich selbst so definiert, aber das steht nicht im Vertrag. Die EZB hat nicht das Recht, ihr Mandat selbst zu definieren, das hat das Verfassungsgericht in seinem Beschluss vom Februar deutlich gemacht. Das Mandat ist null Prozent. Deshalb ist die EZB derzeit juristisch nicht zum Handeln gezwungen.

Sie haben lange argumentiert, dass die Euro-Krisenländer innerhalb der Währungsunion die Strategie einer großen internen Abwertung kaum durchhalten können und kaum auf die Füße kommen werden. Nun scheint aber doch Spanien durch Sparbemühungen und Reformen die Wende geschafft zu haben. Es ist im vergangenen Quartal überdurchschnittlich gewachsen und die Leistungsbilanz ist positiv. Selbst Griechenland scheint nach langem Absturz konjunkturell einen Boden gefunden zu haben. Waren Sie zu pessimistisch?

Die Behauptung, dass bei den Krisenländern Entwarnung angesagt ist, halte ich für falsch. Betrachten wir die Leistungsbilanzen: Die sechs Krisenländer zusammen hatten letztes Jahr einen positiven Leistungsbilanzsaldo von 36 Milliarden Euro. In Wahrheit ist es aber so, dass über 72 Milliarden Euro durch die auch politisch motivierten Zinssenkungen erklärt werden. Rechnet man das heraus, hatten sie eine Leistungsbilanz von minus 36 Milliarden Euro. Im übrigen haben sich die Leistungsbilanzen in den meisten Krisenländern vor allem dadurch verbessert, dass die Importe drastisch eingebrochen sind, weil die Menschen bei Massenarbeitslosigkeit kein Geld mehr haben, ausländische Autos oder Flachbildfernseher zu kaufen. Die Exporte kehrten vereinzelt bestenfalls auf ihren alten Trend zurück. Italien hat seit 2008 eine Triple-Dip-Rezession, einen dreifachen Einbruch der Industrieproduktion. Frankreich und Spanien bewegten sich gleichzeitig seitwärts auf Plateaus, die um 17 Prozent beziehungsweise 28 Prozent unter dem Vorkrisenniveau liegen. Die Industrie ist ja der härtere Indikator für die Wettbewerbsfähigkeit. Die Arbeitslosenquoten von Griechenland und Spanien liegen bei etwa 25 Prozent. In Italien sind 43 Prozent der Jugendlichen, die nicht zur Schule gehen, arbeitslos. In Griechenland und Spanien sind es rund die Hälfte. Die Krisenländer stecken also noch sehr tief in der Krise.

Aber Sie können nicht leugnen, dass einige Länder schmerzhaft Reformen durchgeführt haben, um ihre Lohnkosten und Sozialausgaben zu senken.

In Irland war die reale Abwertung ausreichend; immerhin fielen die irischen Preise relativ zum Rest der Eurozone um 15 Prozent. Die Iren kamen schon 2006 in die Wirtschaftskrise, zwei Jahre vor Lehman. Keiner hat ihnen geholfen, da hat Irland selbst den Rückwärtsgang eingelegt und es geschafft. Die anderen, südeuropäischen Länder kamen erst nach Lehman gemeinsam in die Krise und haben sich dann das Geld gedruckt, das sie sich nicht mehr leihen konnten. Das wurde durch die Target-Salden gemessen. Die Selbstversorgung mit der Druckerpresse hat die Schmerzen gelindert und die Anpassung der relativen Preise verlangsamt oder verhindert. Die südeuropäischen Länder wie Griechenland oder Spanien haben noch einen sehr weiten Weg durch ein Tal der Tränen vor sich. Ob das alles in der Eurozone möglich ist, steht in den Sternen, denn weder wird Deutschland die Inflation akzeptieren, noch die Südländer die Deflation.

EU-Kommissionspräsident Juncker hat angekündigt, mit einer kleinen Anschubfinanzierung eine Investitionswelle über 315 Milliarden Euro in Gang zu setzen. Ist das ein Luftschloss? Wie beurteilen Sie das Programm?

Die EU will das Geld mehrfach hebeln. Sie gibt 16 Milliarden Garantien, dann werden noch 5 Milliarden bei der Europäischen Investitionsbank durch die Hebung stiller Reserven ausgewiesen. Die Garantien sollen einen neuen Fonds in die Lage versetzen, sich zu verschulden. Durch Kreditaufnahme sollen 60 Milliarden zustande kommen, die dann private Investitionen mitziehen sollen. So kommt die EU auf angeblich 315 Milliarden. Juncker konstruiert einen gewaltigen Schattenhaushalt. Die Schulden werden am Stabilitätspakt vorbei gemacht.

Wie groß wird der konjunkturelle Effekt durch die Investitionen sein?

Ich glaube, es wird tatsächlich einen konjunkturellen Impuls geben. Aber es wäre besser, das

ehrlich in den Staatshaushalten zu verbuchen.

Angesichts der niedrigen Inflation und der mehr oder weniger stagnierenden Wirtschaft des Euroraums werden Vergleiche mit Japan gezogen. Sehen Sie auch Parallelen?

Die Vergleiche sind angebracht. Als 1990 die Japan-Blase geplatzt ist, hat das Land mit keynesianischem Schuldenmachen dagegegehalten. Die Staatsschuldenquote ging hoch von 69 Prozent auf mittlerweile 245 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Außerdem wurde das Land überschüttet mit Zentralbankgeld. Die Zinsen wurden von 1998 bis zum heutigen Tage praktisch auf null gesetzt. Geholfen hat das alles wenig bis nichts. Japan war seitdem in einer Deflation mit mickrigem Wachstum und wiederholten Rezessionen. Das zeigt, dass sich strukturelle Probleme von Ländern nicht durch makroökonomische Maßnahmen lösen lassen. Ministerpräsident Abe hat es versucht, indem er noch einmal tiefer in die Geldkiste gegriffen hat. Auch das hat nicht gefruchtet, Japan ist wieder in eine Rezession gefallen. Daraus sollten wir in Europa lernen, dass man Dinge, die schief laufen, nicht einfach mit Geld drucken übertünchen kann. Lockeres Geld ist nur eine Art von Schmerzmittel. Und es ist kontraproduktiv, wenn die notwendigen Operationen deshalb unterbleiben.

Wohin steuert Europa?

Wenn wir zulassen, dass die EZB weiterhin in riesigem Ausmaß Bankenrettung und Staatsfinanzierung betreibt, können wir nicht davon ausgehen, dass in den Krisenländern die nötige Politik gemacht wird, um wieder wettbewerbsfähig zu werden. Damit entwickelt sich Europa zu einer Transfer-Ökonomie. Große Teile Südeuropas werden dauerhaft abhängig von Hilfskrediten, die durch Zinsreduktion und Laufzeitverlängerung allmählich zu Transfers mutieren.

Quelle: F.A.Z.