

The logo of the University of Duisburg-Essen, featuring the text 'UNIVERSITÄT DUISBURG ESSEN' in white capital letters on a dark blue rectangular background.

UNIVERSITÄT  
DUISBURG  
ESSEN

*Open-Minded*

## **Herausforderungen an die EZB nach der Finanzkrise: Globale Liquidität und finanzielle Repression?**

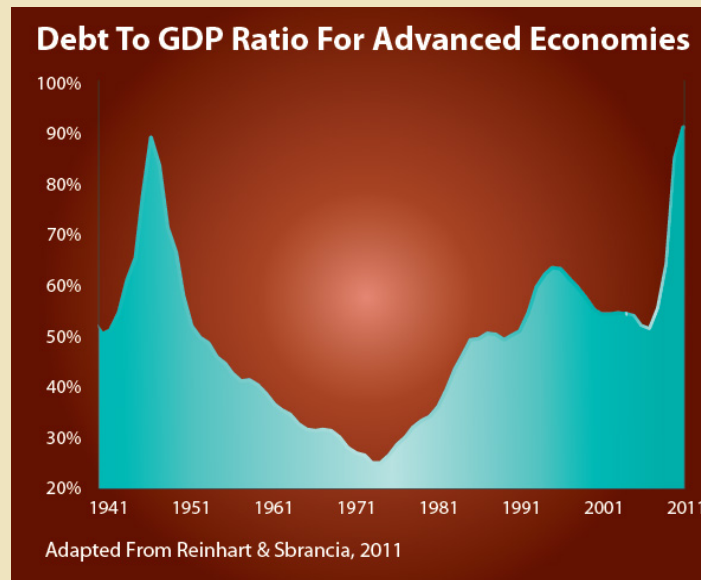
*Magdeburger Finanzmarktdialog, Magdeburg, 17. Juni 2013*

*Prof. Dr. Ansgar Belke, Universität Duisburg Essen &  
“Monetary Experts Panel” im Europäischen Parlament*

- Die (durch die Finanzkrise induzierten) hohen Schuldenquoten zwingen Staaten zu **Maßnahmen des Schuldenabbaus**.
- **Finanzielle Repression** bietet dafür Möglichkeiten: Staat entledigt sich versteckt seiner Schulden durch Gesetze, Vorschriften und Inflation.
- Sie manifestiert sich in erster Linie in **niedrigen Realzinsen**.
- Ein Merkmal der „**neuen Normalität**“ der Weltwirtschaft mit niedrigen Potenzialwachstumsraten und Zinssätzen sowie hohen staatlichen Schuldenständen („Japanische Verhältnisse“, amerikanische Fondsgesellschaft Pimco).
- Dieser Vortrag stellt dieses Charakteristikum vor und beurteilt seine empirische Relevanz.

- Ausdruck "Finanzielle Repression" von Shaw/McKinnon 1973 geprägt, um deren **wachstumshemmenden** Effekte zu brandmarken. Beschrieb das 1945-1980 von Industrieländern verwendete Finanzmarktmodell.
- **Definition:** Indirekte Reduktion der Staatsschulden durch gezielte Beeinflussung der Kosten der Staatsschulden, zumeist begleitet durch stetige Inflation.
- Seitdem zwar **akademisches** Interesse; Begriff selbst geriet aber **öffentlich** in Vergessenheit. Finanzmärkte wurden global liberalisiert; umfassende nationale Finanzmarktkontrollen erst einmal Geschichte.
- Seit Finanzkrise 2008 erneutes Interesse daran, wie Regierungen sich in der Vergangenheit ihrer massiven Schuldenlasten entledigten.

- Faszinierende Studie von Carmen Reinhart und M. Belen Sbrancia, "The Liquidation of Government Debt", März 2011 (<http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res2/pdf/crbs.pdf>)
- Durch IWF in Umlauf gebracht. Ungewöhnlich großes Interesse globaler Investoren und Politiker.
- Schuldenrückbau ohne staatliche Insolvenz oder Hyperinflation!



- **Hohe öffentliche Schuldenniveaus** sind schwierigste Hinterlassenschaft der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise. Dürften die Weltwirtschaft noch längere Zeit beschäftigen.
- Staatsschuldenkrise: rasch alternder Bevölkerung ökonomische **Versprechungen** gemacht, für die unter realistischen Wachstumsszenarien keine hinreichenden Ressourcen da sein werden.
- Schuldenüberhang muss **beseitigt** werden: Wachstumsbremse, Paralyse des Finanzsystems und der Kreditschöpfung.
- Bisheriges **Mantra**: “Inflation, Staateninsolvenz oder Stagnation” (Carmen Reinhart, Spiegel-Interview 2013). “Jemand muss leiden”.
- Lösung der Eurokrise war aber bisher so schwierig, da keiner Leiden akzeptieren wollte (Beispiel Zypern).
- Andere Möglichkeiten, die Schulden auf fiskalisch nachhaltiges Niveau zurückzuführen?

- Methoden des Schuldenabbaus - Erhöhung des realen BIP-Wachstums, expliziter Ausfall der Schulden, strikte Sparmaßnahmen (fiskalische Anpassungen /Austerität) oder überraschende Inflationierung - **schwierig zu erreichen**, durch Rückkopplungseffekte **kontraproduktiv** oder **politisch unerwünscht**.
- **Beispiel:** Heraussparen aus den Schulden funktioniert nicht, wenn dies die großen Industriestaaten der Welt gleichzeitig versuchen, also keine ausgabefreudigen Abnehmer für die Waren mehr bleiben.
- Maßnahmen **finanzieller Repression** dagegen **subtilere** und **intransparente** Art des Schuldenabbaus ohne Notwendigkeit von Hyperinflation/Staateninsolvenz. Carmen M. Reinhart, Jacob Funk Kirkegaard, Financial Repression: Then and now, VoxEU, März 2012, 90%-Grenze unerwähnt.
- Lassen sich in **vier Gruppen** unterteilen.

Lautlose Schuldenreduktion kann geschehen durch:

- Direkte oder indirekte **Deckelungen der Zinssätze** (vor allem auf Schuldverschreibungen staatlicher Emittenten).
- Maßnahmen, die Inlandsinvestoren an den heimischen Kapitalmarkt binden (**Kapitalverkehrskontrollen, regulatorische Regelungen**, die den Portfolios institutioneller Investoren einen „home bias“ aufzwingen)
- **Steuern**, die alternative Anlageinstrumente verteuern (Transaktionssteuer auf Aktien, Verbot des Goldbesitzes)
- Maßnahmen, die einen direkten oder indirekten **staatlichen Einfluss auf Finanzinstitute** implizieren (makroprudenzielle Regulierung).

C. Reinhart, M. Belen Sbrancia, 2011, Box 1, S. 4.

Verbunden mit stetiger, nicht zu hoher Inflationsrate, die **lautlose reale Entschuldung** erleichtert. Auf **inländische** Verschuldung gerichtet!

- **Friktionen auf Finanzmärkten:** Regierungen schaffen repressives Umfeld für Finanzmärkte. Zuweisung finanzieller Mittel, die in weniger regulierten Finanzsystemen **anderen Akteuren vorbehalten** wären.
- Maßnahmen, die es den Staaten erlauben, Schuldtitel **zu niedrigeren Zinsen** als ohne diese Friktionen zu emittieren. C. Reinhart et al.: Financial Repression Redux, in: Finance & Development, 2011.
- Staatsschulden können „**weg inflationiert**“ werden, da künstliche Senkung der Nominalzinssätze im Zusammenspiel mit Inflation es den Staaten ermöglicht, ihre (auf inländische Währung denominierten) realen Refinanzierungskosten zu verringern. A. Giovannini, M. De Melo: Government Revenue from Financial Repression, in: American Economic Review, 83. Jg. 1993, S. 954.

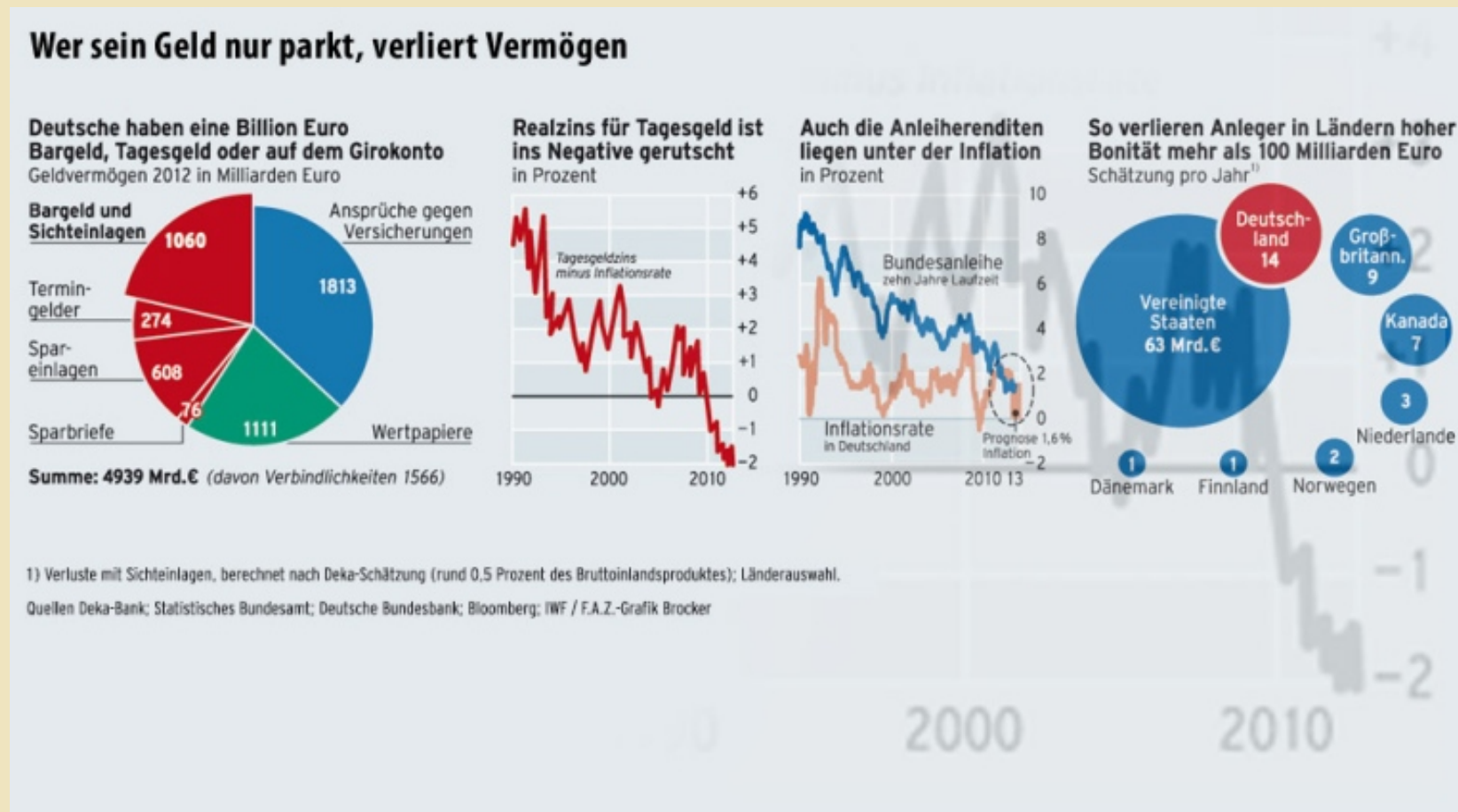


- Immer wenn “gefangene Investoren Staatsanleihen kaufen, zahlen sie eine **versteckte Subvention/Steuer** an die Regierung: erlaubt dieser eine Senkung des Schuldenstands.
- Anleihen-Guru Bill Gross (PIMCO) nennt solche Maßnahmen "Taschendiebstahl".



- Literatur bislang **noch knapp**, wird vom Team Reinhart/Rogoff in ihren Studien über Finanzkrisen bestritten. C. Reinhart, M. Belen Sbrancia, 2011 und C. Reinhart, K. Rogoff: This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Princeton 2009.
- Empirisches Charakteristikum für Vorliegen von finanzieller Repression: **negative Realzinsen** (plus Ersparnis durch niedrigere als übliche Sollzinsen).
- Finanzielle Repression u.a. **staatlich erzwungene Investitionen** von Finanzintermediären in Staatsanleihen, die Nominalzinsen künstlich senken und bei hinreichend hoher Inflationsrate negativ werden lassen.
- **Abgrenzung** zu Maßnahmen, die die Stabilisierung der Konjunktur und des Finanzsystems zum Ziel haben und die ebenfalls eine Senkung der Realzinsen implizieren, **schwierig**.
- So zählen an den Finanzmärkten auch die Monetisierung der Staatsschuld und **unkonventionelle Maßnahmen** der Geldpolitik im Rahmen einer quantitativen Lockerung zur finanziellen Repression. A. Wöhrmann: Yield Trap – The Effects of Financial Repression, in: DWS CIO View, Nr. 2/2012, S. 2/6-4/6.

- **Deka Bank/FAS, Angriff auf das Vermögen, 26. Mai 2013**



- **Umfassende** Studie zur Quantifizierung der finanziellen Repression gibt es **nicht**, da Ressourcen- und Datenaufwand erheblich.
- Lediglich **Bruttoeffekte** negativer Realzinsen (also nur eines Teils finanzieller Repression).
- Erste **Eindrücke** über einzelne Komponenten der Geldvermögens der privaten Haushalte.
- **Keine Zweitrundeneffekte** oder **Gegeneffekte auf der Kreditseite**.
- Interesse eher: welche Komponenten des Geldvermögens zurzeit von negativer realer Rendite betroffen? Nur Bargeld und Sichteinlagen.
- Als negativer Realzins gut ein Prozent angenommen. **Überschlägige** Schätzung!

- Indikator „negative Realzinssätze“: **zwei Muster** bei Häufigkeit und Ausmaß finanzieller Repressions-Steuer in jüngerer Wirtschaftsgeschichte:

## *Gruppe 1*

- Niveau der Realzinssätze auf Staatsschuldtitel im Zeitraum **unmittelbar nach dem Zweiten Weltkrieg** im negativen Bereich.
- Australien, Belgien, Frankreich, Italien, Japan, Südafrika, die USA und Großbritannien.
- 1957- 1968: finanzielle Repression ließ deutlich nach, 1970er: leichte Zunahme.
- Nach dem Zweiten Weltkrieg hohe Schuldenquoten. Anreize für Regierungen, zum Abbau der Kriegsschulden auf finanzrepressive Maßnahmen zurückzugreifen.

## *Gruppe 2*

- Argentinien, Indien, Irland und Schweden. DIE Fallstudie klassischer Repression ist Argentinien's Staatspleite und Schulden-Umstrukturierung 2001.
- Nutzten finanzielle Repression in der Vergangenheit **fast permanent** als Instrument zum Schuldenabbau bzw. der Defizitfinanzierung.
- Finanzielle Repression unmittelbar nach dem Krieg am größten, wenn auch weniger deutlich ausgeprägt als bei den Ländern der Gruppe 1.

- Finanzielle Repression von 1945 bis 1980 **weltwirtschaftlich signifikantes Phänomen**; nicht nur von einkommensschwächeren Ländern zum Schuldenabbau genutzt.
- Erleichtert wurde sie nach dem 2. Weltkrieg bis Anfang der 1970er Jahre durch das **Bretton-Woods-System**.
- System fixer Wechselkurse half im Zusammenspiel mit den bereits existierenden Finanzmarktregulierungen aus der Zeit vor dem Zweiten Weltkrieg bei der finanziellen Repression, da das Bretton-Woods-System aufgrund der „Impossible Trinity“ (der gleichzeitigen Existenz einer unabhängigen Geldpolitik, freier Kapitalmärkte und eines fixen Wechselkurses) Kapitalverkehrskontrollen bedeutete.

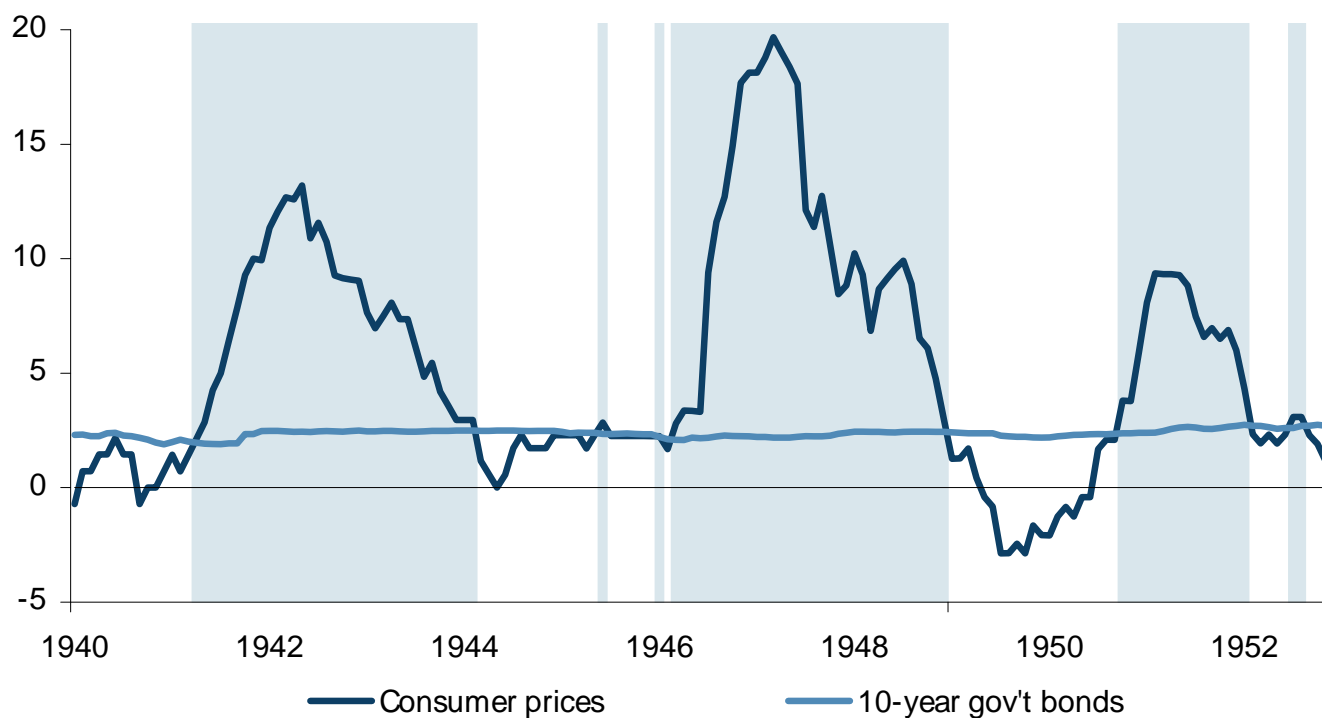
Carmen M Reinhart, Jacob Funk Kirkegaard, Financial Repression: Then and Now, VoxEU, 26 March 2012.

- Liberale Kapitalmarktregulierung und internationale Kapitalmobilität erreichten vor 1. Weltkrieg ihren Höhepunkt. **Goldstandard.**
- Schuldenberge des **1. Weltkriegs** im wesentlichen durch **Staatsbankrotte** und **Umschuldung** beseitigt.
- Die Große Depression, gefolgt vom 2. Weltkrieg, beendete das “Laissez-faire banking” endgültig.
- Was dann folgte, wurde in Tagespresse und Tutorials für Investoren **nie explizit beschrieben**: Regierungen nutzten zu Inflation neigendes Papiergeld (“**Fiat money**”) statt Edelmetall-gedeckter Währungen, die vor den 30ern die Norm waren.
- Schaffung eines Netzes von **Regeln und Regulierungen**, um Sparer und institutionelle Investoren zu zwingen, zu Zinssätzen unterhalb der Inflationsrate zu investieren.



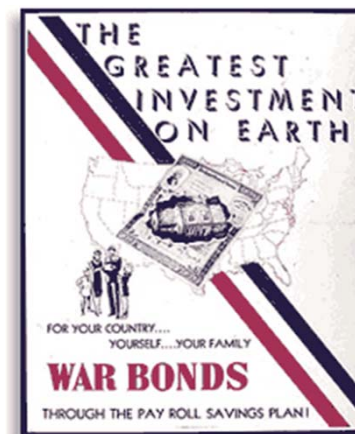
# Historie V: Zinskontrolle

US consumer prices (% y/ y) and 10-year gov't bond yields (%), 1940 - 1952



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis, R. Shiller, own calculations.

Shaded areas: Consumer price inflation higher than nominal yields.

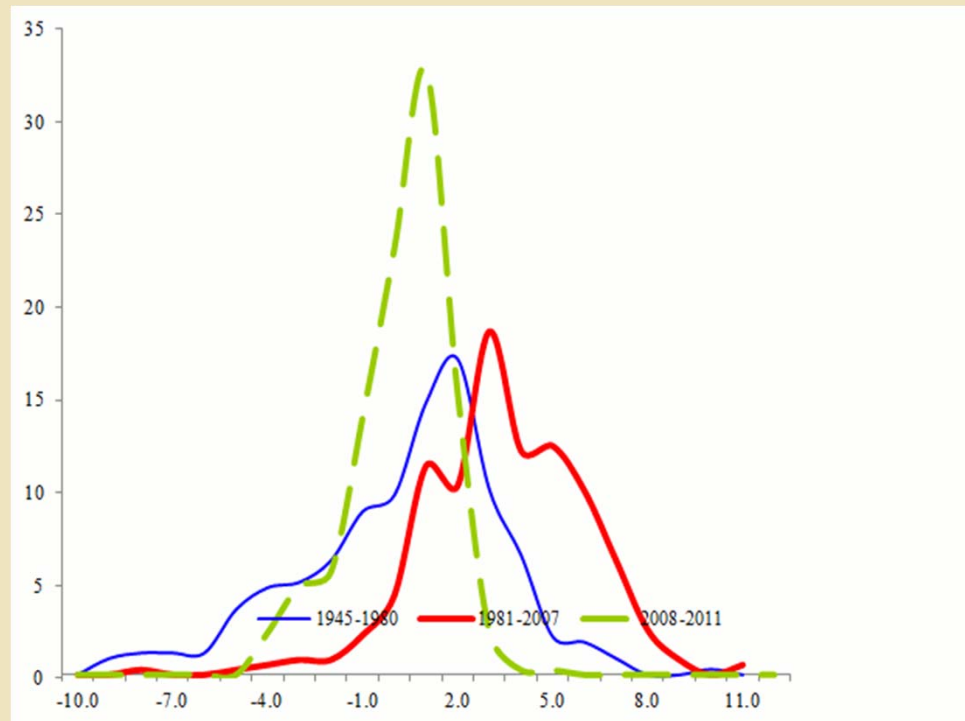


World War II War Bonds poster





## Häufigkeitsverteilung realer Zinssätze: Industrieländer 1945-2011



*Quelle:* Reinhart and Sbrancia (2011). Treasury bills.

*Anmerkung:* Industrieländer = Australien, Belgien, Kanada, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Irland, Italien, Japan, Neuseeland, Schweden, USA und Großbritannien. Reinhart und Sbrancia (2011) belegen ein ähnliches Muster für die Emerging Markets.

- Sparer **akzeptierten** inflationsbereinigten Verlust, der einer Verbesserung des Staatshaushalts entsprach.
- Mysterium: **warum** akzeptierten Sparer derart magere Erträge über einen **so langen** Zeitraum?



- **Bindende Deckelung** von Zinssätzen auf Depositen (reale *ex post* Einlagezinsen “noch negativer” als reale *ex post* Zinsen auf Treasury Bills) veranlassten heimische Sparer, Staatsanleihen nachzufragen.
- **Hohe Reserve-Anforderungen** zwangen Banken, einen Großteil der Sparvermögen in sichere Wertpapier-Kategorien “wegzuschließen”.
- **Keine Ausweichmöglichkeiten** bei Suche nach höheren Renditen: neben Kapitalverkehrskontrollen vor allem, weil negative Renditen auf Staatsanleihen und Einlagen damals universelles Phänomen waren.
- Regeln **nicht** immer zur **Schuldenerleichterung** eingeführt, aber Repressionseffekt blieb nicht unbemerkt. System allgegenwärtig, verringerte Druck auf Regierungen, es abzuschaffen.

Briten dürfen erst seit Maggie Thatcher ihr Geld unbegrenzt ins Ausland schaffen. Bis dahin waren internationale Überweisungen streng reglementiert, große Bargeldsummen galten als Schmuggelgut.

- Heute **ähnliche finanzielle Repression wie 1945-1980**: Künstlich niedrige Zinsen, gegenwärtig v.a. in Großbritannien und den USA, denselben Effekt: senken Finanzierungskosten für Staatsschulden.
- EZB erwog sogar, Anleihezinsen mit **massiven Aufkäufen von Staatsanleihen** unter eine Obergrenze zu drücken (OMTs als Nachfolger des SMP)? Selbst **negative Nominalzinsen** eine Option!
- **Kapitalverkehrskontrollen heute** (prinzipiell) **überflüssig?** Realzinsen weltweit niedrig, Anlegern fehlt es überall an Alternativen. Lebensversicherungen sogar gesetzlich gezwungen, in schlecht verzinste, aber vermeintlich sichere Staatsanleihen zu investieren.
- **Enteignung**, die früher die Inflation erledigte, heute durch Zentralbanken, indem sie mit (angekündigten) massiven Staatsanleihenkäufen die Zinsen drücken?

- Auch am aktuellen Rand anekdotische Evidenz für finanzielle Repression in Europa: zum einen **niedrige Realzinsen**, zum anderen **finanzrepressive Maßnahmen**.
- Maßnahmen **binden inländische Investoren an Heimatmarkt** und versuchen diese zu veranlassen, Staatsschulden zu finanzieren.
- Regulatorische Maßnahmen, die die Nachfrage nach Staatsschulden künstlich erhöhen.
- **Basel-III**-Reformpaket zur Bankenregulierung: erhöht Anreize für Banken, Staatsanleihen gegenüber anderen Aktiva vorzuziehen.
- Auch neue verschärfte Liquiditätsanforderungen für Banken bevorzugen Staatsanleihen ungerechtfertigt : **keine Obergrenze**, wie viele **Staatsanleihen** des eigenen Souveräns **Banken** halten dürfen.

- Ebenso wirken **erhöhte Anforderungen für Versicherungsgesellschaften** im Rahmen von Solvency II.
- Regulierungen: Anteil von europäischen Staatsschulden, der von Banken gehalten wird, deutlich höher.

BIS Committee on the Global Financial System: Fixed Income Strategies of Insurance Companies and Pension Funds, CGFS Papers, Nr. 44, Juli 2011.

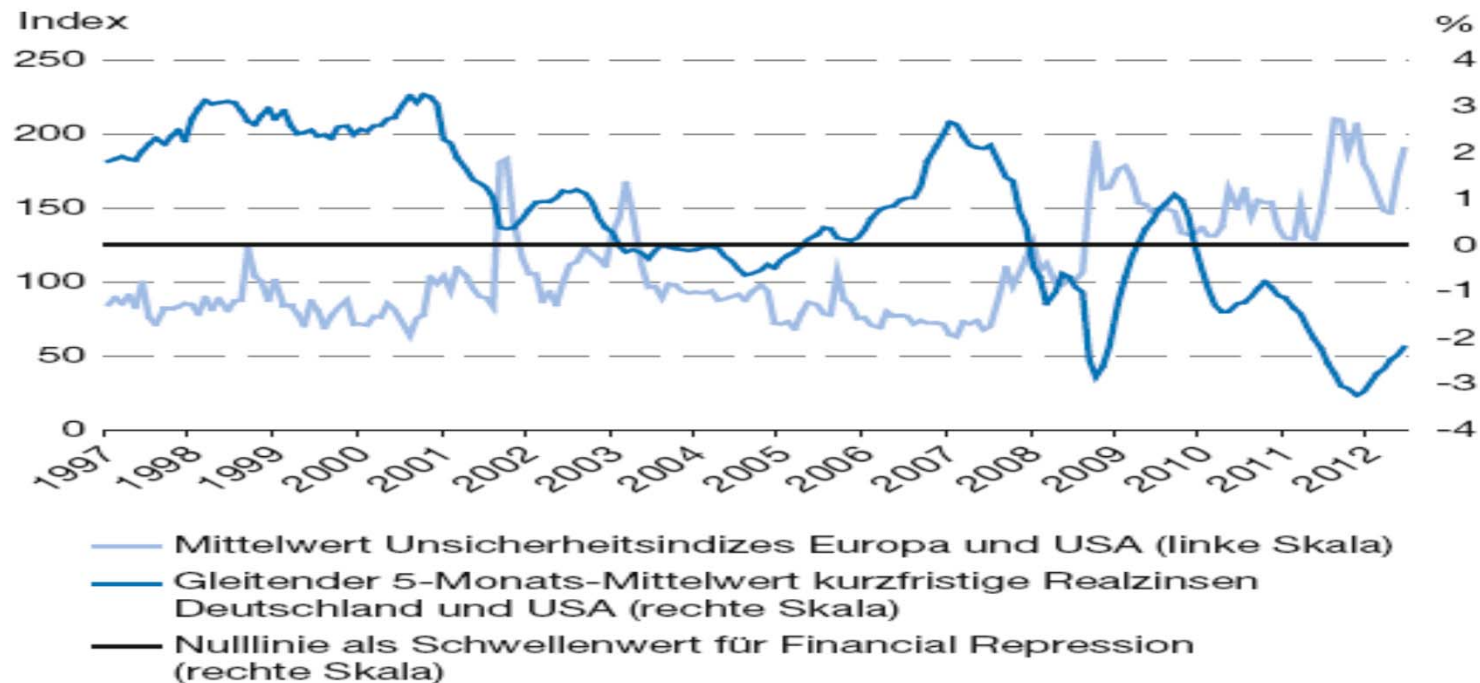
- Japan: Anleiherenditen müssen trotz fiskalisch nicht nachhaltiger Lage nicht steigen, wenn institutionelle Investoren regulatorisch bedingt Anreize haben, Staatsanleihen trotz niedriger Renditen zu halten.

T. Hoshi, T. Ito: Defying Gravity: How Long Will Japanese Government Bond Prices Remain High?, NBER Working Paper, Nr. 18287, August 2012.

- Weniger Subtiles ist machbar. Im Zweifel kann Staat gestalten: **Vermögensabgabe**. Wegzug oder Verlagerung ins Ausland?



## Politische Unsicherheit und langfristige Realzinsen



Anmerkung: Kurzfristige Realzinsen definiert als Renditen 3-monatiger Staatsanleihen abzüglich Konsumentenpreis-Inflationsrate.

Quelle: Bloomberg, Nicholas Bloom. Vgl. <http://www.policyuncertainty.com/index.html>. Der Mittelwert der kurzfristigen Realzinsen wurde geglättet, um lediglich temporäre Inflationsschocks nicht fälschlicherweise in einem möglichen Regime der Financial Repression zu berücksichtigen. Vgl. A. Taylor: Comment on „The Liquidation of Government Debt“, in: C. Reinhart, M. Belen Sbrancia: The Liquidation of Government Debt, BIS Working Papers, Nr. 363, November 2011, S. 52.

## Maßnahmen der Financial Repression in der europäischen Schuldenkrise

Frankreich	<p><b>Liquidation des „Fonds de Reserve Pour Les Retraites (FFR)“ (2010)</b> Die Französische Regierung verabschiedete eine Gesetzesänderung, die es erlaubt, den 37 Mrd. Euro umfassenden FFR dazu zu verwenden von 2011 bis 2024 jährlich 2,1 Mrd. Euro an die Regierungsbehörde „Caisse d’Amortissement de la Dette Sociale (CADES)“ zu zahlen. Dessen ursprüngliche Aufgabe war es, das Rentensystem nach 2020 langfristig finanziell zu unterstützen. Im Jahre 2024 werden zudem alle verbleibenden Vermögenswerte an die CADES überschrieben. Der FFR wurde folglich zu einem Käufer inländischer Staatsschulden umfunktioniert.</p>
Irland	<p><b>Verwendung des „Ireland National Pension Reserve Fund (NPRF)“ zur Bankenrekapitalisierung (2010)</b> Das Irische Parlament verabschiedete eine Gesetzesänderung, die den NPRF anordnet, in Irische Staatsschulden zu investieren. Damit könnten bis zu 17,5 Mrd. Euro zur Rekapitalisierung der Irischen Banken verwendet werden. Ursprünglich sollte der NPRF die langfristigen Rentenkosten des Irischen Wohlfahrtsystems und des öffentlichen Dienstes finanzieren. Die Gesetzesänderung erlaubt es der Irischen Regierung ebenfalls, Investitionsaufwendungen von 2011 bis 2013 durch den NPRF zu finanzieren.</p> <p><b>Abgabe auf private Rentenkassen (2011)</b> Die Irische Regierung hat eine 0,6%ige Abgabe auf private Rentenkassen erhoben, um Arbeitsplatzschaffungsmaßnahmen zu finanzieren.</p>
Portugal	<p><b>Übertragung des privatisierten Rentenprogramms der „Portugal Telecom“ auf die portugiesische Regierung (2010)</b> Die portugiesische Regierung war durch die Übertragung des privatisierten Rentenprogramms in der Lage, 2,8 Mrd. Euro (1,6% des BIP) zusätzliche Einnahmen zu verbuchen, was es ihr ermöglichte, die jährlichen Defizitreduzierungsziele der EU einzuhalten.</p>
Spanien	<p><b>Zinssatzdeckelungen auf Einlagenzinssätze (2010)</b> Das spanische Finanzministerium zwang die Banken, die Einlagenzinsen oberhalb der marktkonformen Zinssätze festzusetzen. Damit wurde der Beitrag der Banken zum staatlichen Einlagenicherungsfonds verdoppelt.</p>
Großbritannien	<p><b>Steigerung der Mindestanforderungen von Staatsanleihenbeständen (2009)</b> Die britische „Financial Services Authority“ hat ihre Mindestanforderungen von Staatsanleihenbeständen an inländische Finanzinstitute und an Tochtergesellschaften ausländischer Banken in Großbritannien um ca. 110 Mrd. Euro erhöht. Zusätzlich wurde verlangt, dass die Finanzinstitute allein im ersten Jahr ihren Finanzbedarf an kurzfristigen Finanzierungsmitteln um 20% kürzen.</p> <p><b>Privatisierung der „Royal Mail“ (2011)</b> Durch die Privatisierung der „Royal Mail“ werden geschätzte 23,5 Mrd. Euro an Vermögenswerten und 29,4 Mrd. Euro an Verpflichtungen an das britische Finanzministerium transferiert.</p>

Quelle: Vgl. C. Reinhart: The Return of Financial Repression, in: Banque de France Financial Stability Report, Nr. 16, 2012, S. 37-48; Irisches Finanzministerium: Pension Fund Levy – Q&A, 2012, <http://www.finance.gov.ie/viewdoc.aspx?DocID=6830>.

Für Abb. und Tab. vgl. G. Zimmermann, F. Baier: Financial Repression – Ein neues Umfeld für die Finanzmärkte?, Wirtschaftsdienst, 9/2012.



### “Moderne” finanzielle Repression

- Westliche Regierungen (und Notenbanken) haben auch Zugang zu Ersparnissen **“in Übersee”** und setzen sie finanzieller Repression aus.
- **Zentralbanken halten Staatsanleihen als Teil ihrer Reserven.** “Treasury bonds” sind mit Abstand populärste Anlageform (Ausländer halten 43% der Treasury-Schuld; öffentliche Institutionen, v.a. in Asien und ölexportierenden Ländern, halten so etwa \$3,5 Bio. Vermögen). Zweck: liquide Anlage oder Wechselkurssteuerung!
- Käufe der globalen Zentralbanken, der heimischen Zentralbanken (QE) und der finanziell repressierten Institutionen: **> 50% amerikanischer und britischer Anleihen bei Investoren, die über niedrige Erträge nicht besorgt sind.**
- Investment und Hedge Funds, die an höheren Renditen interessiert sind, können so ihre Rolle als “Marktwächter” nicht mehr ausfüllen. **Anleiherenditen folglich kein marktgerechtes Signal mehr!**

- **“Erfolgreicher Trick”**: Kaufe reale Güter/Dienstleistungen von anderen Ländern und verkaufe geringverzinsliche Papiere dafür!
- Scheint dauerhaft zu sein: Investoren zwar auf Investitionsalternativen aus, werden aber **weiter Staatsanleihen kaufen**.

Warum?

- Wunsch der Investoren nach Sicherheit dominiert die Sorge um die Nachhaltigkeit öffentlicher Finanzen.
- “Treasury bond” liquidestes Asset der Welt; Investoren wissen, dass sie ihre Positionen sofort ohne Preisänderungen verkaufen können.
- Dies lässt die Bonds von “Bad News” profitieren – sogar von schlechten Nachrichten über die Finanzlage der US-Regierung. Parallele Deutschland? Eurobonds?

- **Niedrige bzw. negative Realzinsen** sind das Hauptcharakteristikum finanzieller Repression.
- Niedriges Realzinsniveau **hilft den Staaten**, die durch die Finanzkrise angehäuften **Schuldenlasten leichter zu tragen**.
- Aber Auswirkungen auf die Makroökonomie und die Mikrostruktur der Finanzmärkte, die zu **Vermögenspreisblasen** führen können.
- Finanzielle Repression könnte zu negativen Effekten in Form **neuer Finanzmarktungleichgewichte** führen.

- Erster Effekt: **massive Belastung der Finanzinstitute.**
- Niedrigzinsumfeld hilft zunächst bei Rekapitalisierung der durch Finanzkrise angeschlagenen **Banken: Nettozinsspannen** der Banken **steigen anfänglich** im Rahmen der Fristentransformation.
- Je länger Niedrigzinsumfeld am kurzen Ende andauert, desto mehr **sinken auch am langen Ende die Zinsen** und Zinsspannen/Erträge der Banken. => Verstärkte Risikoaufnahme der Banken auf der Suche nach Rendite.
- Gleiches bei **Versicherungen/Pensionsfonds**: müssen Garantiezins verdienen!
- **Geldmarktfonds**: bei anhaltendem Niedrigzins Problem, Kosten wieder hereinzuholen. Geldmarktfonds für Schattenbanken wichtige Quelle der Liquidität, die bei anhaltendem Niedrigzins auszutrocknen droht.

- Finanzielle Repression **benachteiligt Sparer, begünstigt Schuldner.**
- Denn Banken, Versicherungsgesellschaften und Rentenfonds geben über niedrige Einlagenzinsen den Effekt der finanziellen Repression an die Sparer weiter => nicht nur Halter von Staatsschuldtiteln, sondern **auch Sparer indirekt besteuert.** E. Shaw: Financial Deepening in Economic Development, New York 1973, S. 83.
- Begünstigt werden Schuldner: können zu künstlich niedrigeren Zinsen Kredite aufnehmen.
- Dieser Transfer finanzieller Ressourcen von Sparern und/oder nichtprivilegierten Akteuren hin zu Regierungen und/ oder privilegierten Akteuren wird als **Finanzrepressions-Steuer** bezeichnet. D. Beim, C. Calomiris: Emerging Financial Markets, New York 2001, S. 47 ff.
- “Steuer” = **Inflationssteuer** auf Geldvermögen **plus Opportunitätskosten** der entgangenen höherverzinslichen Alternative.

- Abweichung des Zinssatzes auf Staatsschuldenlast und der Einlagenzinssätze von Marktsätzen (= **Höhe der fR-Steuer**) abhängig vom Ausmaß der Regulierung des Finanzmarktes und der Inflationsrate. C. Reinhart et al.: Financial Repression Redux, in: Finance & Development, 2011, S. 23.
- Finanzrepressive Maßnahmen zwingen Banken, Kundeneinlagen niedrig zu vergüten ,=> **aggregierte Sparquote sinkt unter optimales Niveau**. R. McKinnon: Money and Capital in Economic Development, Washington 1973, S. 69.
- **Eurozone und (angekündigte) Anleihekäufe der EZB: „echtes“ Entsparen - kann lange dauern.** Denn Zinsen müssen lange niedrig bleiben; sonst gibt es Staatspleiten. Peripherieländer können sich keine hohen Zinsen leisten.
- **Gesunkene Refinanzierungskosten** der Staaten ermöglichen im Ideal leichtere Rückführung der Defizite oder **sogar deren Ausweitung**.

- Sparer haben Anreize, **höherverzinsliche Anlagemöglichkeiten im In- und Ausland zu suchen**. P. Agénor, P. Montiel: Development Macroeconomics, 3. Aufl., Princeton 2008, S. 107.
- Wollen Sparer dieser schleichenden Enteignung entgehen, müssen sie **höhere Risiken eingehen**, d.h. z.B. ihre Aktienquote ggü. Anleihen und Festgeld erhöhen. Aber dafür auch noch höhere Steuern zahlen?
- Suche nach höheren Renditen: **erhöhte Volatilität des Aktienmarkts** und im Extremfall **Kapitalflucht**. N. Lardy: Financial Repression in China, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief PB08-8, 2008, S. 6.

- Für Banken Anreize, **Kreditvergabestandards zu erhöhen**, wodurch v.a. etablierte Schuldner profitieren => **von politischen Netzwerken abhängige Ressourcenallokation**. McKinnon, a.a.O.; E. Shaw, a.a.O.
- Suche der Sparer nach alternativen Anlagemöglichkeiten und Suche der Schuldner nach alternativen Kreditquellen lassen **informelle Märkte** an Bedeutung gewinnen. Schattenbankenmärkte wegen ihrer fehlenden bzw. mangelhaften Regulierung **Gefahr für Finanzstabilität**.
- Steigende Bedeutung von **Nichtmarktakteuren** bei der Preisbildung im Markt für Staatsanleihen. J. R. Andritzky: Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?, IMF Working Paper, WP/12/158.



- Vom „Staat“ **künstlich erhöhte Nachfrage** nach Staatsanleihen: verzerrte, zu hohe Bewertung dieser Anleihen.
- **Angebot sicherer** Wertpapiere könnte wegen Vertrauensverlust von Investoren in Staatsanleihen hochverschuldeter Länder **sinken**.
- Verstärkt **Störung des Preismechanismus** im Anleihen-Segment.
- Niedrige Anleihe-Renditen: Investieren in **risikoreichere** Wertpapiere („**Search for yield**“). IMF: Global Financial Stability Report, Chapter 3, April 2012.
- **Risk-on-/Risk-off-Verhalten** von Investoren kann rückgekoppelt mit höheren Korrelationen zwischen Vermögensklassen zu **stärkerer Volatilität der Vermögenspreise** und zu **Finanzpreisblasen** führen.
- **Def. Risk-on-/Risk-off-Verhalten.** Seit 2008 vorherrschendes Investitionsparadigma: Finanzmarktteilnehmer nehmen Risiken auf, wenn Marktrisiken gering eingeschätzt und umgekehrt. R. McCauley: Risk-on/Risk-off, Capital Flows, Leverage and Safe Assets, BIS Working Papers, Nr. 382, Juli 2012.

- Da Staatsanleihen Schlüsselfunktion im Finanzsystem und bei Übertragung der Geldpolitik, berührt finanzielle Repression **auch andere Anlagekategorien**.
- Fähigkeit hoch verschuldeter Regierungen, heimische Banken zum Kauf ihrer Staatspapiere zu zwingen = entscheidendes **Hemmnis für umfassende Bankenunion**. Denn BU nimmt nationalen Regierungen genau die Instrumente, finanzielle Repression auszuüben. Benito, A., European views: Spain's gradualist approach towards banks is due to its fiscal outlook and financial repression, Goldman Sachs Global Economics, 11 May 2012. Siehe auch verschiedene Statements von N. Véron, Senior Fellow, Bruegel.

- **Hohe persistente Arbeitslosigkeit** als Folge der Finanzkrise in vielen Industrieländern motivieren Zentralbanken, Zinssätze niedrig zu lassen.
- In diesem Umfeld dürfte finanzielle Repression (Doppelziel: niedrige Zinssätze und “Einfangen heimischer Investoren”) **vermehrt Beliebtheit finden**: o.a. Mechanismen nur Spitze des Eisbergs!
- Schwellenländer – als Folge der durch fR angeregten Suche der Investoren nach höheren Renditen – erfahren **verstärkte Kapitalzuflüsse** und negative Effekte starker Aufwertungen ihrer **Währungen** sowie steigende Vermögenspreise (Nigeria).
- Damit dürften neben den Industrie- auch die Schwellenländer zunehmend bereit sein, **verschärfte Regulierung globaler Finanz- und Kapitalmärkte und Kapitalverkehrskontrollen zu akzeptieren**.
- Aber: ...

- ... **Unterschied zur Nachkriegszeit**, dass **Kapitalmärkte** heute global **viel besser integriert** sind.
- Erschwert es Regierungen, Investoren an bestimmte Anlageklassen bzw. Länder zu binden, sodass fR durch **regulatorische Arbitrage** („Race to the bottom“) eingeschränkt werden dürfte. S. Mather, A New Era of Financial Repression, Pimco Viewpoints, June 2011.
- Auch: **bessere Wachstumsperspektiven** und **höhere Inflationstoleranz** nach 2. Weltkrieg. S. Mather, a.a.O.
- **Unterscheidung** zwischen Maßnahmen, die **explizit** auf Reduktion der Staatsschulden abzielen, und solchen, die **Schuldenabbau nicht beabsichtigt** nach sich ziehen ...
- ... **konjunkturell bedingte** Niedrigzinspolitik der Zentralbanken oder verschärfte **makroprudenzielle** Regulierung zur Verhinderung zukünftiger Finanzkrisen. Oder hohe **Unsicherheit** (die Zinsen drückt, aber gleichzeitig die Realwirtschaft belastet)?

- **BELKE, ANSGAR (2012):** Goldgedeckte Anleihen statt der EZB-Ankäufe, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 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, February, Brussels. Web: <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201302/20130214ATT61109/20130214ATT61109EN.pdf>
- **BELKE, ANSGAR, VERHEYEN, FLORIAN (2013):** Ökonomisches Neuland: negative Notenbankzinsen, Ökonomenstimme, Web: <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2013/03/oekonomisches-neuland-negative-notenbankzinsen/>, 24.03.2013.
- **BELKE, ANSGAR, BORDON, INGO, VOLZ, ULRICH (2012):** Effects of Global Liquidity on Commodity and Food Prices, in: World Development, Vol. 44, S. 31-43.

**Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!**

UNIVERSITÄT  
DUISBURG  
ESSEN

*Open-Minded*

