



## Die Crux negativer Zinsen

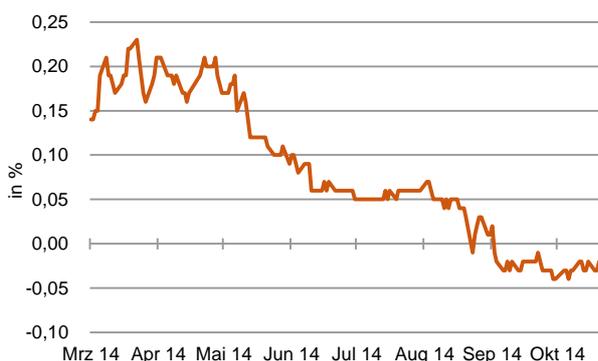
Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Das alte Gesetz, dass Nominalzinsen nicht negativ werden können, gilt nicht mehr.**
- **Negative Zinsen rufen – wenn sie zur Dauererscheinung werden – in der Volkswirtschaft erhebliche Verzerrungen hervor.**
- **Sie sind am Ende keineswegs weniger schädlich als die viel geschmähten Wertpapierkäufe der Zentralbank.**

Schon wieder ist ein Tabu gebrochen. In allen volkswirtschaftlichen Lehrbüchern steht, dass Nominalzinsen nur bis auf Null, aber nicht darunter sinken können. Sonst würden die Menschen Geld nicht mehr zur Bank bringen, sondern es sich unter das Kopfkissen legen. In der Geschichte gab es immer nur kurze und sehr spezifische Zeiten, in denen dieser Grundsatz durchbrochen wurde. So etwa als die Schweiz von Auslandsgeldern überflutet wurde und sie daher auf Einlagen von Ausländern eine "Kommission" verlangte.

### Unter der Nulllinie

Umlaufrendite öffentlicher Anleihen in Deutschland mit Laufzeiten von ein bis zwei Jahren in %



Quelle: Bundesbank

Jetzt ist das plötzlich anders. Seit mehr als vier Monaten verlangt die Europäische Zentralbank negative Zinsen auf ihre Einlagenfazilität, inzwischen schon 0,2 %. Die Banken überlegen, wie sie die zusätzlichen Kosten auf ihre Kunden überwälzen können. Im Privatkundengeschäft ist das bisher noch nicht gelungen. Im Firmen-

kundengeschäft soll es jedoch vorgekommen sein. Seit zwei Monaten sind auch die Geldmarktzinsen und die Renditen für öffentliche Anleihen bis zu mittleren Laufzeiten unter die Nulllinie gefallen (siehe Grafik). Der offizielle Leitzins der EZB ist freilich immer noch leicht positiv (0,1 %).

Das ist nun nicht nur, wie man denken könnte, eine normale Entwicklung, mit der die Zentralbank die Konjunktur ankurbelt und eine Deflation verhindert. Es ist auch nicht nur eine verschärfte Version der negativen Realzinsen (Nominalzins abzüglich Preissteigerung), die es in der Vergangenheit schon häufiger gab. Negative Realzinsen sind eine kalte Enteignung der Sparer. In Zeiten höherer Preissteigerung hatte man sich aber damit abgefunden.

Mit negativen Nominalzinsen wird jetzt ein Rubikon überschritten. Es macht daher Sinn, sich die Folgen etwas näher anzuschauen. Wenn man für Bankeinlagen etwas zahlen muss, wird es zunächst eine Renaissance des Bargeldes geben. Es ist billiger, seine Ersparnisse unter dem Kopfkissen aufzubewahren. Nur institutionelle Anleger mit größeren Geldbeträgen brauchen weiter Banken. Damit gehen viele Vorteile des modernen Geldverkehrs wie Überweisungen oder Kartenzahlungen verloren.

Zinsen unter Null verstärken den Anreiz, Geld in risikoreichere Anlagen wie Aktien oder Gold zu investieren. Es steigt die Gefahr von Blasenbildungen an den Kapitalmärkten.

Noch schlimmer: Das Funktionieren der Marktwirtschaft wird in Frage gestellt. Das System beruht bekanntlich darauf, dass die privaten Haushalte ihre Ersparnisse den Unternehmen zur Finanzierung von Investitionen zur Verfügung stellen. Wenn diese Übertragung gestört ist, weil die Sparer ihr Geld wegen der negativen Zinsen nicht mehr hergeben, wird es mit den Investitionen schwierig. Das wirkt sich dann auf Innovationen, technischen Fortschritt, Wachstum und Beschäftigung aus. Der Schweizer Ökonom Thomas Straubhaar drückte das etwas drastisch aus: "Die EZB schaufelt das Grab für den Kapitalismus."

Zinsen trennen gute von schlechten Investitionen. Bei positiven Zinsen werden nur die Projekte realisiert, mit denen die Unternehmen einen Mehrwert erwirtschaften. Denn nur dann können sie sich die Finanzierungskosten leisten. Projekte, bei denen das nicht der Fall ist, werden



unterlassen. Bei negativen Zinsen sind auch schlechte Investitionen noch rentabel. Das führt zu Fehlinvestitionen.

Negative Zinsen sind ein Anreiz, Schulden zu machen. Der Schuldner bekommt eine Prämie dafür, dass er Geld aufnimmt. Das führt am Ende nicht nur zu hohen Staatsschulden, sondern auch zu überdimensionierten Verbindlichkeiten von Haushalten und Unternehmen. Es ist der Weg in die Schuldenwirtschaft.

Die Altersvorsorge, die durch die demografischen Belastungen in den modernen Industriegesellschaften immer wichtiger wird, wird durch negative Zinsen erschwert. Der künftige Rentner muss mehr sparen, um das gleiche Ergebnis zu erreichen. Negative Zinsen sind daher keine Hilfe für die Konjunktur. Sie sind im Gegenteil eine Bremse, weil immer mehr zurückgelegt werden muss und immer weniger für den Verbrauch zur Verfügung steht. Manch einer verzichtet ganz auf Altersvorsorge, was die Sache nicht besser macht.

Nun soll man nicht übertreiben: Kurzfristig kann eine Volkswirtschaft die Belastungen durch niedrige Zinsen aushalten. Wenn negative Zinsen jedoch zu einem Dauerzustand werden sollten, muss man die Gefahren be-

achten. Dann werden sich die Wachstumskräfte sowohl von der Angebots- als auch von der Nachfrageseite verringern. Die Volkswirtschaft landet in der Stagnation. Es passiert genau das, was durch die negativen Zinsen verhindert werden sollte.

Und noch eines: Im Augenblick wird in Europa viel über die Gefahren von Wertpapierkäufen auf den Finanzmärkten diskutiert, insbesondere von Käufen von Staatsanleihen. Negative Zinsen scheinen demgegenüber das kleinere Übel. Wenn ich mir die Argumente anschau, bin ich mir da nicht mehr so sicher. Negative Zinsen können sich für Finanzmärkte und für die Gesellschaft am Ende sogar als schlimmer erweisen.

### Für den Anleger

Zinssenkungen durch die Zentralbank werden in der Regel als positives Signal für die Konjunktur und die Märkte angesehen. Das gilt jedoch nur solange, wie die Zinsen sich noch im positiven Bereich befinden. Längerfristig sollten sich Investoren darüber im Klaren sein, dass durch negative Zinsen Verzerrungen entstehen, die das Wachstum und die Ertragsaussichten verringern können.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

### Rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH, Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Einschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. Insbesondere richten sich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt) oder der USA noch sind sie zu diesem Zweck bestimmt.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.