

Verbraucherrechte kann diesen Wechsel nur befördern. Systemkonservatismus steht aber sicherlich im Gegensatz zu richtig verstandenem Verbraucherschutz!

**Danke für das Gespräch!**

### **3.7 Enorme Wohlstandsverschiebungen, Wohlstandsillusion, versteckte Lasten und unhaltbare Versprechungen**

#### **Die Ausgangslage**

Deutsche Bürger sehen sich aktuell einer unglücklichen Kombination unterschiedlicher Einwirkungen gegenüber, nämlich

- der Auswirkungen einer Nullzinswelt
- mit einer »typisch deutschen« Vermögensstruktur (zu viel Geldvermögen) und einem »typisch deutschen« Sparverhalten (zu viele schlechte und teure Anlagevehikel),
- der Macht der Finanzdienstleistungslobby, die erfolgreich effizientere und transparente Anlage- und Vorsorgevehikel verhindert,
- der demographischen Entwicklung unseres Landes,
- hohen versteckten Lasten Deutschland sowie
- einigen Sonderfaktoren, wie bisher schlecht gemanagter Zuwanderung und deutlichen Defiziten in der öffentlichen Infrastruktur.

Diese – überwiegend unerfreulichen – Fakten sollten ernst genommen werden und gehen in die konkreten Handlungsempfehlungen des Kapitels 5 ein, um dem Leitsatz eines konstruktiven, wackeren Verhaltensökonomens entsprechend das Beste aus den Gegebenheiten zu machen. Hierzu ist es zunächst nützlich, die sich aus der obigen Gemengelage ergebenden Umverteilungswirkungen näher zu verdeutlichen.

#### **Die wichtigsten Umverteilungswirkungen**

Es wäre unfair und populistisch, die im Folgenden erläuterten Umverteilungswirkungen einzig der Geldpolitik der EZB anzulasten, da es wie oben beschrieben, **eine Mehrzahl von verursachenden Faktoren** gibt. Allerdings ist auch die Frage: »Welche Einflussgröße hat welchen Anteil an welcher Umverteilungswirkung?«, wenig hilfreich. Ganz nach dem Motto »Das Ergebnis zählt« lassen sich folgende Umverteilungswirkungen ausmachen:

#### **Sachvermögensbesitzer gewinnen – Geldvermögensinhaber verlieren**

Diese Umverteilungswirkung ist schnell begründet: **Geldvermögen** wird geschädigt, da erstens dessen Verzinsung entweder gering, null oder negativ ist und zweitens gleichzeitig eine Geldentwertung durch Inflation erfolgt, sodass die Realverzinsung auf alle Fälle negativ wird. Verstärkt wird dies drittens durch die Nominalbesteuerung, also einer Kapitalertragsteuerbelastung im Falle positiver Nominalerträge, selbst bei einer negativen Realverzinsung. Also **drei Minuspunkte**.

**Sachvermögen** wird aufgewertet, da es erstens nicht der Inflation unterliegt, zweitens Erträge wie Mieten oder Dividenden angesichts alternativer Nullzinsen im Vergleich als wertvoller erscheinen und drittens die Ertragswerte durch geringere Abzinsung erheblich steigen. Also **drei Pluspunkte**.

#### **Vermögende gewinnen – wenig Vermögende verlieren**

Da Vermögende höhere Anteile an Sachvermögen und geringere Anteile an Geldvermögen besitzen, gehören sie infolge der oben genannten Punkte zwangsläufig zu denjenigen, die durch die Umverteilung profitieren.<sup>141</sup> Wenig Vermögende können durch die Aufwertung der Sachvermögen nicht oder kaum profitieren, erleiden jedoch auf ihre überwiegend im Geldvermögen befindlichen Reserven die oben genannten Verluste. Eng mit diesem Effekt korreliert ist auch die Tatsache, dass Direktanleger tendenziell gewinnen und Vehikelnutzer tendenziell verlieren. Dies liegt ganz einfach an den Kosten und zusätzlichen Risiken vieler (nicht aller) Anlagevehikel. Vermögende legen höhere Anteile direkt an und nutzen zu deutlich geringeren Teilen Anlagevehikel. Vermögende sind somit weniger von der in Kapitel 3.4 erläuterten Krisenproblematik rund um die Vehikel von Banken, Bausparkassen, Versicherungsunternehmen und Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge betroffen. Auch von der unbefriedigenden Entwicklung der staatlich geförderten Vorsorgevehikel Riester<sup>142</sup> und Rürup<sup>143</sup> sind Vermögende weniger betroffen.

#### **Ältere gewinnen – Jüngere verlieren**

Auch dieser Effekt hängt stark mit den im Durchschnitt unterschiedlichen Vermögensstrukturen zusammen, in diesem Fall zwischen Alt und Jung. Während bei den Älteren beispielsweise die Wohneigentumsquote (Sachvermögen) relativ höher ist, befinden sich die Jüngeren oft noch in der Ansparphase (Geldvermögen). In einer

Nullzinswelt mit stark steigenden Vermögenspreisen können sie jedoch kaum so schnell sparen, wie sich die Immobilien verteuern.

#### **Sektor Staat gewinnt – Sektor Private verliert**

Dieser Zusammenhang ist sehr offensichtlich. In der Sektorbetrachtung sind die Staaten stets die größten Schuldner und profitieren von extrem niedrigen Zinssätzen bis hin zum Negativzins, zum Beispiel bei deutschen Bundesanleihen. Jedoch ist dies ein Nullsummenspiel, da jedem Euro Zinersparnis des Staates ein Euro verlorener Zinsertrag der Gläubiger (meist Private) entsprechen muss. Hieraus erklärt sich unmittelbar eine erhebliche Umverteilungswirkung, die über Steuern in diesem Ausmaß politisch kaum durchsetzbar wäre.

#### **Finanznaher Sektor gewinnt – finanzferner Sektor verliert (Cantillon-Effekt)**

Diese Umverteilungswirkung entsteht durch den in Kapitel 3.1 bereits beschriebenen Cantillon-Effekt. Je schneller und unmittelbarer der Zugang zum billigen Geld der Zentralbanken, desto größer der Vorteil daraus, bevor die Entwertung des Geldes durch Vermögenspreisinflation immer weiter voranschreitet.<sup>144</sup> Beispielsweise sind große Unternehmen mit direktem Kapitalmarktzugang über Unternehmensanleihen Profiteure, während kleine Unternehmen, die den längeren Weg über kreditgebende Banken gehen müssen, zu den relativen Verlierern gehören. Mit den aktuell diskutierten Instrumenten des »going direct«, also der unmittelbaren Liquiditätsgabe von Zentralbanken an Nichtbanken, könnte dieser Effekt ausgeschaltet werden. Das sogenannte Helikoptergeld – in der Sprache der EZB ein Werkzeug aus der Toolbox der direkten Interventionen der EZB in die Ökonomie – würde also Geld ohne Zwischenstation(en) bei den Bürgern ankommen.

#### **Einzelne EU-Staaten gewinnen, andere verlieren**

Nicht übersehen werden sollte die enorme Umverteilungswirkung zwischen den einzelnen Mitgliedsstaaten der EU. Von einigen Crash-Propheten und Populisten wird dies meist verkürzt zu der These: »Südstaaten gewinnen, Nordstaaten verlieren.« Sicherlich profitieren Staaten umso mehr von niedrigen Zinsen, je stärker sie verschuldet sind. Des Weiteren profitieren die höher verschuldeten Staaten von den EZB-Anleiheaufkäufen<sup>145</sup> umso stärker, je höher die Anleihebestände sind, da die EZB bis zu 30% von diesen ankauft und hiermit die länderspezifischen Risikozuschläge

senkt.<sup>146</sup> Auch die sehr unterschiedlich stark genutzten nationalen Anleiheaufkaufprogramme haben eine starke Umverteilungswirkung, deren Umfang sehr groß, jedoch kaum quantifizierbar ist.<sup>147</sup> Unbestritten ist, dass es kaum politisch durchsetzbar wäre, eine solche Umverteilung zwischen EU-Staaten in offener Weise durch transparente Transferzahlungen aktiv vorzunehmen.<sup>148</sup> Die obige Verkürzung »Südstaaten gewinnen, Nordstaaten verlieren« stellt jedoch nur die halbe Wahrheit dar, da es eben auch gegenläufige Effekte gibt. Beispielhaft sei nur die These genannt, dass Deutschland seit Einführung der Gemeinschaftswährung im Handel mit Nicht-EU-Staaten der Hauptprofiteur des niedrigen Euro-Kurses sei und aus dieser Quelle enorme Wohlstandsgewinne bezöge.

#### **Wohlstandsillusion**

Die Vermögenspreisinflation (Anstieg der Sachvermögenspreise und damit relative Entwertung des Geldvermögens) führt ebenso wie die derzeit geringe Arbeitslosenquote und eine befriedigende Entwicklung von Gehalts- und Rentenniveaus zu einer möglicherweise zu positiven Wohlstandswahrnehmung breiter Bevölkerungskreise. Denn die vordergründige Wahrnehmung und die Fakten sowie deren künftige Entwicklung können auseinanderlaufen, wie die nachstehenden kritischen Fragen andeuten:

- **Frage 1:** Was nützt den Eigenheimbesitzern die kommunizierte (um nicht zu sagen: theoretische) Wertsteigerung ihrer Immobilie, solange sie in dieser wohnen, sie nicht veräußern wollen und von der Wertsteigerung nichts »abbeißen« können? Und zudem das Eigenheim einen wachsenden Renovierungsstau aufweist, weil die Besitzer wegen des starken Handwerker mangels ihre Reparaturaufträge nicht vergeben oder die »gepfefferten Preise« für Handwerkerleistungen nicht bezahlen können?
- **Frage 2:** Kann man sich wirklich so unbeschwert über gestiegene Aktienkurse freuen, wenn man verstanden hat, dass diese nicht durch wirklich gestiegene Produktivität oder operative Gewinne getrieben sind, sondern durch Nullzins-Alternativen und Jenga-Finanzierung (vgl. Kapitel 3.5)?
- **Frage 3:** Ist die relative Stärke der deutschen Wirtschaft ein sanftes Ruhekitzen oder ein Alarmsignal, wenn man bedenkt, dass diese Stärke selbst im Krisenjahr 2019 auf einen Rekord-Leistungsbilanzüberschuss von rund 93 Milliarden US-Dollar bzw. rund 262 Milliarden Euro beruhte?<sup>149</sup> Und wenn man dann noch bedenkt, dass Deutschland damit bereits das vierte Jahr hintereinander »Leistungsbilanz-Weltmeister« ist, was jedoch weniger eine Ehre darstellt, sondern Kritiker wie Donald Trump, den Internationalen Währungsfonds IWF und die EU-Kommission auf den Plan ruft. Den Streber mag man eben nicht.

- **Frage 4:** Ist die Frage 3 nach der Bewertung des Leistungsbilanzüberschusses positiver oder negativer zu sehen, wenn man bedenkt, dass diesem Überschuss kaum Sachwerte (z.B. Goldlieferungen nach Deutschland oder Immobilienbesitz von Deutschen im Ausland) entsprechen, sondern größtenteils lediglich eine Zunahme von Forderungen Deutschlands gegen Dritte? Wie war das mit dem Merksatz: »In einer Welt überbordender Schulden ist es keine gute Idee, ein Gläubiger zu sein«?

Auch wenn der wirtschaftliche Wohlstand nur ein Faktor unter mehreren ist, können die Ergebnisse des Glücksatlas als Indiz für die Überschätzung des aktuellen und vor allem des zukünftig zu erwartenden Wohlstands der Deutschen dienen. Hier haben die Bundesbürger im Jahr 2019 den für sich historisch höchsten Wert erzielt.<sup>150</sup> Dieser positiven – aber natürlich an kurzfristigen und oberflächlichen Indikatoren orientierten – Stimmung steht jedoch eine sehr kritische, fast düster anmutende Analyse der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung für Deutschland und die Eurozone entgegen. Diese wird aktuell unter dem Schlagwort »Wohlstandsillusion« diskutiert.<sup>151</sup> In der Tat gibt es im europäischen Vergleich große Unterschiede zwischen der Einkommenssituation und der Vermögenssituation. Während deutsche Bürger hinsichtlich der **Bruttoeinkommen** im EU-Vergleich im vordersten Viertel stehen,<sup>152</sup> gehören sie in Hinblick auf das Durchschnitts**vermögen** privater Haushalte eher zu den ärmeren.<sup>153</sup> Reißerische Überschriften wie »Deutsche belegen beim Vermögen den letzten Platz« oder die Interpretation, es sei ein deutsches Kunststück, bei so hohem Einkommen so arm zu sein, werden der Wirklichkeit aber nicht gerecht.<sup>154</sup> Beispielhaft sei nur genannt, dass die Statistik die im EU-Vergleich hohen Forderungen der Deutschen in Form von Altersrenten nicht als Vermögen berücksichtigt.<sup>155</sup>

Aber auch wenn der Ausspruch »Armenhaus Deutschland« überzogen und dramatisierend erscheint, lässt sich die These einer aktuell wahrgenommenen Wohlstandsillusion nicht widerlegen. Vielmehr bleibt der Eindruck bestehen, dass das aktuelle **Wohlstandsniveau** der Deutschen **perspektivisch gefährdet** ist, und insbesondere vor dem Hintergrund einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung eher »kleinere Brötchen« zu erwarten sind. Dieser Schluss folgt aus dem Blick auf

- die demographische Entwicklung,
- sinkende Wettbewerbsfähigkeit,
- eine niedrige Innovationsrate und
- vor allem die fehlende Nachhaltigkeit eines volkswirtschaftlichen Geschäftsmodells, das von der ständigen Erzielung von Exportüberschüssen abhängig ist.

Hinzu kommen noch nicht direkt erkennbare Belastungen (»stille Lasten«), die nachstehend erläutert werden.

#### **Versteckte Lasten/nachrangige Schulden/implizite Verschuldung**

Studierende der BWL lernen im ersten Semester, dass die wichtigsten Informationen über ein Unternehmen nicht in der Bilanz selbst zu finden sind, sondern vielmehr *unter* dem Bilanzstrich stehen. Gemeint ist damit, dass es zum Beispiel Lasten, Eventualverbindlichkeiten, sonstige Verpflichtungen oder Risiken gibt, die nicht als Verbindlichkeiten in der Bilanz ausgewiesen werden müssen, jedoch in den Anmerkungen (»Notes«) berichtet werden. Wenn man diesen Gedanken auf Staaten und den Ausweis von Staatsschulden anwendet, ist man beim Thema »versteckte Lasten«, die auch als nachrangige Schulden, Schattenverschuldung oder implizite Verschuldung bezeichnet werden.

Der Ausdruck »Nachrangige Schulden« ist aus der Betriebswirtschaftslehre entlehnt und soll andeuten, dass diese Positionen besonders gefährdet, da am schlechtesten gesichert sind. Die Inhaber dieser Ansprüche stehen also »ganz hinten in der Schlage« bzw. »hinten in der Rangordnung«. Der Ausdruck implizite Schulden oder implizite Lasten ist ein von Volkswirten bevorzugtes Synonym für das gleiche Phänomen und wird wie folgt definiert:

**Implizite Schulden** ergeben sich aus jenen zukünftigen Leistungsversprechen des Staates, für die er unter herrschenden Steuer- und/oder Beitragssätzen keine oder keine ausreichenden Rückstellungen gebildet hat.<sup>156</sup>

Eine Vorsorge zur Absicherung von gegebenen zukünftigen Leistungsversprechen würde man jedem Unternehmen oder »ehrbaren Kaufmann« abverlangen. Sie entspräche auch dem Grundsatz der Nachhaltigkeit von Staatsfinanzen.<sup>157</sup> Heikel ist, dass implizite Schulden in der amtlichen Schuldenstatistik bislang nicht abgebildet werden. Mittlerweile werden sie aber in Deutschland im Rahmen des neuen Haushalts- und Rechnungswesens offengelegt.<sup>158</sup>

Ein **Beispiel** für versteckte Lasten bzw. nachrangige Staatsschulden: Selbstverständlich werden die umlaufenden Bundesanleihen als Staatsschulden erfasst und gehen in die Staatsschuldenquote ein. Jedoch gehen die **Pensionsverpflichtungen** des Staates gegenüber seinen Beamten ebenso wenig in die Statistik ein wie der –

### 3.7 Enorme Wohlstandsverschiebungen, Wohlstandsillusion, versteckte Lasten

künftig mit Sicherheit steigende – **Bundeszuschuss in die Rentenkasse**. Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Anzahl von Ruhegeldempfängern<sup>159</sup> und gleichzeitig steigender Rentenbezugsdauern<sup>160</sup> erscheint es umso unverantwortlicher, diese Lasten nicht in die ausgewiesenen Schulden einzubeziehen.

Weitere Positionen von impliziten Schulden entstehen aus der gesetzlichen Sozialversicherung, wie Kranken-, Pflege- und je nach konjunktureller Entwicklung auch der Arbeitslosenversicherung.<sup>161</sup> In der Aufzählung versteckter Lasten nicht unerwähnt bleiben dürfen außerdem die übernommenen Staatshaftungen oder Staatsbürgschaften.<sup>162</sup>

Die Relevanz versteckter Lasten und Schulden darf nicht unterschätzt werden, da diese sowohl in Absolutwerten als auch in der Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) hoch sind.<sup>163</sup>

Bereits Stand 2019 geben die OECD-Staaten durchschnittlich ca. 8% des BIP für Altersrenten und Pensionen aus (Italien und Griechenland sogar doppelt so viel). Die künftigen Rentenverpflichtungen des Staates sind enorm und betragen ein Mehrfaches der budgetierten geplanten Tilgungszahlungen der »offiziellen« Staatsschulden. Für Deutschland errechnet Raffelhüschen implizite Schulden in ca. dreifacher bis vierfacher Höhe der explizit ausgewiesenen Staatsschulden.<sup>164</sup>

Die Bewertung der Höhe versteckter Lasten enthält sicherlich noch erhebliche Unschärfen, es kann also gut sein, dass die derzeit veröffentlichten Werte zu gering – ebenso aber auch erheblich zu hoch – eingeschätzt werden. Insbesondere haben es die Staaten selbst in der Hand, die impliziten Lasten durch Veränderung von Gesetzen, die eine Leistungspflicht oder deren Höhe begründen, zu beeinflussen.<sup>165</sup> Unter Makroökonomien völlig unbestritten ist, dass die zusätzliche Begründung erheblicher versteckter Lasten durch die Gesetzgebung der letzten Jahre (Mütterrente, Rente mit 63, geplante Grundrente usw.) nur bei einer sofortigen Gegenfinanzierung der Barwerte der Verpflichtungen verantwortungsvoll gewesen wäre. Dies ist jedoch nicht erfolgt und die versteckten Lasten Deutschlands sind hiermit zusätzlich gestiegen. Die Stiftung Marktwirtschaft hat Ende 2018 ein in der Öffentlichkeit viel beachtetes EU-Nachhaltigkeitsranking veröffentlicht.<sup>166</sup> Daraus ergibt sich, dass die Bundesrepublik Deutschland unter Berücksichtigung der impliziten Schulden eine höhere Gesamt-Staatsschuldenquote (nämlich 170% des BIP) aufweist als das oft wegen seiner hohen expliziten Schuldenquote von 131% gescholtene Nachbarland Italien, da Italien keine impliziten Staatsschulden, sondern tatsächlich sogar geringe implizite Staatsguthaben aufweist.

### Unhaltbare Versprechungen

Wenn man Wunder ausschließt, werden die meisten entwickelten Staaten und damit auch die meisten EU-Länder das Niveau der aktuell versprochenen Sozialleistungen (insbesondere Renten- und Pensionsleistungen, jedoch auch im Bereich der Krankenversicherungen) aus »normalen« Staatseinnahmen nicht dauerhaft finanzieren können. Die **Nachhaltigkeitslücke in der Staatsfinanzierung** ist eine unbestreitbare Tatsache. Die Finanzierung durch zusätzliche Einkommensteuern erscheint unrealistisch, so dass nur drei Möglichkeiten verbleiben.

- Entweder finanzieren die Staaten die Nachhaltigkeitslücke durch eine einmalige Vermögensabgabe bzw. wiederkehrende Vermögenssteuern<sup>167</sup> oder
- sie müssen durch Gesetzesänderungen die Höhe der nachrangigen Lasten senken – was Sozialeinschnitte bedeuten würde.
- Die dritte Möglichkeit, ein »Weiter so«, führt unweigerlich dazu, dass aus heute impliziten Schulden morgen explizite Staatsschulden werden.

Da es dem Staat leichter fallen dürfte, implizite Lasten abzubauen als den vollständigen Staatsbankrott auszurufen, ist zu erwarten, dass er eher Renten und Pensionen senkt als Bundesanleihen nicht zurückzuzahlen. Somit wird hier wieder die **Nachrangigkeit der impliziten Lasten** sichtbar.

### 3.8 Mögliche Entwicklungswege – eine Finanz- und Staatsschuldenkrise heilt sich nicht von allein

Nach menschlichem Ermessen ist nicht zu erwarten, dass sich die aufgezeigten Probleme ohne massive Eingriffe ins Finanzsystem, also eine schmerzliche Operation mit wirtschaftlichen Verlusten für die Bürger, aus eigener Kraft bzw. von allein »lösen«.

Wenn Menschen nach den »Lösungsmöglichkeiten« einer Finanzkrise fragen, bleiben zwei Optionen oft unbedacht.

- Erstens, dass die Eurozone auch ohne »Lösung« noch sehr lange mit Knirschen und Rumpeln weiter existieren kann, bis dann – vielleicht erst in Jahrzehnten – eine grundlegende Bereinigung erfolgt.
- Zweitens, dass bei allen bedachten »Lösungsmöglichkeiten« stets noch das **unbekannte Unbekannte** – also ein Szenario, auf welches wir überhaupt nicht kommen – auftauchen kann.<sup>168</sup>