

# Die heimliche Schädigung der Sparer

Wie eine zu expansive Geldpolitik von Notenbanken den kleinen Mann aufgrund von Zinseszins-Effekten um ein Vermögen bringt

In den USA war die Geldpolitik in den letzten Jahrzehnten oft zu expansiv, das Zinsniveau dadurch zu niedrig. Durch entgangene Einnahmen aufgrund des Zinseszins-Effekts schädigt dies die Sparer. Das gleiche Problem droht nun auch in Europa.

Michael Rasch

Als das Leiden der kleinen Leute könnte man ein Phänomen bezeichnen, das derzeit immer mehr unter dem Begriff «finanzielle Repression» die Runde macht. Immer mehr wird das Problem der schleichenden Umverteilung von Sparern zu Schuldnern auch der Öffentlichkeit bewusst. Mit «finanzielle Repression» ist gemeint, dass eine Regierung – oft inklusive der Notenbank – über verschiedene Massnahmen Druck ausübt, damit dem Staat Geld von Gläubigern oder Bürgern zufließt, das er im freien Markt nicht oder nicht so günstig bekommen hätte. Das geht oft mit negativen Realzinsen einher, die Inflation ist also höher als das nominale Zinsniveau, was vor allem die Sparer bedroht.

## Finanzielle Repression

Eine jahrzehntelange Phase der finanziellen Repression gab es bereits nach dem Zweiten Weltkrieg, als viele Staaten ihre immensen Schuldenberge abtragen mussten. Derzeit sind die Schulden gemessen an den grössten 22 Industriestaaten wieder genauso gross wie damals. Seit einem Thesenpapier der renommierten Ökonomin Carmen Reinhart – diese verfasste zusammen mit Kenneth Rogoff das Finanzkrisenbuch «This Time Is Different» – gewinnt der Begriff immer mehr an Popularität. Das Phänomen ist allerdings nur in seiner Vehemenz neu. Ein Prozess der heimlichen Umverteilung, nämlich durch vor allem in den USA tendenziell zu niedrige Leitzinsen, läuft schon seit vielen, vielen Jahren.

Etliche Experten für Geldpolitik gehen davon aus, dass die Leitzinsen in den Vereinigten Staaten von Amerika bereits seit einem sehr langen Zeitraum tendenziell zu tief sind. Diese Meinung teilt auch Ernst Baltensperger, Professor emeritus und Grandseigneur der schweizerischen Geldpolitik. Nach dem Platzen der New-Economy-Blase sei die Politik der amerikanischen Notenbank, der Federal Reserve Bank, deutlich zu expansiv gewesen, weil man sich in den USA zu stark vor einer Deflation gefürchtet habe. Baltensperger ist sogar der Meinung, dass die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten vermutlich schon vor 2001 tendenziell zu locker gewesen sei. Damals habe man allerdings Glück gehabt, weil mehrfach ein unerwartet kräftiges Wirtschaftswachstum die Folgen einer an sich zu expansiven Politik entschärft habe.

Die gleiche Meinung vertritt auch Bernhard Herz, Professor für Geld und internationale Wirtschaft an der Universität Bayreuth. Gemessen an der Taylor-Regel sei die Geldpolitik in den USA nach dem Platzen der Internetblase viel zu expansiv gewesen, sagt Herz und verweist auf eine an seinem Lehrstuhl verfasste Studie. In dem Papier «Taylor-Regel und Subprime-Krise» zeigen zwei Wissenschaftler, dass die Leitzinsen in den USA gemessen an der Taylor-Regel in den Jahren 1993/94 und 1998/99 sowie vor allem von 2001 bis 2006 viel zu expansiv waren (vgl. Grafik). Bei der US-Notenbank hatten also die geldpolitischen Tauben das Sagen. In der Spitze betrug die Abweichung satte 3 Prozentpunkte, das war im vierten Quartal 2001 der Fall.

Die Taylor-Regel eignet sich zur Beurteilung des geldpolitischen Umfeldes und gibt gute Anhaltspunkte, wo der Leitzins hätte liegen sollen, wenn die weitgehend erfolgreiche Geldpolitik von zwischen Mitte der 1980er Jahre und Ende der 1990er Jahre fortgesetzt worden wäre. Ein Vorteil ist ihre Einfachheit, allerdings umfasst sie mehrere



Das Hauptquartier der US-Notenbank: In der Vergangenheit regierten dort zu oft geldpolitische Tauben.

JOSHUA ROBERTS / BLOOMBERG

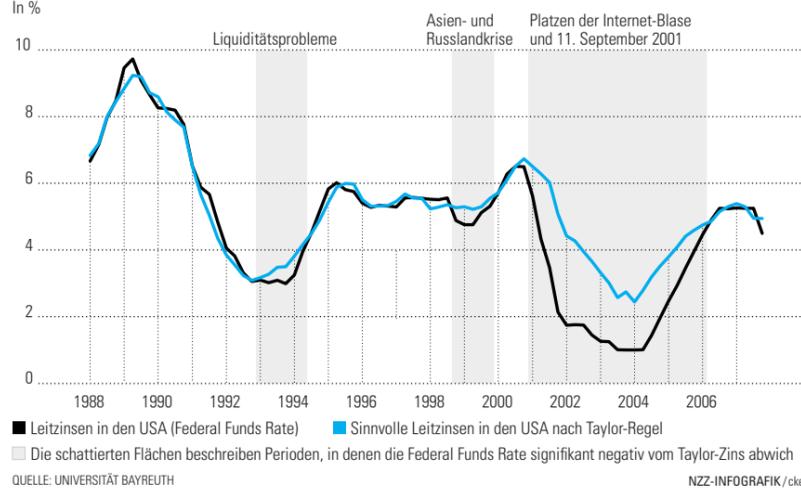
Variablen. Das macht sie flexibel, birgt aber die Gefahr, dass die Variablen nach eigenem Gusto gewählt werden. Die Regel ist nach ihrem Erfinder benannt, dem noch lebenden US-Ökonomen John B. Taylor. Abweichungen von der Regel können jedoch sinnvoll sein, was etwa der Fall ist, wenn Informationen vorliegen, die nicht in die Regel einfließen.

Und in der Tat gab es in den drei genannten Zeiträumen exogene Schocks. Zuerst durch die schwierige Liquiditätslage in den USA nach der Erholung von der schweren Rezession 1990/91, dann durch die dreifache Krise mit Asien, Russland und dem in Schieflage geratenen Hedge-Fund LTCM im Fokus sowie schliesslich durch das Platzen der New-Economy-Blase und die Anschläge vom 11. September 2001. Doch letztlich kommen die Experten zum Schluss, dass die Geldpolitik zu lange zu expansiv gewesen sei und die Märkte dadurch mit zu viel Liquidität versorgt worden seien. Dieser Meinung sind inzwischen zahlreiche Ökonomen weltweit.

## Ungeheuerliche Expansion

Die Aussage einer seit vielen Jahren tendenziell zu grosszügigen Geldpolitik lässt sich laut den Professoren Baltensperger und Herz für die USA gut untermauern, weniger jedoch für die Europäische Zentralbank (EZB). Im Euro-Raum, sagt Herz, habe die Inflation im Durchschnitt seit der Gründung meist bei rund 2% gelegen. Angestrebt wird von der EZB ein Wert von unter, aber nahe bei 2%. Insofern hätten die Währungshüter ihr Ziel erreicht. Im Rahmen der Finanzkrise passiere nun aber Ungeheuerliches. Baltensperger und Herz sind sich einig, dass die Geldpolitik im Euro-Raum – genauso wie in den USA, Grossbritannien und der Schweiz – derzeit zu expansiv ist, wenngleich es dafür (kurzfristig) Gründe gebe. Insofern besteht die Gefahr, dass auch in Europa die Geldpolitik über lange Jahre zu locker ist – vor allem, wenn die Notenbanken erneut den zeitigen Aus-

## Zu tiefe Leitzinsen in den USA



stieg verpassen. Dies hat Folgen für Anleger und Sparer. Langfristig baut sich in der Euro-Zone ein grosses Inflationspotenzial auf. Und kurzfristig leiden Anleger und Sparer unter dem tendenziell zu niedrigen Zinsniveau. Am meisten trifft dies eben die sogenannten kleinen Leute. So zeigte 2012 eine repräsentative Studie der GfK Marktforschung, dass die Deutschen primär in liquide, niedrig verzinsten Anlagen investieren oder das Geld mehr oder weniger bar halten. Für 47% der Befragten ist das Sparbuch die wichtigste Anlage. Für die Schweiz liegen weniger Studien vor, doch grundsätzlich scheinen sich die Schweizer im Anlageverhalten nicht sehr von Deutschen zu unterscheiden.

Die niedrigen Zinsen sind keine Marginalität. Durch den Zinseszins-Effekt kann langfristigen Anlegern und vor allem auch Personen, die am Kapitalmarkt für ihren Ruhestand vorsorgen wollen, ein immenser Schaden entstehen. Das sogenannte Wunder des Zinseszins-Effektes wird durch die entgangenen Gewinne für Anleger zum Alptraum. Durch den Zinseszins-Effekt steigen nämlich Vermögen exponentiell an, da der Zuwachs mit jeder neuen

Zinsperiode stets grösser wird. Der gleiche exponentielle Effekt gilt aber auch für Schulden. In vielen Ländern gibt es daher ein teilweises Zinseszins-Verbot. In der Schweiz lässt das Obligationenrecht Zinseszinsen nur unter Vorbehalt zu, für Verzugszinsen herrscht ein Zinseszins-Verbot. In Deutschland gibt es laut Bürgerlichem Gesetzbuch sogar ein generelles Zinseszins-Verbot. Ausgenommen davon sind u. a. allerdings Guthabenzinsen auf Spareinlagen bei Banken sowie Darlehenszinsen auf Hypotheken von Pfandbriefbanken.

Grundsätzlich beruht der Zinseszins-Effekt darauf, dass die Zinsen nach jeder Zinsperiode dem Sparkapital zugeschlagen und fortan mit verzinst werden. Daraus ergibt sich, dass der Zinsfaktor bei der Berechnung des Kapitals mit der Laufzeit potenziert wird. Durch die Potenzierung werden Zinserträge der vorangegangenen Jahre mit in die Berechnung einbezogen, so dass es zum Zinseszins kommt. Dies führt dazu, dass sich der gesparte Ertrag nach und nach potenziert, daher spricht man von der Kraft des Zinseszinses. Er gilt als eine der wichtigsten und unverstandensten Wirkungen in der Wirtschaftswelt. Das

bekannteste Beispiel ist wohl der Jesus-Rappen. Es zeigt, was mit einem Rappen passiert wäre, wenn er bei der Geburt Jesu im Jahre null zu einem Zinssatz von jährlich 5% angelegt worden wäre. Bis zum Jahr 2012 hätte sich daraus ein fast unermessliches Kapital ergeben. Die Summe würde 41 Stellen vor dem Komma aufweisen und im Bereich der Sextilliarden liegen. Hier zeigt sich, dass der Zinseszins-Effekt langfristig eine enorme Wirkung entfaltet. Nach 100 Jahren wären aus dem einen Rappen zwar nur Fr. 1.32 geworden und nach 200 Jahren immerhin 173 Fr. Doch nach 300 Jahren hätte sich bereits ein Betrag von 22 740 Fr. ergeben, und nach «lediglich» 500 Jahren hätte sich der eine Rappen auf sensationelle 393 Mio. Fr. vermehrt.

Der Jesus-Rappen ist sicher ein Extrembeispiel. Doch auch bei kürzeren Laufzeiten, aber höherem Anfangskapital spielt der Zinseszins-Effekt enorm. Legt man etwa 5000 Fr. zu 5% über 50 Jahre an, ergeben sich daraus 57 337 Fr., wenn man die Zinsen dem Kapital zuschlägt und mit verzinst. Wenn man sich die Zinsen dagegen jeweils auszahlen lässt, kommen am Ende der Laufzeit nur 17 500 Fr. zusammen – ein enormer Unterschied.

## «Niemand hört sie schreien»

Überträgt man die Zahlen auf die realen Verhältnisse der vergangenen Jahre, sieht man den potenziellen Schaden, den ein zu niedriges Zinsniveau anrichten kann. Wer beispielsweise eine Summe von 50 000 Fr. über 20 Jahre oder gar 30 Jahre anlegt, hat einen nicht zu unterschätzenden Nachteil, sollte das Zinsniveau auch nur um einen Prozentpunkt zu niedrig gewesen sein. Lag das Zinsniveau bei 2% statt 3%, beträgt der Unterschied beim Anlageergebnis satte 16 000 Fr. (vgl. Tabelle 2). Legt man als anderes Beispiel etwa 20 000 Fr. für 30 Jahre an, was manche Eltern vielleicht bei der Geburt für ihre Kinder tun, ergibt sich am Ende der Laufzeit bei 2% Zinsen eine Summe von 36 227 Fr., bei 4% sind es dagegen stattliche 64 868 Fr. – eine Differenz von fast 30 000 Fr. Die drei Tabellen zeigen, wie sich verschiedene Anlagesummen bei Laufzeiten zwischen 5 und 30 Jahren sowie Zinssätzen zwischen 1% und 5% entwickeln würden.

Dies soll und kann jedoch nur ein Anhaltspunkt sein, wie gross der Schaden eines tendenziell zu tiefen Zinsniveaus für Anleger ist. Letztlich lässt sich nicht exakt bestimmen, ob und vor allem um wie viel die Leitzinsen effektiv zu niedrig waren. Im Fall der USA gehen Beobachter jedoch von durchaus 1 bis 2 Prozentpunkten über mehrere oder gar viele Jahre aus. Zeitweise war die Differenz wohl sogar noch höher. Aufgrund der exzessiv expansiven Geldpolitik in den USA, im Euro-Raum, in Grossbritannien und der Schweiz droht in diesen Ländern, dass auch den Bürgern aufgrund der niedrigen Leitzinsen und des daraus resultierenden niedrigen Zinsniveaus hohe Zinsentnahmen entgehen.

Was private Anleger und institutionelle Investoren wie beispielsweise Versicherungen und Pensionskassen schädigt und ärgert, freut und begünstigt zugleich Schuldner wie etwa die Hausbauer, aber auch Banken, weil diese sich billig refinanzieren dürfen. Auch sie können sich nämlich billiger verschulden und müssen einen geringeren Zinsdienst leisten.

So sieht eine der Arten der Umverteilung von Sparern zu Schuldnern in der Praxis aus. Sie ist schleichend und unscheinbar – und kann doch langfristig extrem schmerzhaft sein. Realisiert sich in der Zukunft dann vielleicht auch noch das von den Notenbanken aufgebauete, hohe Inflationspotenzial, wird es doppelt schmerzhaft für die Anleger, da das Vermögen noch weginflationiert wird. Analytiker der Société Générale kommentierten derartige Vorgänge vor ein paar Wochen in einer Studie mit den Worten: «Niemand hört sie schreien, wenn die Notenpressen laufen.»

## Zinseszins-Beispielrechnungen\*

Anlagesumme 20 000

Laufzeit	Zinssatz			
	1%	2%	3%	5%
5 Jahre	21 020	22 082	23 185	25 526
10 Jahre	22 092	24 380	26 878	32 578
15 Jahre	23 219	26 917	31 159	41 579
20 Jahre	24 404	29 719	36 122	53 066
30 Jahre	26 957	36 227	48 545	86 439

\* Mit Zinsansammlung statt Zinsauszahlung, unterjährig linear verzinst.

## Zinseszins-Beispielrechnungen\*

Anlagesumme 50 000

Laufzeit	Zinssatz			
	1%	2%	3%	5%
5 Jahre	52 551	55 204	57 964	63 814
10 Jahre	55 231	60 950	67 196	81 445
15 Jahre	58 048	67 293	77 898	103 946
20 Jahre	61 010	74 297	90 306	132 665
30 Jahre	67 392	90 568	121 363	216 097

\* Mit Zinsansammlung statt Zinsauszahlung, unterjährig linear verzinst.

## Zinseszins-Beispielrechnungen\*

Anlagesumme 100 000

Laufzeit	Zinssatz			
	1%	2%	3%	5%
5 Jahre	105 110	110 408	115 927	127 628
10 Jahre	110 462	121 899	134 392	162 889
15 Jahre	116 097	134 587	155 797	207 893
20 Jahre	122 019	148 595	180 611	265 330
30 Jahre	134 785	181 136	242 726	432 194

\* Mit Zinsansammlung statt Zinsauszahlung, unterjährig linear verzinst.