

Bemerkenswert an der aktuellen Zinsstrukturkurve (gestrichelte schwarze Linie) sind nicht nur die negativen Zinssätze bei kurzen Laufzeiten, sondern die extreme Flachheit, d. h. das Fehlen von sogenannten Laufzeitprämien, also einer vom Markt gebotenen Mehrverzinsung dafür, dass Anleger eine längere Bindungsdauer eingehen. Die sich hieraus ergebenden Folgen für das Geschäftsmodell der Kreditinstitute werden nachstehend in Kapitel 3.4 näher erläutert. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Niedrigzinspolitik der EZB eine prinzipiell sachdienliche Reaktion auf güterwirtschaftliche und demografische Probleme der Eurozone ist, durch ihre Nebenwirkungen jedoch gleichzeitig eine Vielzahl neuer Probleme schafft.

3.4 Folgen der Null- und Negativzinspolitik

Kann es sein, dass die Medizin schlimmer als die Krankheit ist?

Es fällt den meisten Bürgern schwer, sich vorzustellen, in wie viele unterschiedliche Bereiche das Phänomen Nullzins oder Negativzins letztlich hineinwirkt, da die Aufmerksamkeit fälschlicherweise primär auf den **nominellen** Verzinsungen von Spar- und Geldmarktkonten liegt. Dies ist zwar die offensichtlichste, aber keineswegs die

schwerwiegendste Auswirkung, da es eine ganze Reihe Zweit- und Drittwirkungen (= Domino-Effekte) fehlender Zinsen gibt, die sich in ihrer Summe zu einem erheblichen Kollateralschaden auswachsen können. Nachstehend werden die wichtigsten **Domino-Effekte der aktuellen Nullzinswelt** erläutert. Nur für einen Teil der entstehenden Probleme gibt es bereits Antworten oder gar Lösungen, diese müssen jedoch zeitnah gefunden werden, zumal sich die Auswirkungen fehlender Zinsen über die Zeit kumulieren.

Bisher ausbleibende Verbraucherpreisinflation

Stand Anfang 2020 ist die – von der EZB sogar explizit gewünschte – inflationssteigernde Wirkung der Geldmengenausweitung und Nullzinspolitik ausgeblieben.⁴⁸ Die Verbraucherpreisinflation ist nicht so stark gestiegen wie von der EZB beabsichtigt. Die in Kapitel 3.3 vorgestellte Überlegung einer Steigerung von Konsum- und/oder Investitionsnachfrage durch Senkung des Zinsniveaus unter die Zeitpräferenzrate hat somit (noch) nicht funktioniert. Trotz gesunkener Zinsen bewahren die Bürger derzeit lieber ihr Geld für später, als es heute auszugeben.

Jedoch beweist dies nicht zwingend die Unrichtigkeit der Theorie der Zeitpräferenz. Vielmehr könnte die Zeitpräferenzrate der Konsumenten (Gegenwartskonsum ist wertvoller als Zukunftskonsum) sowie die der Unternehmen (Orientierung an der Gewinnrate, also der zu erwartenden Profitabilität des investierten Kapitals) so gering sein, dass selbst der gesunkene Marktzins noch zu hoch ist. Aufgrund dieser Möglichkeit gibt es seitens IWF und EZB auch Überlegungen und Konzepte für die Durchsetzung noch niedrigerer Zinsen (siehe dazu weitere Ausführungen in diesem Kapitel). Gleichzeitig gibt es warnende Stimmen, die darauf hinweisen, dass historisch große Geldmengenausweitungen stets zu hoher – oft sogar unkontrollierbarer – Inflation geführt haben. Nur dass diese eben zeitverzögert und nicht als unmittelbar wahrnehmbare Reaktion erfolgt sind (vgl. die Ketchup-Theorie aus Kapitel 3.1).

Vermögenspreisinflation (Asset Inflation)

Die historisch zuvor noch nie erlebten Niedrigzinsen – selbst bei extrem langfristigen Kapitalüberlassungsverhältnissen von zwanzig und mehr Jahren – senkten sowohl die Finanzierungskosten als auch die bei als sicher geltenden Zinsanlagen erzielbaren Erträge und somit die **Opportunitätskosten**. Die unausweichliche Folge sind

beträchtliche, zum Teil sogar enorme Preissteigerungen von Sachanlagen, seien es Aktien, Edelmetalle und Rohstoffe oder auch Immobilien und unbebautes Land. Diese Preissteigerungen, auch wenn sie teilweise eine Verdoppelung oder Verdreifachung innerhalb der letzten zehn Jahre betragen, sind nur in wenigen Fällen als Preisblase zu interpretieren. Natürlich können sich vereinzelt (insbesondere bei Immobilien und hier in sogenannten »Hot Spots«) auch Blasen bilden, die insbesondere bei der kurzfristigen Gegenfinanzierung langfristiger Anlagen mit Fremdkapital platzen könnten. In der oft aufgeheizten Diskussion wird jedoch gerne übersehen, dass sich der ganz seriös ermittelte Ertragswert⁴⁹ einer langfristigen, renditetragenden Anlage, wie z. B. einer vermieteten Immobilie, durch die starken Zinssenkungen bei sonst unveränderten Daten durchaus vervier- bis versechsfacht haben kann. Der Effekt der Aufblähung von Vermögenspreisen bei sinkenden Zinsen würde sich bei steigenden Zinssätzen zwangsläufig umkehren.⁵⁰ Der starke Ertragswertanstieg entsteht selbst ohne Annahme von Miet- oder Dividendensteigerungen einfach durch die Tatsache, dass eine Abzinsung der Erträge nun zu 0,9% oder 1,2% p. a. erfolgen kann, während sie vor zehn Jahren zu 6% oder mehr durchgeführt werden musste. Durch die gesunkenen Zinsen steigt der Ertragswert umso stärker, je langfristiger das betreffende Anlagegut Erträge erwarten lässt. Ein Beispiel für eine Ertragswertrechnung finden Sie in der Endnote.⁵¹

Eine Prognose der weiteren Entwicklung von Vermögenspreisen auf breiter Front wäre spekulativ und soll daher unterbleiben. Nicht spekulativ ist jedoch der sachlogische Zusammenhang zwischen ökonomisch korrekten, also an Ertragswerten orientierten, Preisen einerseits und der Zinsentwicklung andererseits. Insofern nützt es Ihnen, wenn Sie zinsgetriebene Vermögenspreiseffekte von spekulativen Preisblasen unterscheiden.

Würde das vieldiskutierte Szenario »Japanifizierung« der europäischen Wirtschaft – also eine lang anhaltende Phase kleiner Wachstumsraten, geringer Verbraucherpreis-inflation und folglich niedriger Zinssätze – eintreten, so ist ein Platzen von Preisblasen bei den Sachvermögensklassen sehr unwahrscheinlich. Vielmehr werden in diesem Szenario die Vermögenspreise weiter (moderat) wachsen oder auf hohem Niveau, bildlich gesprochen also einem Preisplateau, verharren.

Bedrohung der wichtigsten Ertragsquelle von Geschäftsbanken

Ein zentrales Geschäft von Kreditinstituten⁵² besteht in der Hereinnahme von Kundeneinlagen jeder Form und der Weiterverleihung dieser Mittel in Form von Kredi-

ten. Dabei betreiben die Banken typischerweise eine sogenannte **Fristentransformation**, d.h., sie wandeln überwiegend kurzfristige Einlagen in länger laufende Kredite um (Schlagwort: »Aus kurz mach lang.«). Hierdurch verdienen Banken eine sogenannte **Laufzeitprämie**, d.h., sie profitieren vom positiven, also ansteigenden Verlauf der Zinsstrukturkurve mit der Dauer der Kapitalüberlassung (Restlaufzeit). Dieser Effekt ist umso stärker, je steiler der positive Verlauf der Zinsstrukturkurve ist. Die nachstehende Abbildung zeigt den Zusammenhang in stark vereinfachter Form.⁵³

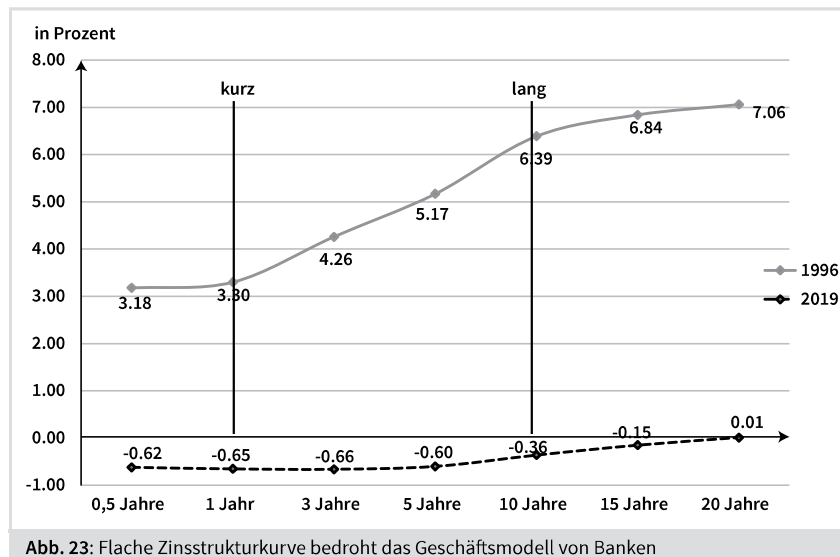


Abb. 23: Flache Zinsstrukturkurve bedroht das Geschäftsmodell von Banken

Bei einer normalen Zinsstrukturkurve ist die Laufzeitprämie für die Geschäftsbanken beträchtlich, siehe die graue Kurve in der obigen Abbildung. Die Beispieldaten des Jahres 1996 ergeben eine Laufzeitprämie zwischen einjähriger und zehnjähriger Zinsbindungsdauer in Höhe von 6,39% minus 3,30%, also etwas über 3% p. a. Eine schöne Marge für die Bank, aus der sie viele Kosten decken und zudem noch Gewinn erzielen kann. Für das Gegenbeispiel des Jahres 2019 sollen konkrete Zahlen gar nicht berechnet werden (negative Einlagenzinsen geben ja nicht alle Banken weiter). Jedoch wird sofort erkennbar, dass die flache Zinsstrukturkurve (die dunkle

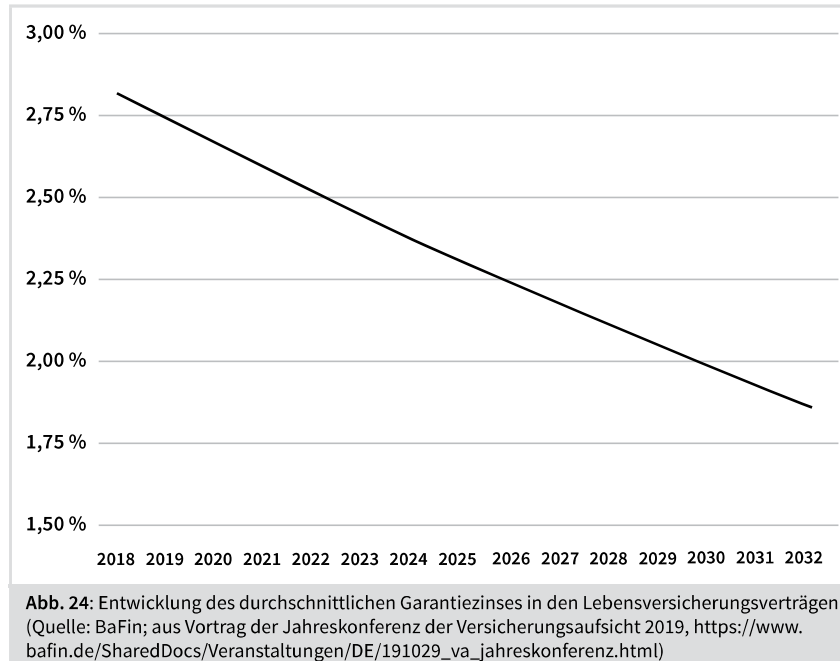
gestrichelte Kurve in der Abbildung) kaum noch eine Laufzeitprämie für die Bank ermöglicht. Dieser Zusammenhang ist der wichtigste Grund für die aktuelle Ertragschwäche von Banken und Sparkassen.

In der Zeit seit dem Zweiten Weltkrieg kam es schon gelegentlich, wenn auch selten, zu flachen Zinsstrukturkurven, zweimal sogar zu fallenden (= inversen) Verläufen. Gesunde Banken und Sparkassen überstehen solche Dürrephasen für eine überschaubare Zeit, z. B. ein bis drei Jahre. Den **dauerhaften Wegfall von Laufzeitprämien** verträgt das traditionelle Geschäftsmodell der Kreditinstitute jedoch nicht und es kann ihnen angesichts hoher Restrukturierungskosten (insbesondere Abfindungen)⁵⁴ auch kaum gelingen, die wegfallenden Erträge durch Kosteneinsparungen aufzufangen.⁵⁵

Lebensversicherer zwischen hohen Kosten und Ertragslosigkeit

Die Langfristigkeit von Versprechungen bzw. Leistungszusagen der Versicherer bei kapitalbildenden Lebens- und Rentenversicherungen erweist sich in einer langanhaltenden Nullzinswelt als für die Versicherungsbranche heikel und möglicherweise existenzbedrohend. Zwar haben die Gesellschaften in den letzten Jahren wegen der sinkenden Marktrenditen den Garantiezinssatz (umgangssprachlich auch Garantiezins)⁵⁶ reduziert. Fachbücher und Internet enthalten eine Vielzahl von Grafiken, die den Niedergang der Garantiezinsen bis zu den aktuellen 0,9% (bei ca. 1,7% Inflationsrate) zeigen. Viel relevanter ist jedoch der Blick auf die in den nächsten Jahren nötigen Durchschnittsrenditen, welche die Versicherer wegen der von ihnen **gegebenen Garantien** erzielen müssen. Denn es bestehen noch erhebliche Bestände von Altverträgen mit hohem Garantiezins, von denen Jahr für Jahr nur ein geringer Teil ausläuft. Daher sinkt die im Durchschnitt über das gesamte noch zu erfüllende Vertragsvolumen der Lebensversicherer zu erbringende Rendite nur sehr langsam. Das zeigt die Projektion der BaFin in der nächsten Abbildung sehr eindrucksvoll. Soweit die Versicherer diese Rendite nach Kosten nicht erwirtschaften können, werden sie Reserven hierfür auflösen müssen.

3 Harte Fakten



Gleichzeitig verringern sinkende Inflationsraten die – aus Sicht der Versicherer über Jahrzehnte vorteilhafte – Geldillusion ihrer Kunden⁵⁷. Über viele »goldene Jahrzehnte« nach dem Zweiten Weltkrieg akzeptierten die Versicherungskunden nämlich mit kapitalbildenden Versicherungsverträgen⁵⁸ ein Vehikel, welches in realen Größen gerechnet schon immer ertragsarm bis ertragslos war. Durch die damals höheren Marktzinsen sahen auch die Ablaufleistungen für den Versicherungskunden scheinbar attraktiver aus. Den gleichzeitig hohen Kaufkraftverlust durch die kumulierte Inflation übersahen oder unterschätzten die Kunden jedoch. Mit anderen Worten: Es ergaben sich durch die kumulierte Inflation **optisch aufgeblähte Ablaufleistungen**, die dem ökonomischen Laien eine akzeptable Entwicklung des Vorsorgekapitals vorgaukelten.⁵⁹ Der Rückgang der Inflationsrate in den letzten Jahren führte nun dazu, dass sich die Spanne zwischen nominellem Zins und Realzins verringerte. Somit wurde für breitere Bevölkerungskreise die Unvorteilhaftigkeit von Versicherungen mit Sparcharakter besser erkennbar.

Das von der BaFin seit 2014 dirigierte kurzfristige Krisenmanagement der Versicherer hat im Wesentlichen funktioniert.⁶⁰ Nachdem im Juni 2018 noch 34 der 86 deutschen Lebensversicherer unter der »intensivierten Aufsicht« der BaFin standen, sind es Anfang 2020 »nur« noch 20 Unternehmen.⁶¹ Jedoch spricht selbst der oberste Versicherungsaufseher, Dr. Frank Grund, von der BaFin davon, dass die niedrigen Zinsen mittlerweile das Geschäftsmodell der Lebensversicherer gefährden.⁶² Um zukunftsfähig zu werden und Vorsorgeprodukte mit tatsächlichem Mehrwert (und nicht nur durch Geldillusion erzeugten »Schein-Mehrwert«) zu bieten, müssen Lebensversicherer die in guten Zeiten aufgebauten Kostenstrukturen ernsthaft in Frage stellen und ihr Kostenniveau erheblich senken. Zudem müssten die regulativen Vorschriften für die Anlage der Kundengelder (z. B. im Sicherungsvermögen) den Verhältnissen einer Nullzinswelt angepasst werden. Denn selbst bei verringertem Kostenniveau ist bei derzeitiger Dominanz renditeloser Anlageklassen im Sicherungsvermögen nur ein **Ansparprozess mit realen Verlusten** möglich.

Bausparkassen in Not und ohne Zukunftsperspektive

In Kapitel 3.6 finden Sie den Nachweis, dass Bausparverträge für den Kunden – vielleicht abgesehen von extrem seltenen Ausnahmen – in einer fortdauernden Null- oder Minuszinswelt schon allein aus rein mathematischen Gründen nicht vorteilhaft sein können. In den drei Szenarien – (a) noch niedrigere Zinsen, (b) konstant bleibende Zinsen und (c) moderat steigende Zinsen – erweisen sich Bausparverträge im Verhältnis zu alternativen Finanzvehikeln als klar unterlegen. Es bleibt lediglich ein Szenario, welches in der Branche als »Sargklappern« bezeichnet wird, nämlich eine Situation kräftig steigender Zinssätze, in denen das Bauspardarlehen durch seine **langfristig ausgesprochene Zinsgarantie** einen Mehrwert versprechen kann. Jedoch ist die Bausparbranche auf dieses Szenario selbst nicht vorbereitet und hat mit Einwilligung der Finanzaufsicht die Vorsorge für den Eintritt starker Zinssteigerungen – nämlich den Fonds zur bauspartechnischen Absicherung (FbtA) – aufgelöst, um damit aktuelle Ertragsprobleme zu mindern. Folglich werden Bausparkassen nur dann zukunftsfähig sein, wenn sie ihr ursprüngliches Alleinstellungsmerkmal, nämlich kollektives Ansparen und zinssichere, marktunabhängige Kreditvergabe aus den Mitteln des Ansparkollektivs, vollständig verlassen und **Erträge aus anderen Geschäftsmodellen** (Maklerdienstleistungen, traditionelle Immobilienfinanzierungen usw.) generieren.

Pensionsfonds und Pensionskassen

Bereits im Jahresbericht 2016 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin wird von »erheblichen Belastungen« gesprochen, die für Pensionskassen aus einem niedrigen Zinsniveau resultieren. Damals schien der BaFin lediglich die »kurzfristige Risikotragfähigkeit« der Branche gewährleistet. Jedoch sei zu befürchten, dass Pensionskassen **zusätzliche externe Mittel** benötigten, um ihre Verpflichtungen erfüllen zu können die – je nach Rechtsform – von Trägern oder Aktionären erbracht werden müssten.⁶³ Drei Jahre später ist die ungünstigste der denkbaren Entwicklungen eingetreten und die Finanzaufsicht warnt vor einer existenzbedrohenden Gefahr für das Geschäftsmodell. 31 von insgesamt 137 Pensionskassen standen Ende 2019 unter der intensivierten Aufsicht der BaFin. Drei Pensionskassen haben bereits ihre Leistungen an Betriebsrentner gekürzt.⁶⁴ Neben den Auswirkungen der niedrigen Zinsen sind auch die Unterschätzung **längerer Rentenbezugsdauern** (verbesserte Lebenserwartung der Rentenempfänger) sowie ganz schlicht Managementfehler und Kalkulationsfehler bei einzelnen Pensionskassen problemverursachend.⁶⁵ Von den handwerklichen Mängeln abgesehen wird deutlich, dass dauerhafte Nullzinsen zwangsläufig jegliche Form der kapitalgedeckten Altersvorsorge grundlegend behindern. Neben schlichtem Schadensmanagement in Form von zusätzlichen Finanzierungszahlungen und möglichst gerecht verteilten Leistungskürzungen müssen gänzlich andere Vorsorgemodelle (z. B. auf Basis von rentableren Anlageklassen) gefunden werden. In anderen Ländern gibt es z. B. sehr preiswerte Assetklassenfonds⁶⁶, die das Kapital jüngerer Arbeitnehmer weitgehend in renditestarken Aktien anlegen, jedoch den Aktienanteil mit wachsendem Alter des Leistungsempfängers automatisch Jahr um Jahr vermindern, um dessen Kursrisiken zu reduzieren. Warum sind diese bewährten und preiswerten Produkte in Deutschland nicht einmal zum Vertrieb zugelassen?

Die Flucht ins Bargeld – Bargeldhortung

Bis vor wenigen Jahren galten negative Zinssätze als schlicht unmöglich und lagen weit außerhalb des Denk- und Machbaren. Wie unrealistisch Minuszinsen für Guthaben oder Einlagen erschienen, erkennt man nicht nur daran, dass derartige Überlegungen weder in volkswirtschaftlichen Vorlesungen oder Schriften vorkamen, sondern auch daran, dass die EDV-Programme der Kreditinstitute nicht für die Berechnung von Negativzinsen vorgesehen waren, sodass aufwendige Umprogrammierungen in der Bankensoftware nötig wurden und sind.⁶⁷

Ausweich- und Fluchtverhalten sowie Maßnahmen der Gegensteuerung

Das Vertrauen darauf, dass Null die faktische Untergrenze für Zinsen sei, kommt ganz einfach daher, dass die von negativen Zinsen Betroffenen auf Bargeldhaltung – gerne auch als Bargeldhortung bezeichnet – ausweichen könnten.⁶⁸ Die Bürger nehmen in diesem Fall zwar den Inflationsschaden in Kauf, zahlen jedoch zumindest keinen negativen Zinssatz. Durch ein Bargeldverbot könnten Staaten ihren Bürgern aber die Möglichkeit der Bargeldhortung nehmen und den Spielraum der Zentralbanken auf beliebig niedrige Zinsen ausweiten. Allerdings ist das Recht auf Bargeld in vielen Ländern – so auch in Deutschland – grundsätzlich geschützt. Euro-Banknoten sind gesetzliches Zahlungsmittel in Deutschland.⁶⁹ Daher ist auch das Aufbewahren von ehrlich verdientem und versteuertem Geld völlig legal.

Genau genommen sind die Kosten der Bargeldhortung jedoch – zumindest bei größeren Beträgen – nicht ganz Null, sondern es fallen Kosten für die sichere Lagerung des Bargeldes (z. B. für einen Safe, ggf. auch für eine zusätzliche Versicherung) an. Somit ergibt sich ökonomisch folgender Zusammenhang:

Die Untergrenze der Zinsen entspricht den Kosten der Bargeldhaltung.⁷⁰

Senken die Kreditinstitute den Einlagenzins auf ein noch niedrigeres Niveau, so werden rationale Betroffene die »**Flucht ins Bargeld**« antreten, ihre Ersparnisse abheben, verstärkt Bargeld horten und so versuchen, den Minuszinsen zu entgehen. Bereits im März 2016 hat das im DAX gelistete Versicherungsunternehmen Münchener Rück öffentlich bekannt gemacht, zur Vermeidung von Negativzinsen große Bargeldmengen in eigenen Tresoren zu bunkern.⁷¹ Das entsprechende Verhalten von Geschäftsbanken, die naturgemäß bereits über große Tresorkapazitäten verfügen, wird zwar nur von einzelnen Instituten bestätigt⁷², jedoch von der Deutschen Bundesbank klar beobachtet.⁷³

Die Bargeldhortung durch **Private** hat bis 2018 zwar auch zugenommen, jedoch keineswegs übermäßig, was die Deutsche Bundesbank auf ihrem Bargeldsymposium 2018 damit begründet hatte, dass die Geschäftsbanken negative Zinsen bis dahin nicht an Privatleute weitergaben.⁷⁴ Vertiefende Angaben enthält der jährliche Bericht »Zahlen & Fakten rund ums Bargeld« der Deutschen Bundesbank.⁷⁵ Durch

die verstärkte Weitergabe negativer Zinsen von Kreditinstituten an Private könnte es in der Zukunft zu einem Anstieg der privaten Bargeldhortung kommen. Dies führt zu der spannenden Frage, was Regierungen und Zentralbanken in diesem Fall unternehmen werden.

Bargeldvergällung ohne Bargeldverbot

Unter Bargeldvergällung werden Maßnahmen oder Vorschriften verstanden, die es den Bürgern – ohne dass es ein explizites Bargeldverbot gibt – unattraktiver machen, Bargeld zu horten bzw. überhaupt Bargeld zu verwenden.⁷⁶ Vorab: Es gibt in der gesamten Eurozone keine offiziell kommunizierten Maßnahmen, die Stand Anfang 2020 mit dem Ziel der Bargeldvergällung für den rechtschaffenen Bürger durchgeführt werden. Jedoch gibt es Maßnahmen, die mit anderen Motiven (meist der Abwehr von organisiertem Verbrechen und Geldwäsche)⁷⁷ begründet werden – und faktisch die Bargeldhortung unattraktiver machen. Diese sind:

1. Abschaffung große Scheine

Wenn die Untergrenze negativer Zinsen wie in der obigen Gleichung gezeigt den Lagerhaltungskosten des Bargeldes entspricht, so lässt sich die Attraktivität der Bargeldhortung vermindern. Anders ausgedrückt: Wenn es mindestens genauso teuer ist, Bargeld in größeren Mengen aufzubewahren, wie die Negativzinsen für den gleichen Betrag auf dem Konto zu erdulden, wird der Großteil der Bevölkerung ihre Beträge auf den Konten belassen. So führt die Abschaffung des 500-Euro-Scheins im April 2019⁷⁸ zu grob zweieinhalbfachen Lagerkosten, wenn zur Hortung nunmehr auf 200-Euro-Scheine ausgewichen werden muss. Die nachstehende Tabelle gibt ein Gefühl für die Relationen^{79,80}:

Prämisse: Hortung von 1.000.000 (1 Mio.) Euro in Bargeld				
Wert des Scheins	Anzahl der Scheine	Gewicht in Kilogramm	Volumen in Litern	Kantenlänge Würfel in cm
500	2.000	2,24	3,4	15
200	5.000	5,35	8,4	20
100	10.000	10,20	15,7	25
50	20.000	18,40	28,0	30

Tab. 2: Dimensionen der Hortung von Bargeld

1. Einführung oder Senkung allgemeiner Bargeld-Obergrenzen

Während es in Deutschland keine gesetzliche Höchstgrenze für Zahlungen mit Bargeld gibt, hat die Mehrzahl der EU-Staaten eine solche Grenze eingeführt und zum Teil auch abgesenkt. Beispielhaft sollen hier Portugal, Spanien, Frankreich, Italien, Griechenland und Polen genannt werden.⁸¹

2. Senkung von Grenzen für anonyme Bargeldzahlungen

Im Unterschied zum letzten Punkt geht es hier um *anonymes* Bezahlen. In den einzelnen EU-Staaten gelten recht unterschiedliche Betragsgrenzen, bis zu denen Zahlungen anonym erfolgen dürfen. In Deutschland wurde der Höchstbetrag zum 26. Juni 2017 von zuletzt 15.000 Euro auf 10.000 Euro herabgesetzt. Und zum 1. Januar 2020 wurde die Regelung zusätzlich komplizierter, da seither die Grenze für bestimmte anonyme Bargeldtransaktionen deutlich auf 2.000 Euro gesenkt wurde. § 4 des hierfür geltenden Geldwäschegesetzes (GwG) bezeichnet das als »Transaktionen über hochwertige Güter«. Bemerkenswert ist, dass dies im Gesetz überraschenderweise nicht nur Edelmetalle wie Gold und Silber sind, sondern auch Edelsteine, Schmuck, Uhren, Kunstgegenstände, Antiquitäten, Kraftfahrzeuge usw. (Näheres in der Endnote).⁸²

3. Banknoten kurzzyklisch austauschen

Eine Bargeldvergällung könnte auch dadurch erfolgen, dass die Zentralbank die als Zahlungsmittel zulässigen Scheine (Münzen sind aufgrund der geringen Beträge irrelevant) alle paar Jahre austauscht und die alten – insbesondere mit kurzer Rücknahmefrist – für ungültig erklärt. Entsprechende Berichte gibt es zuhauf, es lassen sich jedoch kaum Nachweise dafür finden. Allenfalls beim Austausch der Banknoten Norwegens im Jahre 2018 konnte durch die kurze Rücknahmefrist von ca. einem Jahr sowie restriktive Rücknahmebedingungen für alte Scheine dieser Eindruck entstehen.⁸³ Für einen großen Währungsraum wie die Eurozone erscheint der Aufwand des kurzzyklischen Austauschs mit Erklärung der Ungültigkeit alter Scheine zu aufwendig.

Ein Vertrauenssignal dagegen sendet die Deutsche Bundesbank. Sie tauscht auch fast zwanzig Jahre nach Abschaffung nach wie vor die auf DM lautenden Banknoten und Münzen gebührenfrei in unbegrenzter Höhe und unbefristet in Euro um.⁸⁴ Überhaupt signalisiert die Deutsche Bundesbank eine sehr entspannte Einstellung gegenüber der Hortung von Bargeld durch rechtschaffene Bürger, die legal erworbenes und versteuertes Geld in Form von Banknoten besitzen möchten.⁸⁵

4. Faktische Bargeldsteuer – Spaltung zwischen Bargeldpreisen und Preisen für digitale Bezahlung

Eine sublime, aber höchst wirksame Form der Bargeldvergällung – und zwar ganz ohne ein politisch schwer durchsetzbares Bargeldverbot – kommunizieren Vordenker von IWF⁸⁶ und EZB⁸⁷: Sie schlagen eine Differenzierung zwischen Preisen für Barzahlung einerseits und Zahlung mit elektronischen Zahlungsmitteln vor. Dies erscheint zunächst sehr einfach, weist jedoch im Detail eine Menge Umsetzungsprobleme und »Haken« auf, die hier nicht ausgeführt werden können. Daher herrscht unter Makroökonomern und Finanzfachleuten aktuell große Verunsicherung, ob die nachfolgend geschilderten Gedankenspiele lediglich psychologische Kriegsführung (moral suasion) seitens Zentralbanken und IWF darstellen oder ein wahrscheinliches Zukunftsszenario beschreiben.

Ausgangspunkt ist die Unterscheidung zwischen

- digitalem Geld (= elektronischem Geld), also Bezahlung durch Geld- und Kreditkarten, (Einmal-)Lastschrift, Überweisung oder Bezahl-Apps, einerseits und
- klassischer Bargeldnutzung, also Bezahlung mit Münzen und Scheinen, andererseits.

Gelingt es nun, die Preise aller Güter und Dienstleistungen mit Hilfe eines staatlichen Eingriffs durch einen Umrechnungsfaktor (ganz wie ein Währungskurs) zwischen Bargeld und elektronischem Geld zu differenzieren, so kann man die Nutzung von Bargeld für den Bürger unattraktiv machen. Der wichtige Unterschied: Nicht die Bargeldhortung wird bestraft oder besteuert. Sondern das Bezahlen mit Bargeld gegenüber dem Bezahlen mit digitalem Geld wird verteuert (irgendwann muss der Bürger ja das Geld in Güter oder Dienstleistungen umsetzen). Dabei ist es keineswegs erforderlich, z. B. alle Güter im Supermarkt mit zwei Preisen zu versehen. Folgendes Schild wäre völlig ausreichend.



Abb. 25: Ankündigung gespaltener Preise für digitale Zahlungen einerseits und Barzahlungen andererseits

Dann muss nur noch glaubhaft kommuniziert werden, dass die Abwertung von Bargeld gegenüber digitalem Geld jährlich fortschreitet, und schon werden sich die Privaten »freiwillig« ganz schnell von ihren Scheinen trennen.⁸⁸ Ob dieses Szenario einer Preisspaltung jemals Wirklichkeit wird, ist ungewiss.

Über die zitierten Gedankenspiele hinaus sind keine weitergehenden Vorbereitungs-handlungen bekannt. Jedoch schreitet die Entwicklung von digitalem Zentralbank-geld (E-Money) voran, welches ein weiterer Schritt sein könnte, auf Bargeld zu verzichten.⁸⁹ Von zentraler Bedeutung wird das künftige Zahlungsverhalten der Bürger sein. Wenn der Anteil von Barzahlungen weiterhin stark abnimmt und letztlich sehr gering wird, könnte argumentiert werden, dass sich die Kosten der Bargeld-Infra-struktur nicht mehr lohnen, und das Bargeld zumindest faktisch aufgegeben werden. Spätestens damit wäre – ganz abgesehen von Fragen des Datenschutzes und des »gläsernen Bürgers« – der Weg zu beliebig niedrigen Zinsen (minus 3%, minus 4%, minus 5% ...) grundsätzlich frei.

Zombie-Kredite und Zombie-Unternehmen

Eine weitere – eindeutig negative – Nebenwirkung der EZB-Zinspolitik ist die Tatsache, dass die niedrigen Zinsen den Selbstreinigungsprozess innerhalb der Wirtschaft der EU-Mitgliedsstaaten verhindern. Mit anderen Worten: Bei extrem niedrigen Zinsen für Firmenkredite überleben auch Unternehmen mit ineffizienten Strukturen oder mit wenig geeignetem bzw. nicht mehr zeitgemäßem Geschäftsmodell.⁹⁰ Unternehmen, die bei früher »normalem« Zinsniveau in die Insolvenz geraten wären, sich jedoch heute bei unnatürlich niedrigen Zinsen durch »**betreutes Finanzieren**«⁹¹ künstlich am Leben halten können, werden als Zombie-Unternehmen bezeichnet.⁹² Steigt der Anteil von Zombie-Unternehmen in einer Volkswirtschaft, weil über mehrere Jahre die tatsächliche Insolvenzrate sehr gering ist, so nennen das Makroökonomien die **Zombifizierung** der Wirtschaft.

Gemäß dem Verständnis der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ist ein Zombie-Unternehmen (zombie firm) ein Unternehmen, das 10 Jahre oder älter ist und dessen operativer Vorsteuer-Gewinn (EBIT) über mehrere Jahre hinweg nicht ausreicht, um die Zinsen zu bezahlen.⁹³

Negative Folgen einer hohen Quote von Zombie-Unternehmen sind neben dem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktivität durch das Überleben unproduktiver

Ressourcenverwerter die Anhäufung schlechter bis notleidender Kredite (**non performing loans**) in den Bilanzen von Banken und Sparkassen. Das Management dieser Institute unterliegt einem klaren Interessenkonflikt: Sachlich richtig und verantwortungsvoll wäre es, dem »betreuten Finanzieren« von eigentlich nicht überlebensfähigen Kreditkunden ein Ende zu bereiten und Kreditengagements nicht fortzusetzen oder gar auszuweiten. Die kurzfristigen Folgen wären jedoch Kreditabschreibungen und somit eine Ergebnisverschlechterung der ohnehin ertragsschwachen Institute. Gleichzeitig würde die Eigenkapitalbasis der kreditgebenden Bank durch die Abschreibungen verringert. Setzt die kreditgebende Bank das »betreute Finanzieren« des Zombie-Unternehmens jedoch fort, so kann sie erstens ihre Überliquidität weiter binden, anstatt der EZB Negativzinsen zu bezahlen. Zweitens kann sie von den verhandlungsschwachen Zombie-Kunden höhere Margen erhalten. Drittens: Nicht zuletzt kann die kreditgebende Bank das Problem in die Zukunft verschieben – vielleicht sogar mit der Chance, es dem Nachfolger im jeweiligen Banken- oder Sparkassenvorstand zu übergeben. All dies bewirkt per Saldo den unseligen Fehlanreiz, »betreutes Finanzieren« fortzusetzen. Geradezu fatal ist zudem: Der beschriebene Fehlanreiz ist umso stärker, je schlechter die Ertragslage und die Eigenkapitalausstattung des kreditgebenden Institutes selbst sind. Ganz nach dem Motto: Erstklassige Institute vergeben Darlehen an erstklassige Schuldner, zweitklassige Institute an drittklassige Schuldner.⁹⁴

Dass die Niedrigzinspolitik der EZB grundsätzlich die Zombifizierung der Wirtschaft der EU-Länder bewirkt, ist unter Ökonomen unumstritten. Sie wurde am Beispiel der japanischen Wirtschaft, die schon viel früher in eine Nullzinsphase eingetreten ist, bereits im Jahre 2008 nachgewiesen und in der renommierten American Economic Review publiziert.⁹⁵ Die zentrale Frage in Bezug auf die bereits benannten Schwarzmalerei ist jedoch, ob das von ihnen behauptete Ausmaß der Kumulation von Zombie-Unternehmen korrekt ist.⁹⁶ Insbesondere darf hinterfragt werden, ob die Zombie-Unternehmen tatsächlich dauerhaft überleben oder die Marktberreinigung nicht lediglich um ein Jahr oder wenige Jahre hinausgeschoben wird – jedoch verzögert trotzdem stattfindet. Wenn beispielsweise ein profilierter Crash-Prophet behauptet, dass jährlich 1,5% der Unternehmen überleben, die eigentlich Insolvenz anmelden müssten, und dies in 10 Jahren ohne irgendwelche Korrekturen für Abschmelzungseffekte auf einen 15%igen Anteil von Zombies an allen Unternehmen hochrechnet, dann ist das wohl arg übertrieben.

Zusammenfassende Einschätzung

Auch wenn sich die unterschiedlichen Schätzungen über die Quoten von Zombie-Unternehmen in den einzelnen EU-Staaten nicht abschließend klären lassen, muss die unerwünschte Nebenwirkung »Zombifizierung« aufgrund der extrem niedrigen Zinsen in der Eurozone ernst genommen werden. Es bleibt die Schlussfolgerung, dass die Eurozone auf keinen Fall starke Zinssteigerungen verkraften kann, ohne eine erhebliche Zunahme von Unternehmensinsolvenzen mit den bekannten Folgeproblemen für die Menschen und die Kreditwirtschaft zu erleiden. Die EZB scheint diese Problematik mittlerweile selbst auch kritisch einzuschätzen, wie ein Anfang 2019 veröffentlichtes ECB Working Paper beweist.⁹⁷ Im Juni 2019 fasste der Makroökonom Joshua Konstantinos diese Problematik ebenfalls prägnant zusammen: »Die Welt steht nun vor der unmöglichen Entscheidung zwischen dauerhaft reduzierter Produktivität und verlangsamtem Wirtschaftswachstum – oder dem Massenkonkurs eines bedeutenden Teils der Wirtschaft.«⁹⁸

Dem sollen **zwei konstruktive Gedanken** entgegengehalten werden. Erstens könnte bei ansonsten ordentlicher Wirtschaftsentwicklung und dem Ausbleiben exogener Schocks ein ganz langsames Ausschleichen der Niedrigzinspolitik (**Tapering**) mit einem über die Zeit stark gestreckten Abbau der Zombie-Quote funktionieren. Zweitens muss auch das Szenario dauerhaft reduzierter Produktivität kein Horrorszenario darstellen – insbesondere, wenn es eine Vielzahl oder sogar alle großen Volkswirtschaften betrifft. Im Gegenteil böte dieses Szenario zum Beispiel in Hinblick auf ökologische Aspekte und den Klimawandel sogar positive Perspektiven. Die folgende Frage sei daher angebracht: **Muss die Produktivität wirklich immer stärker wachsen?** Oder gibt es auch ein Leben jenseits des Produktivitätswachstums?

3.5 Enorm steigende Verschuldung – kann das gut gehen?

In Kapitel 3.1 konnten Sie Folgendes lesen: *Schulden sind die Kehrseite von Geldvermögen und in einer Geldwirtschaft grundsätzlich unvermeidbar. Die grundsätzliche Verteufelung von Schulden ist also kontraproduktiv und wirft uns in die Steinzeit zurück. Aber: Die Menge macht das Gift. Hohe Schulden destabilisieren ein Finanzsystem. Und sofern Zinsen für die Schulden anfallen und diese wegen des Zinseszins-effektes exponentiell wachsen, besteht die Gefahr, dass dem gestiegenen Geldvermögen kein entsprechend gewachsenes Realvermögen mehr entspricht.*