

Burghof, Hans-Peter et al.

Article

Negativzinsen bei Geschäftsbanken: Welche Effekte sind zu erwarten?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Burghof, Hans-Peter et al. (2015) : Negativzinsen bei Geschäftsbanken: Welche Effekte sind zu erwarten?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 68, Iss. 02, pp. 5-25

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/165539>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Die Europäische Zentralbank erhebt seit Mitte 2014 Negativzinsen für Bankeinlagen. Seit Herbst letzten Jahres wird diese Entwicklung von einigen Banken an Privatanleger (mit sehr hohen Gesamteinlagen) weitergegeben. Welche Auswirkungen sind von den Negativzinsen zu erwarten?

Minuszins – der unmögliche Zins

Anlageüberhang, Deflation und die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank kombinieren sich zu einer Situation, in der viele Banken für Einlagen ihrer Kunden einen negativen Zins fordern müssten. Die Benchmark-Zinsen des Kapitalmarkts bewegen sich um den Gefrierpunkt. Kreditinstitute sollten aber in ihrem Einlagengeschäft auch eine Marge verdienen, um ihre Verwaltungskosten zu decken. Und der ein oder andere wird ihnen sogar noch eine kleine Gewinnmarge zubilligen wollen. Daher müssten sie ihren Einlegern gegenwärtig eigentlich Zinssätze irgendwo zwischen $-0,5\%$ und -1% anbieten und sich damit für die Aufbewahrung des Geldes bezahlen lassen. Einige Institute sind diesen Weg auch schon für große Einlagensummen und im Geschäft mit den Anlagen von Unternehmen gegangen. Für die kleineren Beträge der »Normalsparer« wird dieser Schritt noch nicht vollzogen, obwohl diese in der Summe bei vielen deutschen Kreditinstituten einen wesentlichen Anteil an ihrer Refinanzierung ausmachen. Diese Einlagen werden zu einem Verlustgeschäft, das ein Kreditinstitut auf längere Frist nicht aufrechterhalten sollte. Also müssten alle Kreditinstitute zügig ihre Zinsen den Marktbedingungen anpassen.

Warum tun sich die Kreditinstitute mit diesem Schritt so schwer? Da ist zunächst einmal die Enttäuschung der Erwartungen der Menschen, die sparen. Eigentlich sollte die Bank und nicht der Einleger einen Preis für die Überlassung des Geldes zahlen. Die Bank ist ein Finanzintermediär, was an dieser Stelle bedeutet, dass sie das Geld der Kunden für diese ertragsbringend anlegen sollte. Der Einleger müsste also durch die Einlage bei der Bank reicher werden. Dies ist aber tat-

sächlich in Deutschland schon lange nicht mehr der Fall. Die Zinsen für Kundeneinlagen liegen seit einigen Jahren meist deutlich unter der Inflationsrate. Wer spart, kann von dem Ersparten nicht mehr, sondern weniger konsumieren als im Augenblick des Ansparens. Diese Situation hat sich in den letzten Monaten durch die niedrige Inflationsrate sogar etwas verbessert.

Sparer zahlen also schon seit einigen Jahren für die Geldaufbewahrung einen nicht unerheblichen Preis. Das relativ zur Inflationsrate niedrige Zinsniveau der EZB wirkt hier wie eine Steuer auf das Sparervermögen, der gerade Kleinsparer kaum entkommen können. Profiteure des Niedrigzinses sind zunächst die Staaten, und dies umso mehr, je mehr sie sich verschuldet haben. Und es profitieren Großbanken, die sich zu diesen niedrigen Zinsen am Kapitalmarkt refinanzieren können. Man erlebt dies auch in Kombination, wenn sich die Banken billig Geld beschaffen, um dann an der etwas höher verzinslichen Staatsschuld der Krisenländer eine Marge verdienen. Unter Ökonomen ist umstritten, ob die EZB für dieses niedrige Zinsniveau vor allem auch bei langfristigen Anlagen verantwortlich ist. Die Umverteilungswirkung und damit die Besteuerungswirkung sind aber nicht zu verleugnen. Hier zahlt der Kleinsparer, während die Verantwortlichen der Banken- und Staatsschuldenkrise profitieren.

Am Rande sei angemerkt, dass Kleinsparer in Frankreich und Italien von dieser Steuer teilweise ausgenommen sind. Hier gibt es umfangreiche staatliche Programme zur Sparförderung mit einem garantierten Zins oberhalb der Inflationsrate, so in Frankreich gegenwärtig 1% auf eine maximale Anlagesumme von 22 950 Euro, und dies steuerfrei. Auch bei diesem niedrigen Zins ist dies ein Geschenk von mehreren hundert Euro im Jahr, welches sich kaum jemand entgehen lässt. Auch in anderen Ländern för-



Hans-Peter Burghof*

* Prof. Dr. Hans-Peter Burghof ist Inhaber des Lehrstuhls für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der Universität Hohenheim.

dert der Staat das Sparen, aber meist mit längeren Kapitalbindungsfristen.

Durch einen Negativzins würde sich für die übrigen Sparer Europas nur insoweit etwas ändern, als ihnen ihr Verlust nun ganz augenscheinlich gemacht wird. Zum Zeitpunkt ihrer Geldanlage kennen die Sparer die Inflationsrate über ihren Anlagezeithorizont noch nicht, und die meisten machen sich vielleicht auch kaum Gedanken darüber. Wenn man ihnen allerdings ein Sparprodukt verkaufen würde, bei dem sie von vorneherein draufzahlen, kann dies nur Verärgerung auslösen. Und dies gilt wahrscheinlich selbst dann, wenn die Inflationsrate so negativ würde, dass die Sparer auch bei negativem Nominalzins ihrer Anlage einen positiven Realzins verdienen.

Aus Bankensicht ist damit das erste Argument gegen einen Negativzins der Psychologie und dem Wettbewerb geschuldet. Wer auch immer diesen als erster einführt, muss mit einem unmittelbaren Verlust von Marktanteilen rechnen. In diesem Konflikt zwischen Vertrieb und Controlling siegt zumindest gegenwärtig noch die Marktsicht. Allerdings muss sich jeder Vorstand einer Einlagenbank die Frage stellen, wie lang man diese Politik durchhalten kann. Während im Sommer des vergangenen Jahres gelegentlich die Erwartung geäußert wurde, dass die Zinsen in absehbarer Frist wieder steigen werden, ist davon gegenwärtig nichts zu sehen. Manche Marktbeobachter erwarten nun Mini- bis Negativzinsen für die nächsten 15 Jahre oder noch länger. Seitens der Banken werden dagegen sehr viel kürzere Zeithorizonte genannt, über die hinweg man die Probleme aussitzen könne. Damit ist die Strategie des Abwartens obsolet.

Einige Institute in Deutschland haben aber auch noch ein ganz anderes Problem mit Minuszinsen. Sparkassen und genossenschaftliche Kreditinstitute sind durch Gesetz oder Satzung verpflichtet, Einlagen zinstragend entgegenzunehmen. Manchmal finden sich auch vagare Formulierungen wie die, man müsse den Spargedanken durch Annahme von Einlagen fördern, was aber auch mit einem Negativzins kaum kompatibel sein dürfte. In aller Deutlichkeit formuliert das bayerische Sparkassengesetz in Artikel 2, dass »[d]ie Sparkassen [...] der Bevölkerung Gelegenheit zur sicheren und verzinslichen Anlage von Ersparnissen und anderen Geldern zu geben« haben. Dies führt dann auf merkwürdige Debatten wie die, ob dies denn für alle Sparprodukte eines Instituts gelten müsse, oder ob ein Zins von 0,001% noch »verzinslich« oder schlicht 0 sei. Ein Negativzins wäre in diesem Fall aber ein klarer Gesetzesverstoß. Die Marktsituation erzeugt einen großen Druck, das Gesetz zum Beispiel durch die Erhebung von Gebühren zu unterlaufen. Damit handelten sich die Institute aber erhebliche Rechtsrisiken ein. Findige Anwälte könnten einen solchen Tatbestand aufgreifen und die Rückzahlung der so motivierten Gebühren fordern, und vor Gericht haben Banken im aktuellen gesellschaftlichen Klima oft schlechte Karten.

Gesetze und Satzungen kann man ändern, und manchmal muss man es sogar, wenn die durch das Gesetz oder die Satzung erzeugte Situation unhaltbar wird. Es stellt sich aber die Frage, ob die jeweilige gesetzliche bzw. satzungsrechtliche Regelung nur aufgrund mangelnder Voraussicht oder mit einem guten Grund existiert. Für eine solche Regelung lassen sich zunächst sozial- und gesellschaftspolitische Gründe anführen. Das Sparkassenbuch etwa wurde auch geschaffen, um schutzlose Witwen und Waisen vor der Ausplünderung durch gierige Mitmenschen zu bewahren. Müsste man in finanziellen Dingen schutzbedürftige Bürger nicht genauso vor der Ausplünderung durch die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank schützen, der findige Großinvestoren eher etwas entgegenzusetzen haben?

Man kann diesen Gedanken weiterspinnen: Erlaubt ein positiver Realzins auf Bankeinlagen nicht auch der großen Mehrheit der Bürger am wirtschaftlichen Fortschritt teilzuhaben? Dann wäre ein positiver Realzins sowohl im Interesse des sozialen Ausgleiches als auch der Angleichung der Interessen und damit ein Beitrag zur gesellschaftlichen Kohärenz und Effizienz unseres Gemeinwesens. Niedrigzinspolitik und Anlageüberhang auf den Finanzmärkten sind aus dieser Perspektive ein Kombination von Staats- und Marktversagen, die eine Subventionierung des Sparens etwa nach französischem oder italienischem Modell rechtfertigen könnte. Es erscheint allerdings zweifelhaft, ob man beim gegenwärtigen Schuldenstand vieler europäischer Länder weitere Subventionsleistungen einfordern sollte, und Subventionen überdauern leider, wie gerade das französische und italienische Beispiel zeigen, in aller Regel den Anlass und werden zur dauerhaften Last für den Staatshaushalt. Damit läge der Ball im Spielfeld der Zentralbank, die über eine entsprechende Geldpolitik für eine ausreichende Knappheit des Anlagekapitals sorgen müsste. Gegenwärtig, so ist festzuhalten, zahlen wir für den negativen Realzins einen hohen gesellschaftspolitischen Preis, auch wenn sich dieser jeder Quantifizierung entzieht.

Dieser Sachstand ist jedoch schon älter und würde durch einen negativen Nominalzins eigentlich nicht berührt. Aber hier gilt ebenfalls das psychologische Argument: Hatte man als Kleinsparer schon zuvor den Verdacht, benachteiligt zu werden, bekommt man es nun schwarz auf weiß. Dass auch Unternehmen und Großinvestoren dem niedrigen Marktzens nicht entgehen können, tröstet da nur wenig: Der Kleinsparer wird – ob nun zu Recht oder Unrecht – vermuten, dass diese mehr Möglichkeiten haben, durch eine global angelegte Anlagepolitik, bessere Diversifikation und den Zugang zu alternativen Asset-Klassen dennoch ansehnliche Renditen zu erzielen.

Instrumente zur Verbesserung der Situation wären dann eine Aufklärung über die richtige Geldanlage sowie den Unterschied zwischen Nominal- und Realzins und die Gründe

für das niedrige Zinsniveau. Viel reicher werden Kleinsparer dadurch vermutlich nicht, aber sie wissen dann wenigstens warum.

Es gibt ein weiteres Argument gegen negative Zinsen, dem man mit Aufklärung nicht begegnen kann: In unserer gegenwärtigen Geldordnung lässt sich Buchgeld jederzeit in Bargeld umwandeln. Zumindest bei einem moderaten negativen Zins sollte dies keine Auswirkung haben. Die Kosten der Bargeldhaltung sind so hoch, dass sich der Abzug der Einlagen eigentlich nicht lohnt. Dabei sind die Schwellenwerte für den Zins, ab dem Investoren reagieren, aber sehr unterschiedlich. Wer über ein kleines Vermögen verfügt, könnte versucht sein, das Diebstahlrisiko zu ignorieren und das Geld zu Hause zu verstecken. Wer schon über ein Bankschließfach verfügt, dem fällt es leichter, sein Vermögen im gleichen Bankinstitut einfach umzuparken. Findige Großinvestoren schließlich werden verstärkt nach Möglichkeiten suchen, die Kosten der Bargeldhaltung zu verringern. Effizient ist das alles nicht. Im Extremfall würde Deutschland zu einem Paradies der Diebe, da es sich nun richtig lohnt, Häuser auszurauben oder die Schließfächeranlagen von Banken zu plündern.

Vor allem aber kann es durch den Abzug der Bankeinlagen zu einem zunächst nur schleichenden Run auf die Liquidität der Banken kommen, dessen Verlauf man kaum vorhersehen kann. Dieser Run wäre auch deshalb so gefährlich, weil das angesprochene Phänomen zur gleichen Zeit einen großen Anteil der Kreditinstitute betrafte. Beobachten die Einleger einer Bank die Illiquidität einer anderen Bank aufgrund eines verstärkten Einlageabzugs, könnten sie vermuten, dass ihre eigene Bank ebenso betroffen ist, und ihre Einlagen vorsorglich abziehen. Da ihre eigene Bank nicht einmal mehr Zinsen zahlt, würden die Einleger für dieses Verhalten sogar noch belohnt. Der resultierende Run auf das gesamte Bankensystem wäre äußerst gefährlich und müsste vom Staat mit geeigneten Maßnahmen gestoppt werden. Damit erleben wir eine Wiederholung der Ereignisse vom Herbst 2008. Es erscheint daher sehr sinnvoll, dass die Einlageinstitute dieses Risiko nicht eingehen und den Zins bei 0% halten.

Die Niedrigzinspolitik ab 2008 sollte gerade das Bankensystem mit der in der Finanzkrise dringend benötigten Liquidität versorgen. Für diesen Zweck senkte die EZB den Leitzins mit Beginn der Krise in raschen Schritten von einem Niveau um die 4% auf 1%. Zumindest die Banken, die über ausreichende Sicherheiten für Zentralbankkredite verfügten, konnten so zu minimalen Kosten liquide bleiben. Und die Zentralbank senkte die Anforderungen an Sicherheiten derart ab, dass die Maßnahme recht undifferenziert eine breite Wirkung entfaltete. Das heißt, auch Kreditinstitute von eher zweifelhafter Bonität wurden von der Zentralbank zu denkbar günstigen Konditionen refinanziert. Dieses rabiate Vorgehen war

durch einen drohenden Run auf die Bankensysteme in Europa gerechtfertigt. Das heutige Zinsniveau ist aber mindestens ebenso der Staatsschuldenkrise geschuldet und liegt noch einmal niedriger bei 0%.

Diese europäische Zinspolitik wirkt sich asymmetrisch auf die Kreditinstitute aus. Großbanken, die sich überwiegend am Kapitalmarkt refinanzieren, werden durch die günstigen Konditionen der Refinanzierung begünstigt. Die gilt umso mehr, wenn sie noch über viele langfristige und höherverzinsliche Anlagen verfügen und eine kräftige Fristentransformation betreiben. Die meist eher kleineren Einlageinstitute zahlen den Preis dafür, weil sie ihren Refinanzierungszins nicht unter ein bestimmtes Niveau drücken können. Sie befinden sich auf mittlere Frist in einem Dilemma, aus dem es außer über eine sehr allmähliche Zinserhöhung keinen brauchbaren Ausweg gibt.

Die Auswirkungen auf das Bankensystem könnten äußerst unerfreulich ausfallen. Gerade die Institute, die systemische Risiken erzeugen, werden subventioniert, während andere Institute, die zumindest in der vergangenen Finanzkrise keine Schwierigkeiten gemacht hatten, möglicherweise aus dem Markt ausscheiden müssen. Insgesamt könnte die klassische Finanzintermediation durch Banken noch mehr an Gewicht gegenüber der Kapitalmarktfinanzierung verlieren.

Es ist wert, darauf hinzuweisen, dass dies kein Signal für eine fundamentale Schwäche des Geschäftsmodells der Einlageinstitute ist. Sie leiden unter den Nebenwirkungen einer staatlichen Politik zur Rettung anderer Institute, deren Geschäftsmodell die eigentliche Gefährdung darstellt. Die EZB kommt damit in die schwierige Lage, zwischen den Interessen unterschiedlicher Institutstypen abwägen zu müssen. Dabei lassen sich die beiden Funktionen dieser Institution als Zentralbank und Bankenaufseher kaum voneinander separieren. Die Probleme, die die Geldpolitik erzeugte, müssten die Aufseher in der EZB ausbaden. Dabei wird sich die EZB wahrscheinlich eher auf die Seite der Großinstitute stellen, zumal sie damit auch ihrem wichtigsten Stakeholder, den hoch verschuldeten Staaten Europas, zu Diensten ist.

Deutschland hat ein elementares Interesse daran, die Struktur seines Bankensystems zu bewahren. Regionalität und Dezentralität der Kreditwirtschaft spiegeln und fördern die Struktur der mittelständisch geprägten Wirtschaft. In vielen Fragen ist es denn auch den Vertretern Deutschlands in den europäischen Institutionen gelungen, eine Berücksichtigung der Besonderheiten des deutschen Bankensystems durchzusetzen. Diese Sonderregeln sind nicht beliebt und werden oftmals als eine Privilegierung empfunden. In der vorliegenden Frage wird es aber noch schwieriger werden, deutsche Interessen zu wahren. Argumente der Geldpolitik verbinden sich mit einer klaren Interessenlage der europäischen Entscheider an einer Fortsetzung der extremen Nied-

rigzinspolitik. So bleibt einem großen Teil der deutschen Kreditwirtschaft nur übrig, sich bestmöglich, d.h. durch eine im gegebenen Rahmen möglichst weitgehende Anpassung der Konditionen an die Marktbedingungen, gegen die Kälte einer langen Niedrigzinsphase zu wappnen. Diese Institute werden nach Signalen für eine Erholung der Zinsen Ausschau halten wie nach den ersten Schwalben des nahenden Frühlings.



Max Otte*

Negativzinsen: Der Marsch in den Kontrollstaat

Seit Mitte 2014 erhebt die Europäische Zentralbank Negativzinsen für Bankeinlagen. Mit etwas Verspätung ist diese Entwicklung auch bei den Sparern angekommen. Ende Oktober 2014 forderte die Skatbank als erste Bank Strafzinsen auch für Private – zumindest bei größeren Kundeneinlagen.

Die Geldflut der Notenbanken, die seit 2008, eigentlich aber seit dem Oktober-Crash von 1987, immer stärker geworden ist, ist eine der wenigen wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die den westlichen Industrienationen noch zur Verfügung stehen. Die Steuerpolitik kennt zum Beispiel im Rahmen eines globalen Steuerwettbewerbs nur noch eine Richtung – die des Steuerdumpings; regionale oder sogar europäische Industrie- und Ordnungspolitik ist durch Wettbewerbsklagen im Ansatz verhindert. Es bleibt das Instrument der Geldschwemme.

Das primäre Ziel der niedrigen Zinsen war eine erhöhte Investitionstätigkeit. Manch ein politischer Entscheidungsträger mag zudem die deutlich niedrigeren Finanzierungskosten für die weiter wachsenden Staatsschulden nicht ungern gesehen haben. Im Jahr 6 der Geldflut muss festgestellt werden, dass eine Erhöhung der Anlageinvestitionen in den Industriestaaten weitgehend ausgeblieben ist, dass also das unbeschränkt verfügbare Instrument des billigen Geldes einen Großteil der gewünschten Effekte nicht erzielt hat.

Als ich in den 1980er Jahren Volkswirtschaftslehre studierte, war es noch üblich, die potenzielle Wirkung wirtschaftspolitischer Maßnahmen in ihrer gesamten Breite abzuschätzen, bevor man in die tiefergehende theoretische und empirische Analyse einzelner Fragen einstieg. Heute ist der Weg oft der umgekehrte, und die kritische Würdigung der Gesamtsituation bleibt auf der Strecke. Genau eine solche kritische Würdigung soll hier in Bezug auf die Geldflut und die Negativzinsen versucht werden.

* Prof. Dr. Max Otte ist Professor für quantitative und qualitative Unternehmensanalyse an der Karl-Franzens-Universität Graz.

Dazu ist es hilfreich, die Effekte des billigen Geldes (Negativzinsen für Geschäftsbanken und Privatkunden sind nur der konsequente Endpunkt dieser Geldflut) anhand ihrer jeweiligen konjunktur-, verteilungs- und allokatonspolitischen Effekte sowie der ordnungspolitischen Auswirkungen auf die Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung zu gliedern.

1. *Konjunkturelle Auswirkungen:* Es war sicherlich beabsichtigt durch niedrige Zinsen die Konjunktur in Form von Investitionen und Konsum zu stimulieren. Nach mehr als einem halben Jahrzehnt Niedrigzinsen lässt sich konstatieren, dass zwar der Totalabsturz der Weltwirtschaft in den Jahren 2008 bis 2009 vermieden wurde, konjunkturelle Impulse aber vor allem durch Konsum und weniger durch Investitionen gesetzt wurden. In den Industrienationen bestimmen eher Desinvestitionen das Bild, beim Bankensektor findet Deleveraging statt, was beides negative konjunkturelle Impulse setzt.
2. *Verteilungspolitische Auswirkungen:* Die Niedrigzinsen bzw. die Strafzinsen haben eine Vielzahl von verteilungspolitischen Effekten, auf den Ebenen Sparer und Investor, Gläubiger und Schuldner sowie Private und Profis bewirkt.
 - 2.1 *Sparer und Investor:* Es versteht sich von selbst, dass klassische Sparer die Verlierer der Strafzinsen sind. Bei 1,9 Billionen Euro Sparvermögen der Deutschen und 0,2% Strafzinsen betrüge der jährliche Verlust der deutschen Sparerinnen und Sparer ca. 3,8 Mrd. Euro. Private Investoren, die ihr Vermögen vor allem in Aktien und Immobilien halten, werden hingegen durch die niedrigen Zinsen tendenziell begünstigt. Auch Lebensversicherer sind hier als »Sparer« zu sehen, da das Vermögen zum größten Teil in Anleihen gebunden ist. Es ist ein pikantes Detail, dass die Sparer vor allem in Deutschland, Mitteleuropa, Japan und China sitzen, während in den USA, England und anderen Ländern Private über deutlich weniger Sparvermögen verfügen und stattdessen in Fondssparpläne investieren.
 - 2.2 *Gläubiger und Schuldner:* Dass das Niedrig- oder Negativzinsniveau tendenziell Schuldner begünstigt und Gläubiger bestraft, ist offensichtlich. Da die Staaten fast überall die größten Schuldner sind und diese Schulden von privaten gehalten werden, wird natürlich auch vom privaten auf den öffentlichen Sektor umverteilt.
 - 2.3 *Private und Profis:* Allerdings sind auch höchst unterschiedliche Entwicklungen bei Privaten und Profis zu beobachten. Die Märkte entfernen sich immer weiter von relativ transparenten, einheitlichen Zinsniveaus. Als klassische Sparer oder Anleger werden Private und Profis gleich behandelt. Für Gläubiger werden die Unterschiede immer größer. Konsumentenkredite weisen ein höchst unterschiedliches Zinspektrum auf. Kleinere mittelständische Unterneh-

men und Handwerker zahlen relativ hohe Risikoaufschläge – wenn sie überhaupt Kredite erhalten. Größere, kapitalmarktfähige Unternehmen kommen in den Genuss der Niedrigzinsen. Es entsteht also das Paradox, dass gerade die Unternehmen, die am ehesten auf niedrige Zinsen angewiesen sind, am wenigsten davon profitieren. Mittelstandspolitik sieht anders aus. Reiche und Superreiche und ihre Family Offices kommen in den Genuss der Konditionen für Profis und können billig Immobilien kaufen oder sich an Private-Equity-Modellen beteiligen. Verteilungspolitik sieht anders aus.

In Summe begünstigt das Niedrigzinsumfeld sicher Entstehung und Vermehrung großer Vermögen und behindert eher die Vermögensbildung bei breiten Bevölkerungsschichten. Der öffentliche Sektor ist ebenfalls Gewinner dieser Politik.

3. *Allokations-, sektor- und wachstumspolitische Auswirkungen:* Verteilungs- und allokatonspolitische Wirkungen überschneiden sich in vielerlei Hinsicht. Dennoch seien hier einige sektorspezifische Wirkungen und ihre wachstumspolitischen Implikationen skizziert, insbesondere in Bezug auf staatlichen und privaten Sektor, klassischen Bankensektor und Investmentbanken, Hedgefonds oder Private-Equity-Fonds sowie solide finanzierten und hoch verschuldeten Unternehmen.

Staatlicher und privater Sektor: Niedrigzinsen begünstigen den staatlichen Sektor als größten Schuldner. Etwas ist sicher dran an der Tatsache, dass exzessive Staatsverschuldung das Wachstum hemmt, auch wenn den bekanntesten Befürwortern dieser These, Kenneth Rogoff und Carmen Reinhart (2010), Rechenfehler nachgewiesen wurden. Insofern also Staatsverschuldung Wachstum hemmt, entsteht ein negativer Wachstumsimpuls. Geht man gleichzeitig davon aus, dass öffentliche Güter und Investitionen in einem bestimmten Umfang für das Wachstum von Volkswirtschaften notwendig sind, so stehen bei zunehmendem Steuerwettbewerb an Ende immer weniger öffentliche Investitionen, und ein immer größerer Teil des Staatshaushaltes fließt trotz niedriger Zinsen in den Schuldendienst.

 - 3.1 *Klassischer Bankensektor und Investmentbanken, Hedgefonds oder Private-Equity-Gesellschaften:* Zu den größten Verlierern der Niedrigzinspolitik gehören die klassischen Banken. Sowohl auf ihr Kreditportfolio als auch auf ihre eigenen Geldanlagen erhalten sie keine ausreichende Rendite mehr. In Deutschland konnte das in den Sparkassen und genossenschaftlichen Sektoren bislang noch durch Kursgewinne auf das Anleiheportfolio ausgeglichen werden. Dies ist nun bald vorbei – es bahnt sich eine potenzielle Krise bei Genossenschaftsbanken

und Sparkassen an, den »guten« Banken, welche die Finanzkrise nicht verursacht haben. Zudem wandern immer mehr Sparer in andere Anlageformen ab.

Investmentbanken, private-Equity-Gesellschaften und Hedgefonds hingegen können von billigem Leverage profitieren und immer riskantere Geschäfte betreiben. In den USA befinden sich kreditfinanzierte Aktienkäufe und auch Kreditverbriefungen – die nach 2008 gegen null gegangen waren – wieder auf Vorkrisenniveau.

Darin spiegelt sich auch ein internationaler Systemkonflikt zwischen bankenorientierten Wirtschaftssystemen (Deutschland, Mitteleuropa, Japan und China) sowie börsenorientierten Wirtschaftssystemen (USA, England) wider. Die börsenorientierten Systeme sind in der Regel die Systeme mit weniger Risikoaversion. Ob dies allerdings wachstumspolitisch unbedingt von Vorteil ist, sei dahingestellt. Die Wirtschaft Deutschlands war um 1900 mit einem klassischen, dezentralen, mittelstandsorientierten Wirtschaftssystem die innovativste und wachstumsstärkste große Volkswirtschaft. Zu Zeiten der Sozialen Marktwirtschaft zwischen ungefähr 1949 und 1999 galt dies in etwas abgeschwächter Form weiter (vgl. Otte 2010).

Mittlerweile gibt es seitens europäischer Politiker (z.B. Jean-Claude Juncker) offene Aussagen, die »Fragmentierung des europäischen Bankensystems« zu überwinden. Dies trifft überproportional Deutschland. Genossenschaftsbanken und Sparkassen sind in vielerlei Hinsicht die Leidtragenden: Für regionale und kleinere Kredite muss dieselbe Compliance betrieben werden wie für Großkredite, was Mittelstandskredite zunehmend erschwert. Sparerinnen und Sparer erhalten keine Erträge mehr; viele Banken sind in niedrig verzinsliche langfristige Anlagen gegangen, um wenigstens noch etwas Rendite zu erhalten. Hier bahnt sich die nächste Krise an.

- 3.2 *Solide finanzierte und hoch verschuldete Unternehmen:* Das Niedrigzinsumfeld begünstigt Aktienrückkäufe gegen Kredit, was vor allem von U.S.-amerikanischen Unternehmen betrieben wird. Damit können diese Unternehmen ihre Bewertungen in die Höhe treiben, ohne echte Investitionen zu tätigen oder Gewinnsteigerungen zu erzielen. Dies wiederum erleichtert die Übernahme europäischer durch U.S.-amerikanische Unternehmen.

Das Niedrigzinsumfeld ist Teil einer tiefgreifenden Transformation Europas von einem bankbasierten zu einem kapitalmarktbasieren Wirtschaftssystem. Beide Systeme haben sehr unterschiedliche Charakteristika und können funktionieren, wenn auch der Verfasser deutliche Präferenzen für das mittelstandsorientierte dezentrale Banken-

system Deutschlands hat. In der Transformationsphase entstehen aber massive Vorteile für denjenigen, in dessen Richtung das System verändert wird (und der, wie in diesem Fall, noch dazu zum größten Teil die Regeln macht) – dem angelsächsischen kapitalmarktbasieren System. Aktuell investieren europäische Großkonzerne zunehmend in den USA, was eine weitere Verringerung des Wachstums in Europa zur Folge hat. Dies ist eigentlich ein Paradox, denn Europa und insbesondere Deutschland gehören zu den größten Produzenten von Sparkapital auf der ganzen Welt.

4. *Weitergehende ordnungs- und gesellschaftspolitische Implikationen:* Die ökonomischen Auswirkungen der Geldflut und damit auch der negativen Zinsen stellen sich nach den obigen Überlegungen nicht besonders positiv dar. Doch weil die Geldpolitik und damit auch Negativzinsen das einzige unbegrenzt zur Verfügung stehende Politikinstrument zu sein scheint, nutzen es Staaten und Notenbanken in immer größerem Ausmaß.

Neben einer Transformation zu immer größeren Einheiten in der Finanzbranche und im Bankwesen, der Begünstigung der Entstehung und Erhaltung von sehr großen Vermögen auf Kosten des Mittelstandes, der Substitution echter ökonomischer Verantwortung durch Kontrolle, Compliance und Kriminalisierung ökonomischen Fehlverhaltens, für das der Verursacher finanziell haften sollte, der schleichenden Zerstörung des Mittelstandes, hat das Niedrigzinsumfeld aber noch eine alles überschattende Komponente: die mittlerweile offen geforderte Abschaffung und Marginalisierung des Bargelds.¹

Planwirtschaft kann nur – einigermaßen – in einem Kontrollstaat funktionieren. Die niedrigen Zinsen sind ein gewollter massiver Markteingriff, weil unseren Regierungen ordnungs-, industrie- und steuerpolitische Maßnahmen offensichtlich nicht mehr zur Verfügung stehen. Bei zunehmender Marginalisierung des Bargelds sowie Datentransparenz von Konten und Bürgern lässt sich die Planwirtschaft im neuen sanften Überwachungsstaat sogar ziemlich weit treiben. Dies ist die größte Gefahr des Niedrigzinsumfeldes.

Literatur

Otte, M. (2010), »Finanzplatz Deutschland« versus deutsches Bankensystem – Zwei politökonomische Perspektiven für die Zukunft«, in: F. Keuper und D. Puchta (Hrsg.), *Deutschland 20 Jahre nach dem Mauerfall – Rückblick und Ausblick*, Gabler, Wiesbaden, 179–205.

Reinhart, C. und K. Rogoff (2010), »Growth in a Time of Debt«, *NBER Working Paper* 15639, online verfügbar unter: <http://www.nber.org/papers/w15639>.

¹ So U.S.-Ökonom Kenneth Rogoff auf einer Veranstaltung des ifo Instituts am 17. November 2014, zitiert nach: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/meine-finanzen/geld-ausgeben/nachrichten/oekonom-rogoff-will-bargeld-abschaffen-13274912.html>.



Tobias Tröger*

Negative Zinsen auf Einlagen – juristische Hindernisse und ihre wettbewerbspolitischen Auswirkungen

Niedrigzinsumfeld und Einlagengeschäft

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld, das mit einer aus Rezessionsängsten gespeisten Investitions- und Konsumzurückhaltung unternehmerischer und privater Kunden zusammentrifft, erschwert den Banken, im einlagenfinanzierten Kreditgeschäft profitabel zu wirtschaften. Die mit den Kundengeldern zur Verfügung gestellte Liquidität kann keiner renditeträchtigen Nachfrage zugeführt werden. Die traditionelle Kreditintermediation durch die liquiditäts- und fristentransformierende Bank wird vom Finanzmarkt nicht im Umfang der angebotenen Kundengelder benötigt. Hinzu kommt in jüngster Zeit der Strafzins auf Liquiditätsüberschüsse, die im Rahmen der Einlagenfazilität des Eurosystems über Nacht bei den nationalen Zentralbanken der Eurozone deponiert werden.¹

Vor diesem Hintergrund stellt es eine wirtschaftlich vernünftige Reaktion dar, dass Banken einerseits die ihnen als (Sicht-)Einlage angebotene Liquidität durch unattraktive Konditionen verringern und in andere Finanzinstrumente kanalisieren wollen. Dabei sollen aber andererseits die existierenden Kundenbeziehungen nicht gekappt werden. Vielmehr geht es auch darum, das Bedürfnis der Klientel nach sicherer Verwahrung ihrer Gelder zukünftig gegen Entgelt zu befriedigen. Letzteres geschieht in der heutigen Zeit vor allem dadurch, dass der Zugang zu den Einlagensicherungssystemen eröffnet wird.

Die verknüpften Anliegen lassen sich durch negative Einlagenzinsen verfolgen. Einer solchen Strategie stehen aber aus

juristischer Sicht Hindernisse entgegen, soweit der beschriebene Paradigmenwechsel auch im Rahmen existierender Kundenbeziehungen einseitig vorgenommen werden soll. Die rechtlichen Hürden sind weder Ausdruck einer realitätsfernen Haarspalterei noch eines verbraucherschützenden Furors. Vielmehr ermöglichen sie privaten und gewerblichen Bankkunden, im Zeitpunkt der angestrebten Zinsanpassung bewusst über die Verwendung ihrer liquiden Mittel zu entscheiden. Hierdurch wird v.a. der wünschenswerte Konditionenwettbewerb unter den Instituten befördert.

Einlagen und Vertragstypen des BGB

Grundsätzliche Interessenlage

Ausgangspunkt der juristischen Überlegung ist die schuldrechtliche Typisierung des Einlagengeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1 Nr. 1 KWG. Die Annahme unbedingt rückzahlbarer Publikumsgelder umfasst vor allem die jederzeit fälligen Sichteinlagen, Termineinlagen mit fester Laufzeit oder Kündigungsfrist (Fest- und Kündigungsgelder) und die ebenfalls mit fixen Kündigungsfristen ausgestatteten Spareinlagen im Sinne des § 21 Abs. 4 RechKredV. Das Einlagengeschäft dient regelmäßig der Ansammlung von Kapital als Grundlage des Aktivegeschäfts der Banken. Diese treten als Nachfrager gegenüber, von den Kunden angebotener Liquidität auf, sodass die zugrundeliegende Vertragsbeziehung bei Fest- und Kündigungsgeldern sowie bei Spareinlagen typischerweise als Darlehensvertrag, § 488 BGB,² bei Sichteinlagen, insbesondere Geldern auf Giro- und Tagesgeldkonten, als unregelmäßiger Verwahrungsvertrag, § 700 BGB,³ eingeordnet wird.

Im interessierenden Zusammenhang ist in erster Linie wichtig, dass der typische Mittelbeschaffungscharakter des Einlagengeschäfts zivilrechtlich in der grundsätzlichen Entgeltspflicht der Bank, § 488 Abs. 1 S. 2 BGB, zum Ausdruck kommt. Die gesetzliche Vermutung für eine (positive) Verzinsungspflicht der Einlagenkreditinstitute gilt für sämtliche Formen von Bankeinlagen, wie die Verweisung in § 700 Abs. 1 S. 1 BGB verdeutlicht. Sie entspricht der Vorstellung, dass die Bank die von ihr nachgefragte, vom Kunden erbrachte Finanzierungsleistung zu vergüten hat. Lediglich die Entgelthöhe variiert in Korrelation mit der Dauerhaftigkeit dieser Finanzierungsleistung, d.h., sie ist bei jederzeit abziehbaren Sichteinlagen niedriger als bei längerfristig gebundenen Termineinlagen.

Atypische Interessenlage im Niedrigzinsumfeld

Im gegenwärtigen volkswirtschaftlichen Umfeld entfällt (partiell) das typusprägende Mittelbeschaffungsinteresse auf Seiten der Banken. Die im Einlagengeschäft zu erlangende

* Prof. Dr. Tobias Tröger ist Professor für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Rechtstheorie, an der Goethe-Universität Frankfurt am Main. Assoziierter Professor am Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS) und Principal Investigator am LOEWE-Zentrum Sustainable Architecture for Finance in Europe (SAFE).

¹ Vgl. EZB, Pressemitteilung vom 5. Juni 2014, online verfügbar unter: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605.de.html>.

² BGHZ 131, 60 (63); BGH NJW-RR 2009, 979 (980).

³ BGHZ 84, 371 (373); BGHZ 124, 254 (257).

Liquidität stellt in Teilen keine Leistung dar, die von den Instituten ökonomisch rational zur Finanzierung ihres Aktivgeschäfts nachgefragt wird. Treibende Kraft hinter der Austauschbeziehung ist in diesem Szenario allein der Kunde mit seinem Interesse an der sicheren Verwahrung seiner Gelder, insbesondere an dem Schutz durch die entsprechenden Einlagensicherungssysteme i.S.v. § 2 EAEG.

Dieses Verwahrungsinteresse wird im Regelfall nur als zusätzliches Element zur Erklärung der schuldrechtlichen Einordnung von Sichteinlagen berücksichtigt. Die für die gegenwärtig bestehende Sonderlage beschriebene Dominanz des Kundeninteresses rechtfertigt es aber, die hierdurch geprägten Vertragsbeziehungen als echten Verwahrungvertrag (§ 688 BGB) einzuordnen. Bei diesem ist folgerichtig auch eine Vergütungspflicht des Hinterlegers (Bankkunde) zu vermuten, § 689 BGB. Diese wird in Form negativer Zinsen auf die Einlagen aktualisiert.

Das Anpassungsproblem

Bei Begründung neuer Einlagenbeziehungen unterliegen die Banken keinen Restriktionen hinsichtlich der Vertragskonditionen. Die Vereinbarung negativer Zinsen bei Hereinnahme von Kundengeldern ist als Einigung über die Merkmale eines regelmäßigen Verwahrungsvertrags zu verstehen. Weil nach einer Zinswende auch (wieder) positive Zinsen gezahlt werden sollen, liegt schuldrechtlich ein Typenmischvertrag aus echter Verwahrung einerseits und Darlehen bzw. unregelmäßiger Verwahrung andererseits vor.

Anders liegen die Dinge, wenn Banken negative Zinsen im Rahmen bestehender Einlagebeziehungen erheben wollen. § 488 Abs. 1 S. 2 BGB ist zwar unstreitig abdingbar, so dass die vertragsgegenständliche Liquidität bei Darlehen und unregelmäßiger Verwahrung auch unentgeltlich zur Verfügung gestellt werden kann. Nicht mehr innerhalb des jeweiligen Vertragstypus bewegt sich aber eine vermeintliche »Anpassung« der Verzinsung in den negativen Bereich. Die im ursprünglichen Vertragskonsens manifestierte Vorstellung der Parteien, eine für die Bank entgeltliche bzw. allenfalls unentgeltliche Finanzierungsbeziehung zu begründen, widerspricht fundamental der »Umstellung« auf eine Vergütungspflicht des Einlegers. Das Erheben negativer Zinsen im Rahmen bestehender Kundenbeziehungen bedarf daher neuer vertraglicher Grundlagen, d.h., die bisherigen unregelmäßigen Verwahrungs- und Darlehensverträge müssen durch echte Verwahrungs- bzw. Typenmischverträge ersetzt werden.

Mit dieser Maßgabe ergeben sich für Festgelder keine praktischen Probleme, weil für die fixierte Laufzeit einseitige Konditionen Anpassungen ohnehin ausscheiden und bei Wiederanlage der Gelder notwendig Neuverträge geschlossen werden. In den Fällen fortlaufender Kundenbeziehungen im Einlagegeschäft, also v.a. bei Sicht- und Spareinlagen, sind die

Möglichkeiten der Kreditinstitute, einseitig entsprechende Änderungen der Vertragsgrundlagen herbeizuführen, von Rechts wegen allerdings eingeschränkt.

Vereinbarungen zur Zinsanpassung in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB) der Kreditinstitute

Einschlägige Klauseln

Bei den hier interessierenden Sicht- und Spareinlagen begegnen typischerweise Anpassungsklauseln, die den Instituten ein einseitiges Leistungsbestimmungsrecht im Sinne des § 315 BGB einräumen.

Als typisches Beispiel einer entsprechenden Änderungsklausel kann Ziffer 3 der »Sonderbedingungen für das Skatbank-Tagesgeld (Tagesgeldkonto), Stand: 17.03.2014« gelten,⁴ auf dessen Grundlage das Institut als erstes in Deutschland negative Zinsen im Einlagengeschäft mit Privatkunden erhoben hat:⁵

»Die Zinsen werden vierteljährlich berechnet und dem Tagesgeld am Quartalsende gutgeschrieben. Die Bank ist berechtigt, den Zinssatz nach billigem Ermessen (§ 315 des Bürgerlichen Gesetzbuches) zu ändern. Der Kunde erfährt den aktuellen Zinssatz mittels Kontoauszug (Rechnungsabschluss) und im Internet.«

Typusänderung als Grenze zulässiger Zinsanpassungsklauseln

Der Bundesgerichtshof hat in einer Reihe von Entscheidungen die prinzipielle Zulässigkeit und die konkreten Anforderungen an einseitige Zinsanpassungsklauseln zumindest für langfristige Einlagen dargelegt.⁶ Ob diese Judikatur auf kurzfristige Einlagen übertragen werden muss, ist an dieser Stelle nicht entscheidend. Selbst wenn man die gebräuchlichen, den Instituten weitgehende Entscheidungsspielräume belassenden Zinsanpassungsklauseln im kurzfristigen Einlagengeschäft für AGB-rechtlich zulässig hält, erfassen diese nämlich nicht den Gezeitenwechsel von positiven zu negativen Zinsen. Dies folgt letztlich aus den allgemein bürgerlich-rechtlichen Grenzen einseitiger Leistungsbestimmungsrechte im Sinne von § 315 BGB.

a) Leistungsbestimmungsrecht erlaubt keine Schaffung von Gegenleistungspflichten

Bereits der Wortlaut der Bestimmung verdeutlicht, dass lediglich der Inhalt (Art, Umfang, Modalitäten) einer im Vertrag

⁴ Online verfügbar unter: https://ssl.skatbank.de/skripte/files/Sonderbedingungen_Tagesgeldkonto.pdf.

⁵ Börsenzeitung Nr. 208 vom 30. Oktober 2014, S. 6.

⁶ BGH WM 2004, 825; WM 2008, 1493; WM 2010, 933; WM 2011, 306.

grundsätzlich vereinbarten Leistung durch eine der Parteien konkretisiert werden darf. Das Leistungsbestimmungsrecht setzt also die prinzipielle Einigung der Beteiligten über die Begründung einer konkretisierungsbedürftigen Leistungspflicht voraus. Die im Regelfall darlehensrechtliche Typologie des Einlagengeschäfts bedingt, dass die depositennehmende Bank die Verzinsung der Einlagen als Entgelt für die Finanzierungsleistung des Kunden schuldet. Der Einleger ist demgegenüber regelmäßig nicht zu einer selbständigen Vergütung der Verwahrungsleistung der Bank verpflichtet. Mit negativen Zinsen in Altverträgen erhebt die Bank deshalb faktisch ein Entgelt für eine – von ihr im Rahmen des unregelmäßigen Verwahrungsvertrags ohnehin geschuldete bzw. im Darlehensvertrag überhaupt nicht zu erbringende – Leistung, das im konsentierten Pflichtenprogramm der Einlagebeziehung nicht vorgesehen ist. Ein solches einseitiges Fördern einer im abgeschlossenen Vertrag nicht vereinbarten Gegenleistung kann nicht auf § 315 BGB gestützt werden.

b) Einführung negativer Zinsen keine Ausübung »billigen Ermessens« i.S.v. § 315 BGB

Das in § 315 Abs. 1 BGB vorausgesetzte Recht, die Leistung zu bestimmen, erlaubt keine willkürliche, vom ursprünglichen Konsens der Parteien gelöste Änderung des vertraglichen Pflichtengefüges. Das »billige Ermessen« im Sinne der Vorschrift hat sich primär an den Vertragszwecken der Parteien zu orientieren.⁷ Diese werden in ihrer Grundstruktur aber v.a. durch die vertragstypologische Einordnung der Austauschbeziehung der Parteien beschrieben.⁸ Die Schaffung von Leistungspflichten, die zu einer Änderung der vertragstypischen Einordnung der Austauschbeziehung führen müsste, stellt auch aus diesem Grund keine zulässige Leistungsbestimmung im Sinne des § 315 BGB dar. Entscheidend ist materiell auch insoweit, dass der Kunde nach dem ursprünglichen Parteikonsens lediglich zur Einlageleistung verpflichtet war (§§ 488 Abs. 1 S. 1, 700 Abs. 1 S. 1 BGB) und ihm nunmehr einseitig eine Pflicht zur Vergütung der Verwahrungsleistung der Bank auferlegt werden soll (vgl. § 689 BGB).

c) Vertragstypen des BGB und Zinstheorie

Die bürgerlich-rechtliche Typenlehre spiegelt die fundamentale, auf Eugen von Böhm-Bawerk zurückgehende Einsicht der Finanzwissenschaft wider, dass Zinsen die Vergütung für die zeitweilige Bereitstellung von Liquidität darstellen.⁹ Auf dieser Grundlage geht es mit der Erhebung negativer Zinsen nicht um eine Leistungsanpassung, sondern um einen ökonomischen Paradigmenwechsel. Durch negative Zinsen auf Einlagen soll nicht das Liquiditätsangebot des Bankkunden,

sondern die gänzlich anders geartete Leistung (Verwahrung) der liquiditätsnehmenden Bank vergütet werden. Dieser fundamentale Unterschied bedingt die zivilrechtliche Einordnung der jeweiligen Austauschbeziehungen als verschiedene Vertragstypen. Diese ist daher keine begriffsjuristische Formalie oder gar Haarspalterei, sondern Ausdruck der ökonomischen Rationalität, die als Triebfeder hinter der privaten Ressourcenallokation steht. Sie ist deshalb auch unabhängig von der Dichotomie von Verbraucher und Unternehmer.

Vor diesem Hintergrund stellt der Begriff der negativen Zinsen letztlich eine unglückliche rhetorische Figur dar. Er suggeriert zu Unrecht, es gehe lediglich um eine inkrementelle Veränderung innerhalb einer einheitlichen Ordnung (»Zins«) und verdeckt damit die kategorialen ökonomischen und zivilrechtlichen Unterschiede beim Überschreiten der Nullmarke.

Alternative Möglichkeiten zur Zinsanpassung

Die mangelnde Tragfähigkeit der in AGB vereinbarten Anpassungsmechanismen verweist die Kreditinstitute auf die im dispositiven Gesetzesrecht vorgezeichneten Wege, um negative Zinsen im Rahmen existierender Einlagenbeziehungen zu erheben.

Anpassung als Folge einer Veränderung der Geschäftsgrundlage

Gerade vor dem Hintergrund des Anliegens der Kreditinstitute, die bestehenden Kundenbeziehungen zu erhalten, erscheint die Möglichkeit attraktiv, eine Anpassung der existierenden Verträge wegen eines Wegfalls ihrer Geschäftsgrundlage nach Maßgabe des § 313 Abs. 1 BGB zu erreichen. Unabhängig von der Frage, ob die geänderten Rahmenbedingungen für die Kreditwirtschaft tatsächlich eine hinreichend schwerwiegende Veränderung der Umstände im Sinne der Lehre vom Wegfall der Geschäftsgrundlage darstellen, scheitert eine darauf gestützte Anpassung jedenfalls daran, dass die in Rede stehenden Veränderungen in die Risikosphäre der Institute fallen. In derartigen Konstellationen kommt eine Anpassung nach ständiger höchstrichterlicher Rechtsprechung nicht in Betracht.¹⁰ Entscheidend ist, dass im Rahmen von Darlehensbeziehungen das Risiko einer nutzenstiftenden Verwendung der Valuta allein beim Darlehensnehmer liegt.¹¹ Für die existierenden Einlagenbeziehungen folgt daraus, dass eventuelle Schwierigkeiten, die von den Kunden zur Verfügung gestellte Liquidität im Aktivgeschäft profitabel zu investieren, grundsätzlich in die Risikosphäre der Kreditinstitute fällt und keine Vertragsanpassung über das in AGB Konsentierte hinaus rechtfertigt.¹²

⁷ BGH NJW-RR 2007, 56 Tz. 17.

⁸ Vgl. nur Gernhuber, Das Schuldverhältnis, 1989, § 7 IV 2, S. 153; Flume, Das Rechtsgeschäft, 4. Aufl., 1992, § 20 2 a, S. 406.

⁹ von Böhm-Bawerk, Kapital und Kapitalzins, Bd. 2/1, Positive Theorie des Kapitals, 4. Aufl., 1921; vgl. auch Träger in: Basedow/Hopt/Zimmermann (Hrsg.), Handwörterbuch des Europäischen Privatrechts, 2009, 1803.

¹⁰ BGH WM 1987, 1420; NJW 1992, 2690 (2691); NJW 2006, 899, 901; NJW 2010, 1874 Tz. 24.

¹¹ BGHZ 107, 92 (101); NJW 1992, 1820; NJW 2000, 2352; BGHZ 168, 1 Tz. 63.

¹² Vgl. auch BGH NJW 2004, 1588 (1589).

Kündigung und Neuabschluss

Die Kündigung der bestehenden, positiv verzinsten Einlagenbeziehung (§§ 489, 490, § 314 BGB; Nr. 19 AGB Banken; Nr. 26 AGB Sparkassen), verbunden mit dem Angebot zum Abschluss eines (auch) negativ verzinsten Neuvertrags, stellt zumindest aus Bankensicht allenfalls eine Ultima Ratio dar, weil sie dem Interesse an der Pflege der Kundenbeziehung widerspricht. Hinzu kommt, dass die darlehensrechtlich geprägte Risikostruktur der existierenden Einlagenbeziehung, unabhängig von der Schwere der Belastung der Kreditinstitute, der Annahme eines wichtigen Grundes wegen der verschlechterten Geschäftschancen im Aktivgeschäft entgegensteht.¹³ Möglich ist daher nur die fristgebundene, ordentliche Kündigung.

Abschluss eines Änderungsvertrags

Den Kreditinstituten steht schließlich die Option offen, einen Änderungsvertrag (§ 311 Abs. 1, 2. Alt. BGB) mit ihren Bestandskunden zu schließen, um die darlehensrechtlich geprägte Einlagebeziehung in ein regelmäßiges Verwahrverhältnis bzw. einen Typenmischvertrag zu überführen. Dabei zwingt die bürgerlich-rechtliche Rechtsgeschäftslehre allerdings zu einem »offenen Visier«, d.h., die Zustimmung des Bankkunden kann nicht durch die Auferlegung von Erklärungspflichten durch die Bank fingiert werden. Insbesondere das Schweigen des Kunden auf eine »Mitteilung« der Bank, ab einem Stichtag negative Zinsen zu erheben, reicht nicht.

Fazit

Die Kernthese der vorstehenden Ausführungen lautet, dass im Rahmen bestehender Einlageverträge negative Zinsen nicht erhoben werden können. Ist demnach eine »Durchleitung« der schlechten Bedingungen im Aktivgeschäft in existierende Einlagenbeziehungen nur schwer möglich, stellt sich die Frage, ob diese zivilrechtlichen Gegebenheiten die Gefahr einer Destabilisierung der Einlagenkreditinstitute birgt, weil diese zur Erwirtschaftung positiver Renditen zu riskanteren Investments verleitet werden. Diesem Drohszenario lässt sich aber entgegenhalten, dass das Zivilrecht die Kreditwirtschaft bei einer auf das Marktumfeld reagierenden Konditionenverschlechterung lediglich auf einen Weg zwingt, der die ursprüngliche Risikoverteilung der Kundenbeziehung prinzipiell erhält. Den Einlegern kommt legitimerweise ein Entscheidungsrecht zu, wenn sich die Zwecksetzung der Kundenbeziehung ändern soll. Sofern die Kreditwirtschaft hierzu und damit letztlich zur Beförderung des Wettbewerbs bereit ist, wird sie durch das bürgerliche Recht nicht zu Hasardeurstücken veranlasst.



Ansgar Belke*

Negativzins: Marktverzerrung und Systemwechsel

Negative Zinssätze gelten als geradezu revolutionär und der Umgang mit ihnen ist für Ökonomen ungewohnt (vgl. Belke und Polleit 2010, S. 153 f.). Zwar haben die dänische (zwischen Juli 2012 und April 2014) und die schwedische Zentralbank (zwischen Juli 2009 und September 2010) und neuerdings weitere Notenbanken schon erste Erfahrungen mit negativen Notenbankzinsen gesammelt. Die Europäische Zentralbank (EZB) war aber die erste große Zentralbank, die einen entsprechenden Schritt wagte. Viele erwarten davon Effekte auf den Wechselkurs und eine Stimulierung der Kreditvergabe. Dem Charakter nach handelt es sich um einen Strafzins auf Einlagen bei der EZB, mit dem Hoffnung auf eine erhöhte Kreditvergabe von Banken insbesondere an kleine und mittlere Unternehmen und private Haushalte und/oder untereinander auf dem Interbankenmarkt verbunden ist.

Ein negativer Einlagezinssatz bedeutet für den Bankensektor de facto eine Steuer auf seine Liquiditätshaltung. Der Strafzins übertrifft mit seinen aktuellen 0,2% sogar die geplante Bankenabgabe. Diese wird sich voraussichtlich, nach Bankgröße gestaffelt, auf maximal 0,06% der beitrags erheblichen Passiva belaufen. Die zusätzlichen Kosten für die Banken der Eurozone belaufen sich bei einer Überschussliquidität in Höhe von Ende 2014 ca. 127 Mrd. Euro auf über 250 Mio. Euro jährlich (vgl. Vollmer 2014). Relativiert werden die Größenordnungen jedoch im Vergleich zu den Beträgen, die sie für Liquidität (ELA und (T)LTROs) zahlen müssen – und diese Kosten fallen immer noch. Am 22. Januar 2015 wurden beispielsweise die Zinskosten für »Targeted LTROs« weiter gesenkt.

Dieser Beitrag ist diesbezüglich skeptisch und versucht die Effekte der Negativzinsen auf die und bei den Geschäftsbanken zu systematisieren. Denn es handelt sich dabei um eine *Marktverzerrung*: Negative Zinssätze lassen die Gläubiger (die Bereitsteller von Einlagen) für das Privileg der Schuldner

¹³ Vgl. nur BGHZ 136, 161 (164); NJW 1991, 1828 (1829); NJW 2010, 1874 Tz. 15; NJW-RR 2011, 916 Tz. 9.

* Prof. Dr. Ansgar Belke ist Inhaber des Jean Monnet-Lehrstuhls für Makroökonomik an der Universität Duisburg-Essen und Mitglied des Monetary Experts Panels im Europäischen Parlament.

(die Empfänger von Einlagen) zahlen, dass diese als Kreditnehmer das Geld der Kreditgeber verwenden dürfen – ein Arrangement, das offensichtlich Fundamentalprinzipien der Finanzierungslehre verletzt. Es kommt damit zu einem *Systemwechsel*: Der Stellenwert von Liquidität verändert sich, und die Zinsen am Interbankenmarkt könnten ebenfalls ins Negative drehen.

Erfahrungen aus Dänemark zeigen, dass Negativzinsen unter Umständen sogar *kontraproduktiv* sein können. Statt die Negativzinsen an Sparer weiterzugeben, schlugen die dänischen Banken die Kosten auf die Kreditzinsen für Unternehmer auf. Insofern verpuffte der Effekt, und die intendierte Erhöhung der Nachfrage blieb aus. Ein solches Verhalten der Banken wäre auch in der Eurozone denkbar (vgl. Belke und Verheyen 2013).

Das Problem negativer Zinssätze ist insbesondere, dass bei negativer Verzinsung die Bargeldhaltung lukrativer ist, da sie eine Verzinsung von null erbringt. Statt Geld bei Banken zu lagern und einen Strafzins zu kassieren, wäre es sinnvoller, dieses unter der Matratze zu horten. Dies gilt allerdings erst dann, wenn die Kosten der Bargeldhaltung geringer sind als die Kosten der Einlagen bei Banken. Schließlich erzeugt auch die Bargeldhaltung Kosten in Form von Transaktionskosten des Abhebens. Und auch die Aufbewahrung zu Hause dürfte in der Realität nicht unter der Matratze, sondern beispielsweise in Tresoren oder Schließfächern stattfinden, die wiederum Geld kosten. Insofern müsste der Zinssatz hinreichend stark negativ sein, um Sparanreize zu senken. Zudem müssten die Wirtschaftssubjekte damit rechnen, dass der negative Zins einige Zeit beibehalten wird. Ansonsten dürften auch negative Zinsen nicht zu einem veränderten Sparverhalten führen (vgl. Belke und Verheyen 2013).

Durch die Auferlegung negativer Zinssätze sollen Investitionsanreize geschaffen werden, die die überschüssige Ersparnis abbauen. Wirtschaftssubjekte würden also statt ihr Geld zu horten, dieses ausgeben, um einen Kaufkraftverlust zu vermeiden. Kurzfristig würde damit somit Nachfrage erzeugt. Ob damit aber Investitionen getätigt werden, die die Volkswirtschaft auf einen neuen Wachstumspfad bringen, ist keinesfalls sicher. Schließlich könnten Haushalte vornehmlich Konsum tätigen und Investoren spekulative Geschäfte abschließen, was zwar einen konjunkturell positiven Effekt haben würde, mittel- bis langfristig das Problem zu geringer Investitionen aber nicht lösen wird (vgl. Belke und Verheyen 2013; 2014).

Sollten negative Zinsen aber auch auf Spareinlagen durchschlagen, könnten weitere Probleme folgen (vgl. Belke und Verheyen 2013). Man bedenke nur den Fall, dass die Kunden alle gleichzeitig ihre Einlagen abheben wollen (»Bankrun«). Eine solch große Bargeldnachfrage könnten die Banken nicht bedienen und Banken müssten geschlossen werden. Man erinnere sich nur an die Situation in Zypern, als Banken aus Furcht vor Kapitalflucht zeitweise geschlossen werden mussten.

Die folgenden Ausführungen zeigen an einigen Beispielen, dass der Weg über Negativzinsen ein sehr ungewisser ist, um der Eurozone neue Wachstumsimpulse einzuhauchen.

Ausweichreaktionen des Bankensektors

Die zentrale Frage ist, welche *Anpassungen* bzw. Ausweichreaktionen dem Bankensektor als Reaktion auf die gestiegenen Kosten verbleiben. Letztere können durch den Bankensektor nicht externalisiert werden, denn irgendeine Bank muss die negativen Einlagezinsen tragen, wenn sie am Ende des Tages Bargeldbestände vermeiden will. Hierdurch sinken *ceteris paribus* die Gewinne der Banken. Da hierdurch auch das Potenzial für den Aufbau von Eigenkapital aus einbehaltenen Gewinnen geringer wird, dürfte bei der *Eigenkapitalbereitstellung* für schwache Banken der *Rückgriff auf den Steuerzahler* stärker werden (»Rekapitalisierung durch die Hintertür«).

Abgesehen von der Bargeldhaltung verfügt die einzelne Geschäftsbank über zwei weitere Optionen, den Aufbau von strafzinsrelevanten Zentralbankguthaben zu vermeiden. Wegen der Kosten auf die Liquiditätshaltung ist es für eine einzelne Bank zum einen von Vorteil, *Kredite zu günstigeren Zinsen* zu vergeben. Die Kreditnachfrage steigt daraufhin, was den multiplen Geld- und Kreditschöpfungsprozess in Gang bringt. Mit steigendem Mindestreservesoll *sinkt die Überschussliquidität, die Strafzinsen unterliegt*. Dies ist die Option, die wohl der EZB bei der Implementierung des Strafzinses vorschwebte (vgl. Belke und Polleit 2010; Vollmer 2014).

Zum anderen könnten die Geschäftsbanken hinreichend hohe »*Abwehrgebühren*« von ihren Kunden fordern, die Basisgeld einzahlen möchten. Unternehmen und private Haushalte ersetzen dann Sichteinlagen durch Bargeldhaltung und -zahlung. Der *Bankensektor* könnte dann sogar relativ zum übrigen Finanzsektor *schrumpfen* (vgl. Vollmer 2014). Dies hätte durchaus negative Konsequenzen für die realwirtschaftliche Aktivität. Unternehmen mit eher geringer Eigenkapitalbasis und/oder solche mit risikoreicheren Investitionsprojekten sind in Ermangelung eines direkten Kapitalmarktzugangs auf eine Finanzierung über Geschäftsbanken angewiesen. Zudem könnte mit abnehmendem Depositenvolumen und fallender Zahl der Banken die Wettbewerbsintensität auf dem Bankenmarkt in der Eurozone fallen oder aber theoretisch zumindest die *Risikoneigung der verbleibenden Banken wachsen* (vgl. Belke und Verheyen 2014; Vollmer 2014).

Wertpapierankauf ersetzt Kreditgewährung

In einer Welt, die sowohl riskant und risikoavers ist, dürften Geschäftsbanken aber grundsätzlich eher nach alternativen »sicheren« Investments – »risikoarme« Assets wie Anleihen

von Staaten mit hoher Bonität – suchen, statt – wie oben beim ersten Anpassungsmechanismus suggeriert – zusätzliche Kredite zu vergeben. Der Staatsanleihenkauf substituiert dann die Kreditgewährung an Unternehmen und private Haushalte (vgl. Belke und Polleit 2010; Polleit 2013).

Finanzielle Repression

Ein weiterer Effekt des Negativzinses, die »*Financial Repression*« (vgl. Belke und Keil 2013) lässt sich für den Fall ableiten, dass die Banken der Eurozone den negativen Einlagenzins an ihre Privatkunden durchleiten. Letzteres beginnt sich in Deutschland in der Praxis auch durchzusetzen, obwohl *die meisten Banken lange Zeit an den Einlagen der Privatkunden als Refinanzierungsquelle stark interessiert schienen* (vgl. *Frankfurter Allgemeine Zeitung* 2014). Letzteres wurde unter anderem durch »Begrüßungsgelder« für Kontokunden, zu denen ein Strafzins eigentlich schlecht passt, von Banken wie der Commerzbank zum Ausdruck gebracht.

Auch die Sparkassen und die Genossenschafts- und Raiffeisenbanken argumentieren, dass im Privatkundengeschäft Negativsätze nicht zu vermitteln seien. Denn sie wollten die Kunden schließlich nicht in eine verstärkte Bargeldhaltung treiben (vgl. DSGV 2014). Schließlich wurde immer wieder konstatiert, die Bankbranche könne sich angesichts des Vertrauensverlustes durch die Finanzkrise Negativzinsen im großen Stil nicht leisten.

Trotzdem hat die Deutsche Skatbank als erste seit November 2014 für Einlagen auf Tagesgeldkonten von mehr als 500 000 Euro einen Strafzins von 0,25% erhoben, allerdings erst dann, wenn die Gesamteinlagen des Kunden unabhängig von der Anlageform 3 Mio. Euro überschreiten. Als erste deutsche Großbank verlangt die Commerzbank Strafzinsen auf die Guthaben großer Unternehmenskunden.

Die Sparer, deren Anlagezins nun noch weiter unter die Inflationsrate administriert wird, haben nun den Schaden (vgl. Sinn 2014). Stand November 2014 liegt der durchschnittliche Zins nur noch bei 0,29%. Zieht man die im Herbst 2014 vorliegende Inflation in Höhe von 0,8% ab, liegt der Realzins bereits bei –0,51%. Nun hat die EZB am 22. Januar 2015 nach einer Reihe vorhergehender unkonventioneller Politikmaßnahmen ihr bis mindestens 2016 währendes Quantitative Easing-Programm gestartet. In diesem Umfeld anhaltender Nullzinsen wird die effektive Verzinsung für Bankeinlagen sogar negativ. Die Substanz von Sicht-, Termin- und Spareinlagen wird erodiert – zugunsten der Gewinne und des bilanzierten Eigenkapitals der Banken (vgl. Polleit 2013). Es kommt zur vielbeschworenen »*Financial Repression*« (vgl. Belke und Keil 2013). Dies tritt nur dann nicht ein, wenn es einen so starken Wettbewerb um Einlagen- und Kreditkunden gibt, dass eine Überwälzung auf die Bankkunden nicht mit hinreichender In-

tensität möglich ist. In Verbindung mit lokalen Immobilienblasen und im Vergleich zu anderen EU-Banken geringer Kapitalausstattung deutscher Kreditinstitute beinhaltet dieses Szenario aber durchaus Potenzial für eine neue Krise.

Abwertung des Euro

Des Weiteren werden durch einen negativen Einlagenzins ausländische Investoren davon abgehalten, Euroeinlagen zu erwerben, wenn ihnen die Banken der Eurozone, bei denen sie ihre Depositen halten, den negativen Einlagenzins berechnen (vgl. Polleit 2013). Umgekehrt könnten Euroeinlagen in Verwendungen außerhalb der Eurozone transferiert werden, um die Summe der Überschussreserven im System zu verringern. (Ohne allerdings die Gewähr dafür zu bieten, dass sie nicht zurück in die Eurozone gelangen, zum Beispiel durch nicht im Euroraum ansässige Unternehmen, die Lieferanten aus der Eurozone auszahlen). Eine hierdurch nachlassende Euronachfrage dürfte den Außenwert des Euros tendenziell verringern (eventuell in stärkerem Ausmaß als dies das am 22. Januar angekündigt QE-Programm allein schon könnte, vgl. Belke und Gros 2014). Dies war auch das Motiv der Schweizer, einen Negativzins von 0,75% auf Kontoguthaben bei der SNB einzuführen.

Die dänischen Erfahrungen indes lassen zunächst vermuten, dass der Abwertungseffekt möglicherweise eher gering ausfällt. Der schwedische Ökonom Lars Svensson entgegnet Zweiflern jedoch in Milne (2014): »The impact of the ECB introducing the same measure should be bigger than for the smaller Scandinavian central banks. The fact that many have thought it's impossible to go negative means that to do it may have some kind of demonstration effect«.

Bargeld wird zum Tauschmedium

Schließlich dürften Einzel- und Großhändler bargeldlose Zahlungen nur noch gegen Preisaufschläge akzeptieren, um Gebühren für die Liquiditätshaltung zu vermeiden. Somit wird die Verwendung von Bargeld als Tauschmedium attraktiver (vgl. Vollmer 2014). Einerseits führt dies zu zusätzlichen gesamtwirtschaftlichen Transaktionskosten, denn Bargeld ist ein teureres Zahlungsmittel als Einlagen (vgl. Krüger und Seitz 2014). Andererseits stellen bargeldlose Zahlungen Anonymität nicht nur bei illegalen, sondern auch bei legalen Aktivitäten sicher, was viele Marktteilnehmer goutieren (vgl. Rogoff 2014).

Bargeldhaltung – Abschaffung oder Besteuerung

Die EZB könnte die zuvor abgeleiteten negativen Effekte nur vermeiden, indem sie die Umgehung der »Besteuerung«

durch Bargeldnutzung der Banken und Nichtbanken unterbindet. Dies kann entweder, wie zuletzt von Rogoff (2014) vorgeschlagen, durch die *Abschaffung des Bargelds* an sich oder durch die Erhebung von *Negativzinsen auch auf die Bargeldhaltung* geschehen (»Schwundgeld«, vgl. Gesell 1916). Operationalisierbar wäre dies durch eine »Liegebühre« auf Banknoten oder durch »Lotterien«, bei denen Banknoten mit gezogenen Serienendziffern als Zahlungsmittel ausgeschlossen werden (vgl. Buiter 2009; Mankiw 2009; Belke und Verheyen 2013).

Umverteilungseffekt zwischen Banken der Eurozone

Vor allem für deutsche Banken übt der Strafzins der EZB einen negativen Effekt aus. Denn vor allem die Banken der Eurozonen-Kernländer halten bei der EZB Überschussreserven, gespeist aus Mittelzuflüssen der Südländer, und werden bestraft. Dies stellt sich die Banken der Eurozonen-Peripherie genau umgekehrt dar, die in großem Umfang Staatsanleihen gekauft haben. Bereits die Antizipation negativer Zinsen hat die Anleiherenditen gesenkt – mit der Folge steigender Staatsverschuldung in den Krisenländern. Bei negativen Leitzinsen geht es weniger um eine vermeintliche Deflationsgefahr, sondern eher darum, die Finanzminister der Peripherieländer und deren Banken zu unterstützen (vgl. Jörg Krämer in der *Frankfurter Allgemeinen Zeitung* 2014).

Realwirtschaftliche Effekte

Der negative Einlagenzins dürfte zwar die Überschussliquidität der Banken reduzieren. Jedoch wird er die *Kreditvergabe der Banken an Unternehmen kaum ankurbeln*. Seine Einführung hat – wie es Markus Brunnermeier und Jaime Caruana gelegentlich ausgedrückt haben – eher *Symbolwirkung*. Es werden zudem Berichte aus Geschäftsbanken kolportiert, die besagen, dass es erst ab einem negativen Zins kleiner als – 0,5% einen Effekt auf das Verhalten in der Kreditvergabe geben würde. Jeder geringere Strafzins kompensiere die EZB nur für die Transaktionskosten der Geldaufbewahrung der EZB (vgl. auch Buiter 2009).

»Die Banken so zu mehr Kreditvergabe zwingen zu wollen zeigt, die EZB nähert sich dem Ende ihres Lateins. Der Strafzins wird dazu führen, dass die Banken weniger Liquidität und damit auch weniger Liquiditätspuffer halten. Das wird die Banken unlustiger machen, der Wirtschaft Kredit zu geben« (Manfred J.M. Neumann in *Frankfurter Allgemeinen Zeitung* 2014). Die Einführung eines Strafzinses wird deshalb auch wohl *keine wesentlichen positiven realwirtschaftlichen Effekte* nach sich ziehen (vgl. DSGV 2014; Sinn 2014). Denn durch den Strafzins ändern sich die Kreditkosten für mittelständische Unternehmen im Süden der Eurozone kaum.

Überschuldete Unternehmen und hohe Kreditrisiken sind in diesen Volkswirtschaften die große Hürde für eine Ausweitung der Kreditvergabe.

Literatur

Belke, A. und D. Gros (2014), »Kontraproduktive unkonventionelle Geldpolitik? oder: Wie das Gespenst der Deflation nicht zu vertreiben ist«, *Ökonomenstimme*, 24. April, online verfügbar unter: <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2014/04/kontraproduktive-unkonventionelle-geldpolitik-oder-wie-das-gespenst-der-deflation-nicht-zu-vertreiben-ist/>.

Belke, A. und J. Keil (2013), »Niedrigzinsfalle: Die Gefahr der finanziellen Repression«, *DIW Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung* 82(2), 113–125.

Belke, A. und T. Polleit (2010), *Monetary Economics in Globalised Financial Markets*, Springer, Heidelberg.

Belke, A. und F. Verheyen (2013), »Ökonomisches Neuland: negative Notenbankzinsen«, *Ökonomenstimme*, 24. März, online verfügbar unter: <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2013/03/oekonomisches-neuland-negative-notenbankzinsen/>.

Belke, A. und F. Verheyen (2014), »The Low Interest Rate Environment, Global Liquidity Spillovers and Challenges for Monetary Policy Ahead«, *Comparative Economic Studies* 56(2), 313–334.

Buiter, W.H. (2009), »Negative Nominal Interest Rates: Three Ways to Overcome the Zero Lower Bound«, NBER Working Paper 15118, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

DSGV, Deutscher Sparkassen- und Giroverband (2014), *Informationen zur Wirtschaftslage*, Mai, Berlin.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2014), »EZB robbt sich an negative Zinsen heran«, online verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/ezb-robbt-sich-an-negative-zinsen-heran-12947168.html>.

Gesell, S. (1916), *Gesammelte Werke, Band 9 – 1916, Die Natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld*, 2. Auflage, Verlag für Sozialökonomie, Kiel.

Krüger, M. und F. Seitz (2014), *Kosten und Nutzen des Bargelds und unbarrer Zahlungsinstrumente*, Studie im Auftrag der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main.

Mankiw, N.G. (2009), »It May be Time for the Fed to Go Negative«, *New York Times*, 18. April, online verfügbar unter: http://www.nytimes.com/2009/04/19/business/economy/19view.html?_r=0.

Milne, R. (2014), »ECB Poised to Follow Nordic Lights on Negative Rates«, *Financial Times*, 3. Juni.

Polleit, T. (2013), »Wenn Geldpolitiker Katastrophen schüren«, *Handelsblatt Online*, 4. Dezember.

Rogoff, K. (2014), »Costs and Benefits to Phasing out Paper Currency«, NBER Working Paper 20126, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

Sinn, H.-W. (2014), »Sinn sieht EZB-Strafzinsen den Sparern schaden«, *Handelsblatt Online*, verfügbar unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/geldpolitik/ifo-chef-sinn-sieht-ezb-straafzinsen-den-sparern-schaden/9972890.html>.

Vollmer, U. (2014), »Im Reich der Negativzinsen«, *Wirtschaftliche Freiheit Blog-Archiv*, 2. Dezember.



Thorsten Polleit*

Negativer Realzins – und seine Folgen

»The pure rate of interest ... is determined solely by the time preference of the individuals in the society, and by no other factor.« (Rothbard, M.N., (2001 [1962]), S. 331–332)

Neue Realität oder fragwürdige Theorie?

In Deutschland haben einige Banken begonnen, auf Sichtguthaben ihrer Kunden einen Strafzins in Höhe von 0,25% zu erheben. Sie begründen das mit dem negativen Einlagenzins der Europäischen Zentralbank (EZB).¹ Überzeugend ist diese Begründung allerdings nicht. Anfang Dezember 2014 beliefen sich die durchschnittlichen Überschussguthaben, die die Euro-Banken bei der EZB hielten, auf 111,3 Mrd. Euro. Der negative EZB-Einlagenzins – er liegt bei minus 0,2% – bürdet den Banken somit zusätzliche Kosten von 223 Mio. Euro pro Jahr auf. Umgerechnet auf die Sichtverbindlichkeiten der Kunden von mehr als 4 700 Mrd. Euro ist das eine Belastung von weniger als 0,005%. Vermutlich handeln die Banken, die schon einen Strafzins erheben, im Vorgriff auf Kommendes.

In der Tat ist nicht auszuschließen, dass schon bald immer mehr Euro-Geldhäuser ihre Kunden zur Kasse bitten könnten, weil die Europäische Zentralbank (EZB) für einen Verfall der Zinsen auf breiter Front sorgt. Die EZB hat nicht nur die kurzfristigen Geldmarktzinsen auf de facto 0% gesenkt, sondern sie drückt auch die Kapitalmarktrenditen immer weiter herab durch die in Aussicht gestellten großangelegten Euro-Staatsanleihekäufe. Das künstlich verminderte Zinsniveau verschlechtert die Ertrags- und Gewinnlage der Banken, weil

* Dr. Thorsten Polleit, Chefvolkswirt der Degussa, Honorarprofessor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bayreuth und Präsident des Ludwig von Mises Institut Deutschland.

¹ Für die Politik des negativen Einlagezins gibt es Vorbilder. Beispielsweise hatte die dänische Zentralbank bereits vom 5. Juli 2012 bis zum 24. April 2014 einen Negativzins für Guthaben, die Banken bei ihr unterhielten, erhoben. Im Juli 2009 hatte die schwedische Riksbank den Einlagenzins bereits auf –0,25% abgesenkt.

es die Gewinnmargen – die sich im Kreditgeschäft und im Zuge der Fristentransformation erzielen lassen – schrumpfen lässt. Es könnte sogar noch schlimmer kommen.

Eine Reihe von namhaften Ökonomen ist der Meinung, dass der neue gleichgewichtige reale, d.h. der inflationsbereinigte, Zins in einigen Volkswirtschaften negativ sei.² Sie empfehlen, die Zentralbanken sollten den Realzins – also den Nominalzins nach Abzug der Inflation – in den Negativbereich absenken. Eine solche Geldpolitik macht es dann jedoch erforderlich, den Menschen die Bargeldhaltung zu verleiden – indem beispielsweise Bargeldscheine, wie von Gregory Mankiw vorgeschlagen, per »Zufalls-Losverfahren« für wertlos erklärt werden, oder indem das Bargeld ganz abgeschafft wird. Ansonsten könnten sich Bankkunden ihre Einlagen bar auszahlen lassen und damit der Enteignung durch die Politik des negativen Zinses entziehen (vgl. Rogoff 2014).

Was ist dran an der These, dass der gleichgewichtige reale Zins negativ sein könnte? Das ist eine überaus wichtige Frage, deren Antwort von erheblicher Tragweite ist – sowohl für Banken, aber auch für die Bankkunden. Beispielsweise wäre die Aussicht auf einen gleichgewichtigen negativen Realzins für Sparer, die ihre Mittel Banken anvertraut und in festverzinsliche Papiere investiert haben, ein ruinöses Schreckensszenario. Die Beschäftigung mit diesem Thema bedarf zunächst eines klaren Verständnisses der Natur und Bedeutung des Zinses.

Der Urzins ist immer und überall positiv

Den Zins kennt man als Entgelt für das Nutzen von Kapital. Ökonomisch betrachtet resultiert er aus einer *Wertdifferenz*: Menschen werten Güter, die gegenwärtig verfügbar sind, höher als Güter, die erst künftig verfügbar sind. Anders gesprochen: Künftige Güter erleiden einen Preisabschlag gegenüber gegenwärtigen Gütern.³ Es ist die – wie Frank A. Fetter (1863–1949) sie bezeichnete – »Zeitpräferenz«, die den Zins erklärt.⁴ Ludwig von Mises (1881–1973) zeigte auf, dass der Zins – er spricht vom »Urzins« (heute nennt man ihn meist den »neutralen Zins«) – elementar für das menschliche Handeln ist und sich allein und ausschließlich durch die Zeitpräferenz erklärt. Damit ging Mises über die Zinstheorie, die Eugen von Böhm-Bawerk (1851–1914) vorgelegt hatte, hinaus.⁵

² Vgl. Mankiw (2009); auch den Vortrag von Larry H. Summers auf dem IMF Economic Forum am 8. November 2013 (<https://www.youtube.com/watch?v=KYpVzBbQIX0>). Die zentralen Überlegungen, die die These des gleichgewichtigen negativen Realzinses stützen sollen, sind »sekuläre Stagnation« und ein Überangebot an Ersparnissen (»Savings Glut«). Zur Diskussion vgl. z.B. Mayer (2014).

³ Vgl. hierzu z.B. die Beiträge zur (reinen) Zeitpräferenztheorie in Herbener (2011).

⁴ Vgl. hierzu Fetter (1915, S. 313). Zur Erläuterung der Faktoren, die die Zeitpräferenz erklären, vgl. Hoppe (2006, insb. S. 3–15).

⁵ Zur Erklärung vgl. Mises (1940, insb. S. 474–488); vgl. auch Rothbard (2001, S. 313–386).

Der Urzins hat mit der Ertragsrate auf Kapital oder mit Psychologie nichts zu tun (vgl. z.B. Hayek 1936, insb. S. 223 f.). Selbst bei einer negativen Kapitalertragsrate werden gegenwärtig verfügbare Güter immer noch höher geschätzt als künftig verfügbare Güter. Der Urzins, den der Mensch quasi in sich trägt, bleibt auch hier positiv. Es ist unmöglich, dass der Urzins auf null fallen kann. Es würde bedeuten, dass man zwei Äpfel, die erst in tausend Jahren verfügbar sind, einem heute verfügbaren Apfel vorzieht. Das klingt nicht nur realitätsfremd, es ist ein irrtümlicher Gedanke. Er liefe auf die Aussage hinaus, dass der handelnde Mensch *niemals* konsumiert, dass er sein Einkommen immer und vollständig spart. Der Urzins kann auch nicht negativ werden. Denn das hieße, dass ein Apfel, der erst in tausend Jahren verfügbar ist, einem heute verfügbaren Apfel vorgezogen würde.

Der Gedanke, der Urzins könne null oder gar negativ sein, mutet nicht nur merkwürdig an, er ist absurd und *unlogisch*. Denn dass der Urzins – als marktmäßiger Ausdruck der Zeitpräferenz – stets positiv ist, ist eine logische Erkenntnis. Sie folgt zwingend aus dem »Axiom des menschlichen Handelns«: Der Wahrheitsgehalt des Satzes »Der Mensch handelt« lässt sich nicht widerlegen. Aus ihm lässt sich logisch ableiten, dass der handelnde Mensch eine frühere Zielerreichung einer späteren vorzieht und dass er deshalb Gegenwartsgüter notwendigerweise höher bewertet als Zukunftsgüter; mit psychologischen Erwägungen hat diese Einsicht nichts zu tun (vgl. Mises 1940, S. 434–459). Der Gedanke, der Urzins könnte null oder gar negativ sein, ist so widersinnig wie die Aussage >1 plus 1 ist *nicht* zwei.

In einem freien Markt sorgen das Angebot von und die Nachfrage nach Ersparnissen dafür, dass der Marktzins dem Urzins entspricht (von Risiko-, Inflations- und Liquiditätsprämien des Zinses sei hier abgesehen). Dadurch wird sichergestellt, dass für die Vollendung der Investitionen, die bei einem gegebenen Marktzins beziehungsweise Urzins in Gang gesetzt werden, ausreichende Ressourcen verfügbar sind. Nimmt beispielsweise die Zeitpräferenz ab – weil die Menschen zukunftsorientierter wirtschaften als bisher –, steigt die Ersparnis aus dem laufenden Einkommen, und der Konsum sinkt. Bei gegebener Investitionsneigung sinkt der Urzins und damit auch der Marktzins, die Wirtschaft begibt sich auf Wachstumskurs.

Der Zins in der »gehemmten Marktwirtschaft«

Im heutigen ungedeckten Papiergeldwesen liegen die Dinge jedoch anders. Denn es handelt sich hier um kein freies, sondern um ein gehemmtes, ein staatlich-interventionistisches Kredit- und Geldsystem. Zentralbanken sorgen dafür, dass der Marktzins künstlich abgesenkt wird und unter den Urzins fällt. Das liegt daran, dass Bankkredite vergeben werden, die nicht durch »echte Ersparnis« gedeckt sind, dass

eine Geldschöpfung »ex nihilo« durch Kreditvergabe erfolgt. Der künstlich gesenkte Marktzins verleitet Unternehmen zu Investitionen, die sich in der Summe früher oder später als undurchführbar erweisen. Anfänglich sorgt die Geldmengenvermehrung »aus dem Nichts« zwar für einen künstlichen Aufschwung (»Boom«). Er muss jedoch früher oder später in sich zusammenfallen und in einer Rezession (»Bust«) enden.⁶

Vor allem steigt in einem ungedeckten Papiergeldsystem die Verschuldung von Privaten, Unternehmen, Banken und Staaten immer weiter an relativ zur Wirtschaftsleistung. Früher oder später kommt es zur Überschuldung. Kreditgeber sind dann nicht mehr bereit, fällige Kredite zu erneuern, die Dauerschuldner weiter zu finanzieren. Kreditnehmer, deren Verbindlichkeiten fällig werden und die auf eine Anschlussfinanzierung angewiesen sind, geraten in Bedrängnis. Ihnen droht die Zahlungsunfähigkeit, und ihren Gläubigern stehen Forderungsausfälle ins Haus. Genau diese Situation zeigte sich weltweit in der sogenannten Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009.

Die Eingriffe der Zentralbanken, die darauf folgten – in Form von Zinssenkungen und unbegrenzter Ausweitung der Basisgeldmengen –, haben die Zahlungsunfähigkeit des Bankenapparates und damit auch der Staaten zwar zunächst abgewehrt. Ungelöst sind jedoch nach wie vor die hohe Verschuldung in vielen Währungsräumen, verbunden mit einer Wachstumsschwäche – wie etwa in Japan und im Euroraum. Eine Möglichkeit, die Verschuldung von Staaten und insbesondere auch von Banken abzubauen, besteht nun darin, die Zinsen auf deren Schulden negativ werden zu lassen. Doch wie lässt sich das bewerkstelligen? Besonders die schlechten Schuldner würden von einem negativen Realzins profitieren. Aber gerade ihnen leihen die Sparer – soweit sie bei Sinnen sind – ihr Geld, wenn überhaupt, nur bei hohen Zinsen, beziehungsweise sie werden ihnen ganz bestimmt kein Geld zu einem negativen Realzins leihen.

Wie gesagt: Weder in einem freien noch in einem gehemmten Marktsystem kann es einen gleichgewichtigen Urzins geben, der null oder gar negativ ist.⁷ In einem gehemmten

⁶ Vgl. hierzu etwa Mises (1924, S. 433–436). Einen Einstieg in die monetäre Konjunkturtheorie der Österreichischen Schule der Nationalökonomie gibt die Aufsatzsammlung in Eberling (1996).

⁷ Die »Sättigung« wird zuweilen als Argument genannt, um zu zeigen, dass die Zeitpräferenz und damit der Urzins nicht immer und überall positiv sein müssen (sondern dass sie auch negativ sein können). Was ist davon zu halten?

Für den handelnden Mensch kann es eine Sättigung aller seiner Bedürfnisse im Sinne der Erreichung einer abschließenden »Zufriedenheit«, eines »Ruhestandes« aus logischen Gründen nicht geben. Eine Sättigung würde bedeuten, dass menschliches Handeln nicht mehr stattfindet: Das menschliche Handeln bedeutet, dass ein Zustand durch einen anderen Zustand, der als vergleichsweise besser angesehen wird, ersetzt wird. Sollte der Handelnde aber den Zustand einer vollständigen Sättigung erreicht haben, könnte er nicht mehr handeln, weil ja sein Handlungsgrund – der Wunsch, Unwohlsein abzustellen – entfallen ist. Das aber ist denkunmöglich: Man kann nicht argumentieren, dass der Mensch nicht handelt.

Diese Einsicht lässt sich auch mit dem Hinweis auf »handfeste« Beispiele

Marktsystem kann die Zentralbank allerdings einen negativen Marktzins erzwingen oder durch Täuschung auf den Weg bringen. Beispielsweise können Regierungen und ihre Zentralbanken negative Einlagenzinsen »anordnen«. Damit die Menschen den Folgen nicht entkommen können, müssten sie das Bargeld abgeschafft werden. Oder den gutgläubigen Bankkunden und Wertpapierinvestoren muss vorgaukelt werden, die oktroyierten negativen Realzinsen seien nur vorübergehend, und es lohne sich nicht, dass die Bankkunden an ihrer gegebenen Portfoliozusammensetzung etwas änderten.

Bittere Konsequenzen

Mit ihrer Tiefzinspolitik und ihrem negativen Einlagenzins drängt die EZB die nominale und auch reale Verzinsung für Bankeinlagen in den Negativbereich. Dadurch kommt es zu einem Passivtausch in den Bankbilanzen: In dem Maße, in dem sich Sicht-, Termin- und Spareinlagen aufgrund der negativen Einlagenzinsen verringern, steigt der Gewinn der Banken: Die Verluste der Bankkunden erscheinen als neues Eigenkapital in den Bilanzen der Banken.

Sollten die Bankkunden verstehen, was da geschieht, werden sie sich zumindest die Einlagen, die sie nicht für tagtägliche Zahlungen benötigen, in Bargeld auszahlen lassen und es im Schließfach lagern. Ziehen die Kunden ihre Einlagen ab, verteuert sich die Refinanzierungsbasis der Banken: Kunden müssen nun höhere Zinsen geboten werden, um den Einlagenabzug zu verhindern beziehungsweise neue Refinanzierungsmittel zu erhalten.

Sollten die Geschäftsbanken nicht willens oder in der Lage sein, ihren Kunden höhere Zinsen zu zahlen, werden sie verstärkt EZB-Kredite aufnehmen (müssen). Dadurch werden die Banken zunehmend abhängig von EZB-Krediten –

Fortsetzung Fußnote 7:

nicht widerlegen. Um das zu zeigen, sei angenommen, Herr A habe durch Verkosten einer Speise seinen Hunger gestillt (er mag und kann nun keine weitere Speise zu sich nehmen). Es sind aber noch Essensreste übrig. Lässt sich daraus der Schluss ziehen: Weil Herr A jetzt satt ist, wertet er die Verkostung der Essensreste in der Zukunft höher als ihren gegenwärtigen Verzehr? Wertet er nun das Zukunftsgut (Verkostung der Speise in der Zukunft) *höher* als den Speiseverzehr in der Gegenwart? Widerlegt dieses Beispiel die Aussage, dass Zeitpräferenz und Urzins immer und überall positiv sein müssen? Die Antworten auf diese Fragen lauten: Nein.

Ökonomisch betrachtet sind Güter Mittel, die zur Erreichung eines Ziels eingesetzt werden. Dinge, die sich nicht (mehr) eignen, ein Ziel zu erreichen, sind aus Sicht des Handelnden keine Güter (mehr). Ist der Hunger durch die Speise gestillt, hören die Speisereste auf, ein Mittel zu sein, mit dem das Ziel »den gegenwärtigen Hunger stillen« erreicht werden kann. Die Speisereste können daraufhin möglicherweise zu einem Mittel werden, um andere Ziele zu erreichen (beispielsweise um die Hühner zu füttern); oder aber sie hören auf, für den Handelnden ein Gut zu sein – was etwa dann der Fall wäre, wenn die Speisereste (weil sie rasch verderben) nicht zur Erreichung anderer Ziele, die der Handelnde hat, eingesetzt werden können.

Es lässt sich also schlussfolgern: Das Argument der »Sättigung« kann die Einsicht, dass die Zeitpräferenz und damit der Urzins stets und überall positiv sind, nicht widerlegen.

beziehungsweise die Euro-Steuerzahler werden zusehends für die geschäftspolitischen Risiken der privaten Banken in Haftung genommen – zur Freude der Gläubiger und Angestellten der Banken.

Bei negativen Einlagenzinsen nimmt die Bereitschaft zu sparen ab beziehungsweise sie kommt zum Erliegen – im Vergleich zu einer Situation, in der der Zins sich im freien Markt bilden kann. Die Konsumausgaben steigen, und es werden weniger Ressourcen aus dem laufenden Einkommen für Investitionszwecke bereitgestellt. Der Aufbau des Kapitalstocks fällt gering(er) aus, und damit verschlechtern sich die Aussichten für die realen Einkommenszuwächse in der Zukunft. Die Volkswirtschaft betreibt Kapitalverzehr: Der Gegenwartsverbrauch geht zusehends auf Kosten der künftigen Wohlstandes.

Wenn die Zinsen negativ sind und das Sparen schwindet, müssen neue Investitionen verstärkt mit Bankkrediten, die aus dem Nichts geschöpft werden, finanziert werden. Die Investitionsfinanzierung wird also zusehends inflationär: Ein immer größerer Anteil wird durch ungedeckte Bankkredite finanziert, die mit einer Geldmengenausweitung einhergeht.

Um dem Strafzins zu entkommen, werden Bankkunden verstärkt Finanztitel nachfragen, die noch eine positive Rendite in Aussicht stellen. Die Nachfrage nach beispielsweise Staats- und Unternehmensanleihen nimmt zu, aber auch die nach Unternehmensbeteiligungen. Die Preise dieser Finanztitel werden aufgebläht. Eine Spekulationsblase kommt in Gang, durch die knappe Ressourcen vergeudet werden.

Das eigentliche Ziel

Den Marktzins auf 0% zu senken oder ihn gar in den negativen Bereich drücken zu wollen, steht nicht nur für eine Politik, die unvereinbar ist mit einer freien Marktwirtschaft. Ein negativer realer Marktzins, der notwendigerweise unter dem Urzins liegt, beendet den Zinsbezug. Es nimmt damit den Anreiz zu sparen und zu investieren, die Volkswirtschaft verfällt dem Kapitalverzehr. Dies war übrigens auch der Grund, warum Marxismus und Nationalsozialismus danach trachten, den Zins abzuschaffen: Gelänge das Vorhaben, den Zins abzuschaffen, wäre eine freie, marktwirtschaftliche Ordnung nicht mehr durchführbar. Es käme zu einer Verarmung und De-Zivilisierung der Volkswirtschaft.

Zielt die Politik hingegen darauf ab, nur ausgewählte Marktzinsen – wie zum Beispiel die von Bankeinlagen und Staatsanleihen – negativ werden zu lassen –, so geht es ihr ganz offensichtlich darum, eben diese Schulden zu entwerten – und nicht darum, eine »gleichgewichtige Politik« zu betreiben. Denn der Urzins tritt nicht nur im Kreditmarkt, sondern in jedem menschlichen Handlungsbereich in Erscheinung.

Die Befürworter der These, der gleichgewichtige Realzins sei negativ, müssten daher auch Politiken verlangen, die dazu führen, dass beispielsweise Investoren für eine Aktie mehr bezahlen als die Summe aller Zahlungsströme, die das Unternehmen erwirtschaftet. Um das zu erreichen, müssten sie wohl den Handelnden im wahrsten Sinne des Wortes die Pistole an den Kopf setzen.

Literatur

Eberling, R.M. (Hrsg.) (1996), *The Austrian Theory of the Trade Cycle and other Essays*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, US Alabama.

Fetter, F. (1915), *Economic Principles*, The Century Co., New York.

Hayek, F. A. v. (1936), »The Mythology of Capital«, *The Quarterly Journal of Economics* L, 199–228.

Herbener, M. (Hrsg.) (2011), *The Pure Time-Preference Theory of Interest*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, US Alabama.

Hoppe, H.-H. (2006), *On Time Preference, Government, and the Process of Decivilization*, in: *Democracy – The God That Failed. The Economics and Politics of Monarchy, Democracy, and Natural Order*, Transaction Publishers, New Brunswick, London.

Mankiw, N.G. (2009), »It May be Time for the Fed to Go Negative«, *New York Times*, 18. April, online verfügbar unter: http://www.nytimes.com/2009/04/19/business/economy/19view.html?_r=0.

Mayer, T. (2014), »Larry Summers' Interest Rate Conundrum«, *High-Level Brief*, CEPS, 16. Januar.

Mises, L. v. (1924), *Theorie des Geldes und der Umlaufmittel*, Duncker & Humblot, Berlin.

Mises, L. v. (1940), *Nationalökonomie. Theorie des Handelns und Wirtschaftens*, Editions Union Genf.

Rogoff, K. (2014), »Costs and Benefits to Phasing out Paper Currency«, Paper, präsentiert auf der NBER Macroeconomics Annual Conference in Cambridge, MA, am 11. April 2014.

Rothbard, M.N. (2001) [1962], *Man, Economy, and State*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, US Alabama.



Martin Klein*

Negativzinsen & QE: Die EZB im magischen Dreieck

Ein Blick zurück

In einer – wie es scheint – lange vergangenen Zeit wurden Deflation und Nullzinsen als das Optimum der Geldpolitik angesehen. Der Nobelpreis des Jahres 1976 ging an Milton Friedman unter anderem für seine Beiträge zu Geldpolitik und Geldtheorie. Im selben Jahr erschien Friedmans Buch *Die optimale Geldmenge* als Taschenbuch in Frankfurt bei Fischer und war nicht nur bei Studierenden ein Bestseller. Der namensgebenden Aufsatz in diesem Sammelband befürwortete eine Geldpolitik, die die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft systematisch langsamer als das Bruttoinlandsprodukt wachsen lässt, so dass sich im Ergebnis eine Deflation ergibt. Das richtige Maß der geldpolitischen Kontraktion war, so Friedman, genau da erreicht, wo die Deflation das nominale Zinsniveau auf null drückte. Damit war eine theoretische Zielmarke der Geldpolitik gesetzt, die heute noch als Friedman-Regel bekannt ist. Weit weniger bekannt ist der Beitrag der beiden US-Ökonomen Lance Girton und Don Roper, die ein Jahrzehnt nach Friedman nachwiesen, dass die Friedman-Regel im Ergebnis auch im Wettbewerb zwischen privaten, gewinnorientierten Notenbanken erreicht werden kann. Die entscheidende Größe ihrer Argumentation war die Intensität des Wettbewerbs zwischen den Banken, die durch die Substitutionselastizität der Nachfrage zusammengefasst wurde. Je intensiver der Wettbewerb, desto näher würde das Marktergebnis bei der Friedman-Regel liegen, so die Argumentation von Girton und Roper im Rahmen ihres theoretischen Modells.

Mit diesem Rückblick auf die ökonomische Theoriegeschichte haben wir die Stichworte versammelt, die auch heute wieder die Debatte bestimmen: Deflation, Nullzinsen, optimale Geldpolitik und Wettbewerb im Bankensektor. Neu an unserer aktuellen geldpolitischen Debatte sind also weder

* Prof. Dr. Martin Klein ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre – Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Deflation noch Nullzinsen, neu ist nur, dass sie heute als Bedrohung für die Wirtschaft empfunden werden und dass unsere Geldpolitik nicht optimierend und freiwillig in diese Lage geraten ist. Sie ist uns als Ergebnis der Finanz- und Wirtschaftskrisen der vergangenen Jahre erwachsen.

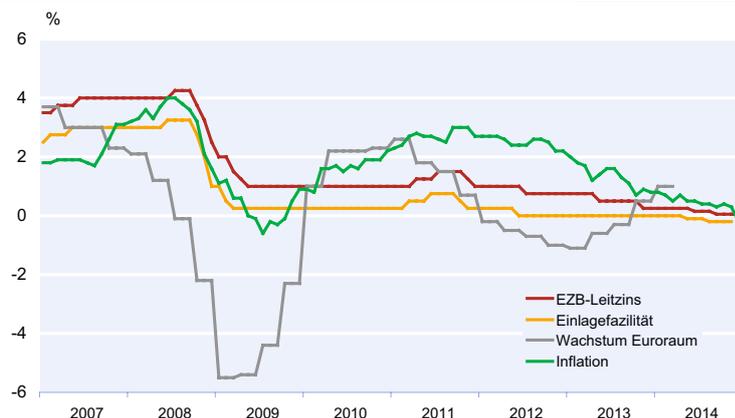
Krisenpolitik der EZB: In Trippelschritten nach unten

Am 22. Januar beschloss die Europäische Zentralbank in einem historischen Schritt eine Geldpolitik nach dem Vorbild der »Quantitativen Lockerung« (Quantitative Easing = QE) der amerikanischen Notenbank. QE-Euro besteht im Kern aus massiven Ankäufen von Anleihen der Mitgliedstaaten durch die Notenbanken des Eurosystems. Der Umfang der Ankäufe soll 60 Mrd. Euro pro Monat bis September 2016 betragen. Der spezielle »Kniff« besteht darin, dass im überwiegenden Teil des Ankaufsprogramms jede nationale Notenbank des Eurosystems Schuldverschreibungen ihres eigenen Landes aufkauft. Der Vorwurf des Bailouts klammer Staaten durch die Geldpolitik wird dadurch aus rechtlicher Sicht zumindest abgeschwächt.

QE-Euro ist heftig umstritten. Vielen gilt es als der endgültige Tabubruch durch offene monetäre Finanzierung von staatlichen Defiziten. Andere sehen es als die letzte Rettungsmaßnahme gegen die Krise, die allerdings zu spät und zu schwach kommt. Tatsache ist, dass QE-Euro die jüngste in einer langen Reihe von Maßnahmen der sog. unkonventionellen Geldpolitik ist, durch die die EZB die Eurokrise in den Griff bekommen will. Abbildung 1 zeigt, dass die EZB auf die Lehman-Krise 2008/2009 mit einer schnellen und drastischen Senkung ihres Leitzinses reagiert hat, während sie sich mit dem erneuten Ausbruch der Krise – nunmehr in Gestalt der Eurokrise – sehr viel schwerer getan hat. Nach einem misslungenen Versuch durch Anhebung des Leitzinses wieder den Rückweg zur Normalität anzutreten, bewegt

Abb. 1

Leitzins, Wachstum und Inflation im Eurogebiet



Quelle: Deutsche Bundesbank; Europäische Zentralbank.

sie sich seither in Trippelschritten nach unten. Im September 2014 wurde der Leitzins auf den neuen Tiefstwert von 0,05% gesenkt. Schon seit Juli 2012 ist der Zins der Einlagenfazilität (die den Geschäftsbanken des Eurogebiets die Möglichkeit bietet, liquide Mittel bei der EZB über Nacht zu parken) auf null gesunken, im Juni bzw. im September 2014 wurde dieser Zins dann auf – 0,1% bzw. – 0,2% gesenkt. Die aktuell beschlossene quantitative Lockerung ist die Reaktion auf die Deflation am aktuellen Rand. Der Verbraucherpreisindex des Eurogebiets (HVPI) nahm im Dezember 2014 um 0,2% ab.

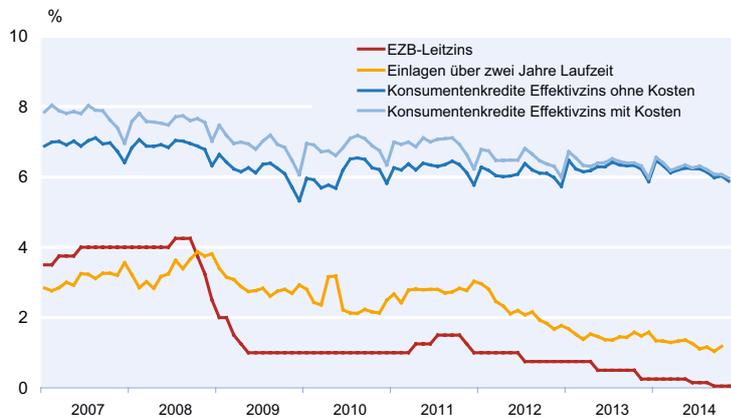
Diese Negativzinsen bedeuten, dass Geschäftsbanken, deren Einlagen bei der EZB ihre Mindestreservepflicht übersteigen, Zahlungen an die EZB leisten müssen. Warum nehmen Banken dies hin? Für die Antwort muss man sich die Alternativen ansehen (vgl. Coeuré 2014). Eine Alternative ist der Zins am Interbankenmarkt, EONIA. Auch er ist negativ. Eine weitere Alternative ist die Bargeldhaltung. Dabei fallen zwar keine Zinsverluste an, denn Bargeld hat eine Verzinsung von null, doch die Kosten der Bargeldaufbewahrung und -sicherung in größeren Mengen (vergleichbar dem bekannten Tresor von Dagobert Duck) sind enorm. Die Einlagenfazilität der EZB ist folglich für die Geschäftsbanken derzeit die beste unter den schlechten Alternativen, ihre enormen liquiden Mittel zu parken. Der Zins der Einlagenfazilität wird in dieser Lage, wie Coeuré (2014) argumentiert, zum wichtigsten Zinssatz der EZB, gleichsam ihr neuer Leitzins. Durch diesen negativen Zins macht die EZB die Haltung von liquiden Mitteln unattraktiv, mit dem Ziel, die Banken zur Anlage dieser Mittel an den Kredit- und Kapitalmärkten zu bewegen. Sie versucht damit, das klassische Diktum von John Maynard Keynes zu widerlegen: *Yes, you can push on a string*. QE-Euro bedeutet zwar die Rückkehr zur Mengensteuerung in der Geldpolitik, doch die damit einhergehende massive Ausweitung der Geldbasis (Zentralbankgeldmenge) wird den Abwärtsdruck auf EONIA noch verstärken. Ob die EZB sich dann dazu entschließen muss,

den Zins auf die Einlagenfazilität weiter abzusenken, bleibt abzuwarten. Entscheidend aber ist die Frage, wie die geldpolitischen Maßnahmen der EZB bei den Geschäftsbanken ankommen.

Negativzinsen bei den Geschäftsbanken

Die Zinssenkungen und Liquiditätsausweitungen der EZB sind bei den Geschäftsbanken des Eurogebiets zum Teil angekommen, zum Teil nicht. Abbildungen 2 und 3 zeichnen das heterogene Bild nach, wobei wir uns hier weitgehend auf deutsche Daten beschränken und auch nur eine kleine Aus-

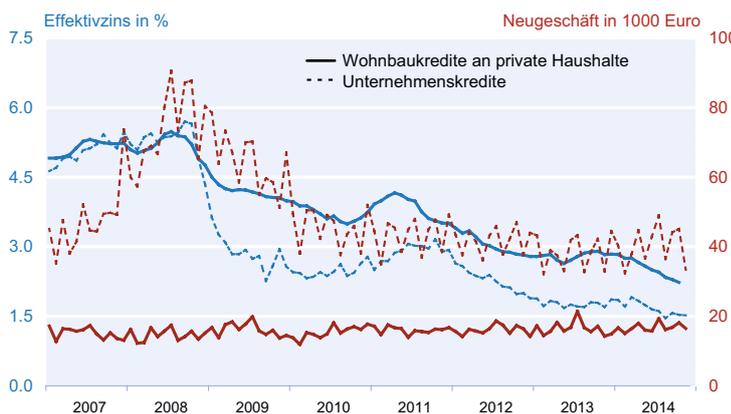
Abb. 2
EZB-Leitzins und deutsche Zinssätze



Quelle: Deutsche Bundesbank.

wahl der sehr umfangreich zur Verfügung stehenden Daten zeigen. Die Daten aus dem Rest des Eurogebiets vermitteln aber ein ähnliches Bild. Abbildung 2 zeigt zunächst, dass die Zinsen auf Bankeinlagen (hier als Auswahl: Einlagen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren) dem Leitzins der EZB nach unten gefolgt sind, aber auch am aktuellen Rand noch positiv sind. Die Zinsen für Konsumentenkredite dagegen haben sich kaum bewegt; lediglich die Kosten, die Kreditnehmern durch die Banken in Rechnung gestellt werden, sind deutlich zurückgegangen. Es sieht ganz so aus, als ob die Banken hier eine bewusste Absatzpreispolitik betreiben und die Reduktion ihrer Refinanzierungskosten nicht an ihre Kunden weitergeben. Anders bei Immobilienkrediten an Haushalte und größervolumigen Krediten (über einer Million) an Unternehmen. Hier zeigt sich, wenn wir mit dem Jahr 2010 (Ausbruch der Eurokrise) vergleichen, ein Rückgang um die Hälfte. Allerdings haben diese Zinssenkungen keine sichtbaren Auswirkungen auf das Neugeschäft mit Krediten. Dieses bleibt im Wesentlichen auf demselben Niveau.

Abb. 3
Kreditzinsen und Kredit-Neugeschäft deutscher Banken



Quelle: Deutsche Bundesbank.

Statistisch abgesicherte Informationen über Negativzinsen bei Banken sind kaum zu erhalten. Meldungen aus Tageszeitungen belegen jedoch, dass einzelne Banken de facto eine negative Verzinsung auf Einlagen größeren Umfangs eingeführt haben (vgl. *Handelsblatt* 2014). Sie sind jedoch nicht flächendeckend und treten auch nicht explizit als Negativzinsen in Erscheinung, sondern als Guthabengebühr, die zudem noch auf Geschäftskunden beschränkt ist, während Privatanleger ausgenommen bleiben.

Betrachtet man die Frage grundsätzlicher, so sind vor allem zwei Punkte wichtig: der Wettbewerb zwischen den Banken und deren Rentabilität. Zu dem ersten Punkt trifft man

in der Bundesrepublik (insbesondere im Bankenverband) die Position, dass der Wettbewerb um Kunden die Banken davon abhalten wird, systematisch negative Zinsen einzuführen. Damit verschiebt sich die Frage nach Transmission der geldpolitischen Impulse der EZB zur Frage, wie gut der Wettbewerb im Bankensektor funktioniert. In Deutschland, so die herrschende Meinung, funktioniert dieser Wettbewerb gut. Es gibt viele Banken, Konzentrationsmaße wie z.B. der Herfindahl-Index sind im europäischen Vergleich gut. Dennoch: Die Krise hat im Bankensektor Konsolidierungen und Konzentration mit sich gebracht, so dass sich im Zeitablauf doch eine Verschlechterung der Wettbewerbsintensität auch im deutschen Bankensektor ergibt. Bernhardt und Schwartz (2014) weisen außerdem darauf hin, dass der Abbau von Bankfilialen gerade in strukturschwachen Regionen stattfindet und den Zugang zu KMUs zu Bankkrediten gefährdet.

Was die Rentabilität im Bankensektor betrifft, so kann diese durch die Negativzinsen der Geldpolitik verschlechtert werden. Der Refinanzierungssatz der EZB ist positiv, wenn auch gering, der Einlagensatz ist negativ. Die Rentabilität der Banken wird zudem noch dadurch gefährdet,

dass die gesamte Zinsstruktur nach unten absinkt, wodurch die Renditemöglichkeiten bei Geldanlagen abnehmen. Die EZB ist sich dessen bewusst. Coeuré (2012) weist auf dieses Problem hin. Gerade der Wettbewerb zwischen den Banken, insbesondere ihr Bestreben, ihren Kundenstamm zu halten, wird verhindern, dass die Einlagenszinsen mit dem Rest der Zinsstruktur absinken. Gleichzeitig aber werden die Kreditzinsen sinken, und zwar vor allem in jenen Ländern, in denen variable Kreditverträge mit variabler Verzinsung vorherrschen. Eine Beeinträchtigung der Bankenrentabilität gefährdet aber die Stabilität des Bankensektors insgesamt. Dies gilt auch für die langfristigen Arbeiten an der Re-

form des Finanzsystems, denn die Stärkung der Eigenkapitalbasis der Banken durch einbehaltene Gewinne ist nur möglich, wenn die Rentabilität im Bankensektor gesichert ist.

Das magische Dreieck

Die Erfahrung mit negativen Zinsen bei der EZB und bei Geschäftsbanken ist bisher noch zu kurzfristig, um ein abschließendes Urteil zuzulassen. Entscheidend für die Zukunft werden vor allem die Auswirkungen der ab dem Frühjahr ins Haus stehenden massiven Liquiditätsausweitung im Rahmen von QE-Euro sein. Sie werden das Zinsgefüge weiter nach unten verschieben. QE-Euro hat wie das Vorbild in den Vereinigten Staaten Kritiker und Befürworter. Umstritten ist vieles: Wirkt QE wirklich, sind es nicht vielmehr andere Faktoren, die den Aufschwung in den Vereinigten Staaten bewirken? Wer sind die Gewinner, wer die Verlierer? Manche meinen, QE sei ein massives Umverteilungsprogramm von unten nach oben. Und schließlich stellt sich auch hier die Fragen nach dem Exit: Wie kommen die Zentralbanken aus der Geldpolitik, die sie mit QE beginnen, wieder heraus? Um die Debatte zu strukturieren, bietet sich meines Erachtens eine Begriffstriade an, das »magische Dreieck« aus Reflation, Bankenrentabilität und Exit (vgl. Abb. 4):

1. REFLATION

Sie ist zum dominierenden Ziel der Geldpolitik der EZB geworden. Die Furcht vor der Deflation, der Verweis auf die schleichende Entwicklung des HVPI nach unten dominieren die geldpolitischen Debatten; Gegenargumente werden in der öffentlichen Debatte kaum gehört. Die massive Liquiditätsausweitung von QE-Euro soll die Deflation stoppen und die Inflationsrate wieder auf den Zielwert von 2% anheben. Darin steckt nicht nur Geldpolitik, sondern auch die reale politische Ökonomie des Eurogebiets. QE-Euro ist das »konjunkturelle Programm« der EZB. Die Geldpolitik übernimmt mangels proaktiver Fiskalpolitik auf europäischer Ebene die Hauptlast der Konjunkturpolitik.

2. BANKENRENTABILITÄT

Sie ist unabdingbar zur Sicherung der Stabilität des Bankensektors. Ohne hinreichende Rentabilität der Banken im Eurogebiet kann das auf lange Sicht angelegte Reformwerk des Finanzsektors nicht gelingen. Die Auswirkungen negativer Zinsen und von QE-Euro auf die Bankenrentabilität sind unsicher.

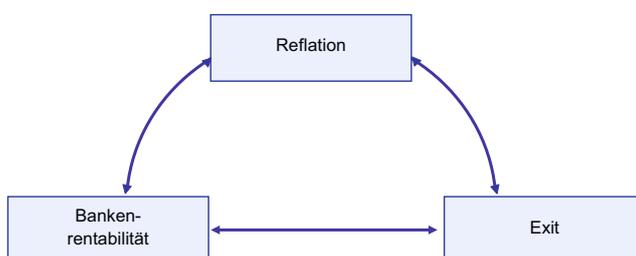
3. EXIT

Die EZB betreibt ihre unkonventionelle Geldpolitik nicht, um die Wirtschaft in Alleinregie mit Liquidität zu versorgen. Ihr Ziel ist vielmehr, die Geld- und Kreditmärkte wieder zum Funktionieren zu bringen. Wenn sie damit Erfolg hat, so muss danach notwendig der Ausstieg (Exit) aus den unkonventionellen Maßnahmen kommen und die Rückkehr zur geldpolitischen Normalität. So jedenfalls der Plan. Der geldpolitische Exit ist »the elephant in the room«, es gehört nicht zu guten Ton, davon zu reden, ein zu früher Ausstieg oder auch nur ein zu früh erwarteter Ausstieg könnte nämlich die Wirksamkeit von QE-Euro beeinträchtigen. Demgegenüber steht das Risiko, dass die unkonventionelle Geldpolitik und Finanzierung von Staatsdefiziten zur neuen Normalität werden. Je länger sie betrieben werden, desto schwieriger wird ein Exit. Nicht nur weil sich die Öffentlichkeit an die neue Normalität gewöhnt, sondern auch deshalb, weil die Länder des Eurogebiets mit ihrer unterschiedlichen (und weiter divergierenden) wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit in unterschiedlichem Maß von der EZB abhängig werden. Die Geldpolitik könnte damit zum entscheidenden Bindeglied werden, welches die Länder des Eurogebiets wirtschaftlich zusammenhält.

Das Begriffsdreieck ist »magisch«, denn zwischen allen Ecken gibt es positive und negative Beziehungen. Reflation durch forcierte Negativzinsen kann die Bankenrentabilität gefährden. Ein Exit ist nur möglich, wenn die Reflation funktioniert und wenn die Bankenrentabilität gesichert ist. Ein angekündigter Exit könnte den Erfolg von QE-Euro gefährden. Und der Erfolg von QE-Euro schließlich könnte den Exit ökonomisch und politisch unmöglich machen.

Abb. 4

Das magische Dreieck



Quelle: Darstellung des Autors.

Literatur

Benhabib, J., S. Schmitt-Grohé und M. Uribe (2001), »The Perils of Taylor Rules«, *Journal of Economic Theory* 96, 40–69.

Bernhardt, K. und M. Schwartz (2014), »Filialnetz von Deutschlands Banken lichtet sich«, *KfW Economic Research Fokus Volkswirtschaft* 49, 10. März.

Bullard, J. (2010), »Seven Faces of 'The Peril'«, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/Oktober, 339–352, online verfügbar unter: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/10/09/Bullard.pdf>.

Coeuré, B. (2012), »Central Banks and the Challenges of the Zero Lower Bound«, Europäische Zentralbank, Frank-

furt am Main, online verfügbar unter: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120219.en.html>.

Coeuré, B. (2014), »Life below Zero: Learning about Negative Interest Rates«, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main, online verfügbar unter: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140909.en.html>.

Girton, L. und D. Roper (1981), »Theory and Implications of Currency Substitution«, *Journal of Money, Credit and Banking* 13(1), 12–30.

Handelsblatt (2014), »Commerzbank führt Negativzinsen ein«, 19. November, online verfügbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/vorsorge-versicherung/altersvorsorge-sparen/gebuehr-fuer-hohe-einlagen-commmerzbank-fuehrt-negativzinsen-ein/11004972.html>.

Thornton, D.L. (2010), »The Downside of Quantitative Easing«, *Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic Synopses* 34, online verfügbar unter: <http://research.stlouisfed.org/publications/es/10/ES1034.pdf>.