

# EZB

## Geld, so billig wie nie!

Europas oberster Zentralbanker Mario Draghi macht Ernst. Finanzinstitute werden fürs Geldhorten bestraft, Ausleihungen kosten fast nichts mehr, und frische Milliarden gibt es für Banken, wenn sie dafür Kredite an die Wirtschaft vergeben. Aber was bedeutet das alles ... von Kolja Rudzio, Roman Pletter und Uwe Jean Heuser

DIE ZEIT N° 25/201412. Juni 2014



Ein Sparbuch einer Sparkasse (Archivbild)

© Oliver Berg/dpa

### ... für Sparer?

Einer muss am Ende die Zeche zahlen – und zwar der deutsche Sparer. Die Rettung aus der Finanzkrise geht auf seine Kosten. Diese Sorge ist weit verbreitet, und Georg Fahrenschon, der Präsident des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes, rechnete kürzlich vor: Durch die Politik der Minizinsen entgingen den deutschen Sparern pro Jahr 15 Milliarden Euro an Zinserträgen. Das mache pro Kopf, Kinder mitgerechnet, 200 Euro im Jahr. Sparer würden schlicht enteignet. Das hätten wir der Europäischen Zentralbank und ihrem Präsidenten Mario Draghi zu danken.

Niemand bestreitet: Wer Ersparnis auf dem Sparbuch oder einem Tagesgeldkonto hat, wer in eine Lebensversicherung einzahlt oder Anleihen kauft, den kosten die niedrigen Zinsen Geld. Unter dem Strich, also nach Abzug der Inflation und gegebenenfalls auch noch der Steuern, dürfte das Ersparnis in vielen Fällen derzeit schrumpfen. Sparen lohnt nicht mehr. Das sei das fatale Signal dieser Politik, klagt der Sparkassenpräsident.

Und doch: Sparer könnten ihr Geld in Aktien oder Immobilien anlegen. Wer Unternehmensanteile oder ein Haus besitzt, profitiert nämlich fürs Erste von den Niedrigzinsen. Diese Geldanlagen sind im Vergleich zu Sparbüchern attraktiver geworden und ziehen darum mehr Käufer an. Auch deshalb fließt so viel Geld in Betongold, und auch deshalb überschritt der Deutsche Aktienindex kurz nach der Zinssenkung der EZB die Grenze von 10.000 Punkten. Sparen kann sich also sehr wohl lohnen.

Sollten die braven Sparer deshalb ihre Anlagestrategie ändern, statt zu jammern? So einfach ist es nicht. Die richtige Mischung der Geldanlagen hängt von vielem ab: vom Alter, von der Lebenssituation, den Plänen, zum Beispiel davon, ob das Ersparte bald für besondere Ausgaben gebraucht wird.

Es gibt viele gute Gründe, mindestens einen Teil des Ersparten in Anleihen oder auf Tagesgeldkonten zu parken. Aktien sind nicht in jeder Lebenssituation die richtige Wahl, und Immobilien kann sich auch nicht jeder kaufen. Außerdem ist ungewiss, ob sich am Aktien- und Immobilienmarkt gerade eine neue Preisblase entwickelt. Womöglich sind die tollen Wertsteigerungen nicht von Dauer. Wer also nur mit dem Finger auf den Sparer zeigt – nach dem Motto: Selbst schuld, leg dein Geld halt anders an! –, macht es sich zu leicht.

Viele Menschen kostet die Politik der Niedrigzinsen unausweichlich Geld. Mario Draghi argumentiert, sie würden langfristig profitieren. Durch die Niedrigzinsen werde die Wirtschaft in den Krisenländern gestützt und die Grundlage für neues Wachstum geschaffen. Ohne diese Politik drohe sich die Krise aber zu verschärfen, mit dramatischen Folgen auch für die deutsche Wirtschaft und deutsche Geldanleger.

Letztlich hängt alles davon ab, ob diese Analyse stimmt. Kritiker wie Fahrenschon wenden ein, die erneute Zinssenkung bewirke nichts mehr. Wenn das richtig ist, wäre das Opfer vieler Sparer vergeblich.

## **Was bedeutet die EZB-Entscheidung für Staaten?**

### **... für Staaten?**

Im Idealfall würden die europäischen Krisenstaaten durch die Politik der EZB ihre Finanzen in den Griff bekommen. Das würde auf zwei Wegen geschehen: Zum einen nutzt die Wirtschaft in diesem Szenario das billige Geld, um zu investieren und Leute einzustellen. Im Zuge dieses so geschaffenen Wachstums würde der Staat mehr Steuern einnehmen. Außerdem würden die Zinsen für die Staaten niedrig bleiben, wenn sie sich selbst Geld liehen, was ebenso ihren Haushalten zugutekäme.

Es ist aber auch möglich, dass die niedrigen Zinsen den Staatsfinanzen langfristig mehr schaden als nutzen. Die Gefahr ist, dass Investoren sich billig Geld bei Banken leihen und damit besonders riskante Geschäfte machen. So können sich Spekulationsblasen bilden, weil Anleger Immobilien und Aktien zu überbewerteten Preisen kaufen, um den niedrigen Zinsen zu entgehen. Wie das enden kann, zeigte sich 2007 in den USA: Jahrelang hatten Amerikaner mit günstigen Krediten Häuser gekauft und auf diese Weise deren Preise nach oben getrieben. Irgendwann stellte sich heraus, dass die Häuser maßlos überbewertet waren und viele Schuldner ihre Kredite nicht zurückzahlen konnten. So gerieten viele US-Banken selbst in Schwierigkeiten, der Staat musste sie retten.

Das gefährliche Szenario wäre also nicht neu. Finanzkrisen verlaufen oft nach einem von zwei Mustern. Nummer eins: Staaten können ihre Schulden nicht mehr bedienen und reißen Banken, die ihnen Geld geliehen haben, mit in den Abgrund. Nummer zwei: Banken gehen pleite, und Staaten retten sie, werden darüber aber selbst insolvent. Die größten Kosten, das haben die Ökonomen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff in ihrem Buch *Dieses Mal ist*

*alles anders* gezeigt, entstehen dabei nicht durch die Pleiten der Banken und Staaten, sondern durch die folgende Rezession. Dann geht nämlich die Beschäftigung zurück, werden die Sozialsysteme belastet und brechen die Steuereinnahmen ein.

Wie die EZB-Zinspolitik für die Staaten Europas ausgeht, hängt von zweierlei ab: Zum einen ist entscheidend, dass das billige Geld nicht Spekulationsblasen aufpumpt, sondern die Produktion belebt. Sonst geraten die Banken in Schwierigkeiten und damit auch die sie rettenden Staaten. Zum anderen dürfen vor allem die Staaten Südeuropas die niedrigen Zinsen nicht dazu nutzen, sich zu überschulden. Das billige Geld kauft ihnen nur Zeit, um ihre Haushalte in Ordnung zu bringen und ihre Wirtschaft aus der Stagnation zu befreien. (Auch Deutschland profitiert. Finanzminister Wolfgang Schäuble kann wegen der niedrigen Zinsen für 2015 mit dem ersten Haushalt ohne Neuverschuldung seit 45 Jahren planen.)

Irgendwann wird die EZB den Preis des Geldes aber wieder erhöhen müssen, um Inflation und Blasenbildung an den Aktien- und Immobilienmärkten zu verhindern. Wenn die Staaten die Zeit bis dahin nicht nutzen, um sich zu reformieren und ihre Wirtschaft in Gang zu bringen, werden die Kreditgeber ihnen irgendwann nicht mehr glauben, dass sie das Geld zurückzahlen können – und wegen des höheren Risikos höhere Zinsen verlangen. Die Konsequenz? Genau, ein neues Staatsschuldenproblem, das schnell zum Bankenproblem werden kann.

Fazit: Auch dieses Mal kauft Mario Draghi den Staaten Zeit. Ihre Probleme lösen kann er aber nicht. Das müssen die Regierungen und Parlamente selbst erledigen – und die für ihr Land richtige Mischung finden aus investieren und sparen.

## **Wie wirkt sich die Zinssenkung auf Unternehmen aus?**

### **... für Unternehmen?**

Deutsche Unternehmen leben im Draghi-Schlaraffenland. Die hiesige Wirtschaft genießt ein Dauerhoch der Konjunktur, und normalerweise beschreibt die Zinskurve für ihre Finanzierung dann eine steile Aufwärtsbewegung. Allein, heute tut sie eher das Gegenteil.

Das gilt für Bankkredite genauso wie für Anleihen, und am Ende gilt es auch für die Finanzierung über neue Aktien, für die Investoren mehr bezahlen als in anderen Phasen. Denn entweder legen diese Geldgeber eigene Mittel an, mit denen sie sonst wenig anzufangen wissen, oder sie leihen sich ihrerseits günstig Geld von der Bank dafür. Auf alle Fälle können die Unternehmen von billigem Kapital profitieren.

Anzeige

Nun kommt verstärkt das Argument auf, die Unternehmen seien schuld, dass Mario Draghi die Zinsen senkt und senkt. Schließlich investierten sie nicht genug, obwohl das Kapital so billig sei. Doch die Dinge sind verwobener, als es diese einfache Schuldzuweisung nahelegt. Was sagt denn der EZB-Präsident mit seinen drastischen Maßnahmen? Er sagt, dass die Krise noch lange nicht vorüber ist und das Wachstum in großen Teilen Europas weiter auf sich warten lässt. Daher ja die Notoperationen. Aber warum sollten Unternehmen angesichts

dieses Signals von oberster Stelle, das sogar auf die Gefahr einer Deflation hinweist, kräftig investieren? Es ist also keineswegs ausgemacht, wer hier wen in die Zwickmühle bringt.

Schwerer als die deutschen haben es viele Unternehmen in den Krisenländern. Während die dortigen Konzerne auf den internationalen Märkten für Unternehmensanleihen frisches Kapital aufnehmen können, sind viele kleinere und jüngere Firmen auf Bankkredite angewiesen. Und die sind am Mittelmeer deutlich teurer als in Deutschland.

Ist in Ordnung, sagt der gläubige Marktwirtschaftler, den höheren Zinsen stehen auch höhere Risiken gegenüber. Die Gefahr, dass die Firmen zahlungsunfähig werden, ist in Krisenländern einfach größer.

Ist nicht in Ordnung, sagen die Zentralbanker um Mario Draghi. Für sie ist der große Zinsunterschied ein Wettbewerbsnachteil für die Südeuropäer, der die Gesundung Europas behindert. Deshalb wollen sie nun den Banken Hunderte Milliarden von Euro zur Verfügung stellen, die sie an innovative Firmen verleihen sollen und nicht einfach bei der Zentralbank parken dürfen (was zusätzlich unter einen Strafzins gestellt wird).

Kann auf diese Weise der Wirtschaftskreislauf im Süden beschleunigt werden? Schwer zu sagen. Niemand weiß, welche Kredite die Banken auch ohne diese Hilfe vergeben würden – und welche der neuen Kredite keine Innovationen finanzieren, sondern spekulative oder ruinöse Projekte. In jedem Fall können sich so manche Unternehmen im Süden durch diese gezielte Subvention billiger finanzieren.

Das macht sie zu kaufkräftigeren Abnehmern für deutsche Exporte – und zu stärkeren Konkurrenten für deutsche Firmen.

*Uwe Jean Heuser*