# Die Zentralbanken treiben uns in die Null-Rendite-Welt

05.07.2019 | Prof. Dr. Thorsten Polleit

- Die großen Zentralbanken setzen ihre Zinssenkungspolitiken fort - die von vielen Investoren herbeigesehnte "Zinswende" rückt in unerreichbare Ferne.
- Es erscheint uns wahrscheinlich zu sein, dass die EZB die Renditen nahezu aller Euro-Staatsanleihen auf beziehungsweise unter die Nulllinie absenken wird.
- Diese Verschärfung der Null- und Negativzinspolitik wird auch dazu führen, dass über kurz oder lang sich die Renditen für andere Vermögensanlagen ebenfalls in Richtung Nulllinie bewegen werden.
- Insbesondere das Gold wird in diesem Umfeld attraktiv(er): als Ersatz für zinslose Bankguthaben, als Inflationsschutz und als Versicherung gegen Zahlungsausfälle.

**Auf was es ankommt**

Viele Informationen prasseln tagtäglich auf die Anleger ein: der Handelsstreit zwischen den USA und China; der Konflikt der USA mit Iran; die Verlangsamung der Weltkonjunktur; und vieles andere mehr. Die Finanzmedien verstehen es halt, wie sie ihre Zuschauer und Leser in Atem halten. Die große Herausforderung für jeden Anleger besteht darin, das Wichtige vom Unwichtigen zu unterscheiden - zu wissen, wann man hinhört und wann man besser Augen und Ohren verschließt; und welche Ereignisse tatsächlich für die Investitionsentscheidungen bedeutsam sind und welche nicht.

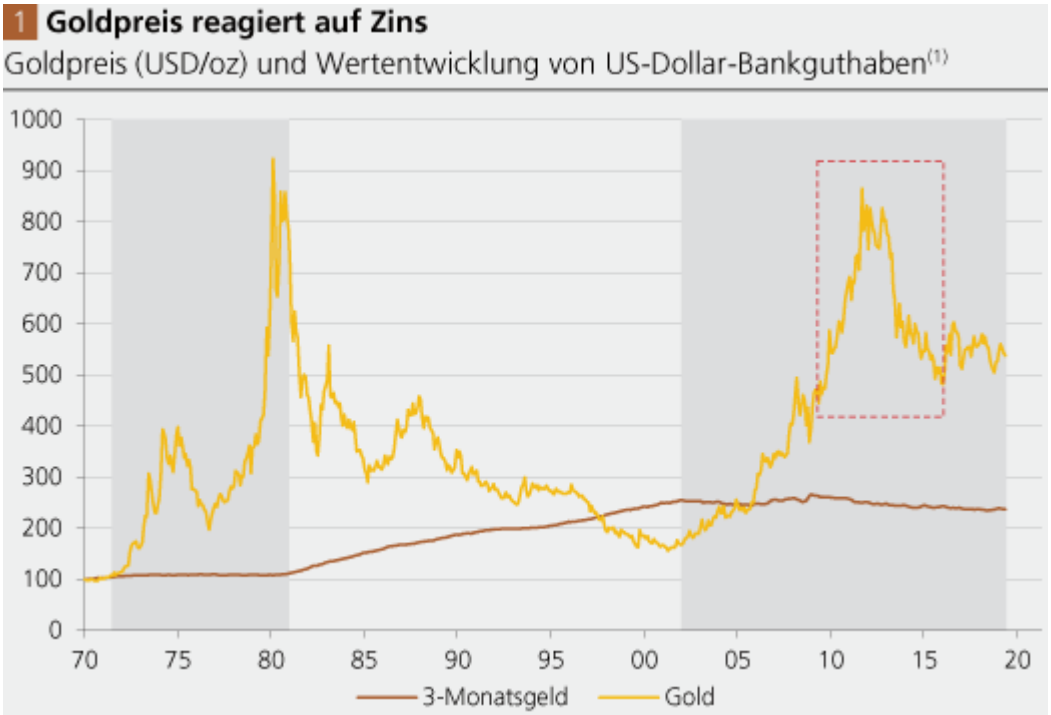
In dem Trommelfeuer von Informationen wird in der Regel ein Sachverhalt, der höchst bedeutsam für das Investieren ist, selten oder gar nicht thematisiert: Und das ist das ungedeckte Papiergeldsystem. Ohne dass man aber seinen Aufbau und seine Funktionsweise versteht, lassen sich viele Geschehnisse in den Finanzmärkten und der Wirtschaft nicht oder nur schwer verstehen. Das gilt vor allem für die aktuelle Zinsentwicklung - bei der sich mittlerweile vermutlich viele fragen: Geht es mit rechten Dingen zu, dass die Marktzinsen im Euroraum auf beziehungsweise unter die Nulllinie gefallen sind?

Der Zins verdient in der Tat besonderes Augenmerk. Denn er ist von herausragender Bedeutung für jede Anlageentscheidungen am Kapitalmarkt, weil er Einfluss auf alle Finanzmarktpreise nimmt - und dazu gehören natürlich auch die Edelmetallpreise. Die Verbindung zwischen dem ungedeckten Papiergeldsystem und dem Zins ist im Grunde leicht erkennbar: Das ungedeckte Papiergeldsystem ist auf Kredit aufgebaut und damit in höchstem Maße zinsabhängig. Neues Geld wird in Umlauf gebracht, wenn Zentralbanken und Geschäftsbanken neue Kredite vergeben, beziehungsweise wenn sie Anleihen im Kapitalmarkt aufkaufen.

Womit wir beim Thema wären: In der Praxis führt das Geldmengenvermehren durch die Vergabe von Bankkrediten dazu, dass die Schuldenstände in den Volkswirtschaften schneller anwachsen, als die Wirtschaftsleistung zunimmt. Das schafft früher oder später Probleme - denn genauso wie in jedem privaten Haushalt auch können die Schulden in einer Volkswirtschaft nicht dauerhaft stärker wachsen als die Einkommen. Dieser Gedanke leitet über zur sogenannten "Schuldendynamik".

***Box 1: Goldpreis und Zins***

*Wenn man dem Gold Geldqualität zuspricht, dann muss man auch davon ausgehen, dass die Nachfrage nach Gold (wie die Nachfrage nach jeder anderen Währung auch) vom Zins abhängt: Steigt der Zins, nimmt die Goldnachfrage ab; und fällt der Zins, nimmt sie zu. Abb. 1 zeigt den Goldpreis in US-Dollar pro Feinunze und den (fiktiven) Ertrag, den das Halten von US-Dollar-Bankguthaben mit einer dreimonatigen Laufzeit erzielt hat - und zwar vor Steuern und nach Abzug der Inflation der US-Konsumgüterpreise. Man erkennt dreierlei: (1) Langfristig betrachtet war das Gold das bessere Wertaufbewahrunsgmittel. (2) Die Kaufkraft des Goldes hat deutlich stärker geschwankt als die des US-Dollar.*




*Quelle: Thomson Financial; Berechnungen Degussa. (1) Indexiert (Januar 1970 = 100). Dunkelgraue Fläche: Phase, in denen der reale, das heißt inflationsbereinigte Kurzfristzins null oder negativ war.*

*Vor allem erkennt man, dass (3) in Phasen, in denen der reale, also inflationsbereinigte Zins positiv war, der Goldpreis gesunken ist, und in Phasen, in denen der Realzins null oder negativ war, gestiegen ist. Die Periode von Ende 2009 bis Mitte 2015 war so gesehen eine Ausnahme: Sie markiert rückblickend betrachtet den Aufbau einer "Preisübertreibung" mit nachfolgender Korrektur. Vor dem Hintergrund dieser Erfahrung liegt folgender Schluss nahe: Anleger, die damit rechnen, dass die Realzinsen weiterhin auf beziehungsweise unter der Nulllinie bleiben werden, haben gute Gründe, auch künftig auf Gold zu setzen.*

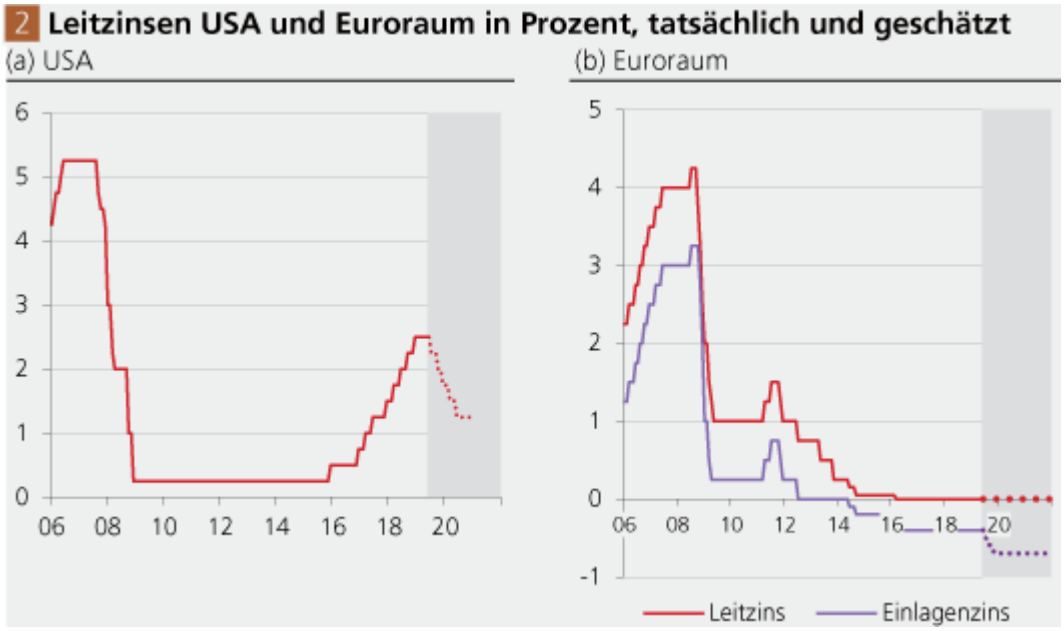
**Schuldendynamik**

Eine unerquickliche Wahrheit ist, dass das ungedeckte Papiergeldsystem die Volkswirtschaft in eine Überschuldungssituation führt. Um das Unausweichliche, die Pleitewelle, zu verhindern, setzten die Zentralbanken alles daran, die Marktzinsen so niedrig wie nur möglich zu halten beziehungsweise sie auf immer niedrigere Niveaus herabzuschleusen. Der Drang, den Zins immer weiter abzusenken, lässt sich verstehen, wenn man sich die Formel der "Schuldendynamik" vor Augen führt. Sie hat folgendes Aussehen:

$$sq_t = -pd_t + \frac{(1+i)}{(1+g)} sq_{t-1}$$

Dabei bezeichnet *sq* die Schuldenquote der Volkswirtschaft (d. h. Schulden in Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP)), *pd* ist das Primärdefizit (d. h. Neuverschuldung vor Zinszahlungen), *i* ist der Kreditzins und *g* ist das Jahreswachstum des Bruttoinlandsproduktes (BIP). Dabei steht *t* für das betreffende Jahr (*t*-1 steht also für das Vorjahr). Der Blick auf die Formel zeigt: Wenn der Kreditzins *i* größer ist als das Wirtschaftswachstum *g*, steigt die Schuldenquote an - es sei denn, die Neuverschuldung wird negativ, also Schulden werden zurückgezahlt. Genau das aber ist *politisch nicht gewollt*! (1)

**Box 2: Einschätzung der Leitzinsen**




*Quelle: Thomson Financial; Einschätzungen Degussa.*

*Die nächsten drei Treffen des Rates der US-Zentralbank (Fed) in diesem Jahr sind: 30.-31. Juli, 17.-18. September und 29.-30. Oktober. Wir denken, die erste Zinssenkung könnte bereits im Juli, spätestens aber im September erfolgen, und der Zinssenkungszyklus, den die Fed de facto in Aussicht gestellt hat, sollte zu einer Absenkung des Leitzinses auf 1,25 Prozentpunkte bis zum Sommer 2020 führen (Abb. 2 a). Das setzt die Europäische Zentralbank (EZB) unter Druck: Sinken die US-Zinsen, steigt tendenziell der Aufwertungsdruck auf den Euro - was von den EZB-Räten derzeit ganz und gar nicht gewünscht ist.*

*EZB-Präsident Mario Draghi hat daher bereits angedeutet, die Euro-Zinsen noch weiter abzusenken; und dass die EZB sogar wieder Anleihen kaufen und damit neue, aus dem Nichts geschaffene Euro in Umlauf bringen könnte. Die EZB wird aus unserer Sicht sehr bald - vielleicht schon im Juli oder August - den Einlagenzins absenken (von derzeit - 0,40 Prozent um 0,1 Prozentpunkte auf -0,50 Prozent) - und damit in den Abwertungswettlauf einsteigen. Der Einlagenzins wird nach unserer Einschätzung Mitte 2020 bei etwa ungefähr minus 0,7 Prozent liegen (Abb. 2 b).*

Die Volkswirtschaften haben daher einen anderen, einen ihnen scheinbar angenehmeren Weg eingeschlagen: Der Zins soll immer weiter abgesenkt werden, am besten soll er auf oder noch besser: unter die Rate des Wirtschaftswachstums gedrückt werden. Denn so besteht zumindest theoretisch die Hoffnung, die Neuverschuldung fortsetzen oder vielleicht sogar noch ausweiten zu können, ohne dass die Schuldenquote zu schnell und zu stark steigt.

Dieser Weg wird nicht erst jüngst, sondern bereits seit Jahrzehnten beschritten. Mittlerweile sind die Schuldenlasten jedoch so groß geworden, dass die Marktzinsen quasi mit aller Macht der Zentralbanken auf extrem niedrige Niveaus heruntergedrückt werden müssen – womit wir eine zentrale Frage angesprochen haben (und eigentlich schon die Antwort mitgeliefert haben): Bestimmt die Zentralbank den Zins? Oder passt die Zentralbank ihren Zins an die vom Markt vorgegebene Zinsrate an?

**Wer setzt den Zins?**

Wir wollen an dieser Stelle mit der Antwort auf diese Frage nicht allzu viel Worten verlieren und nur zwei Dinge anmerken. Erstens: Der Zins (gemeint ist hier der "natürliche Zins" oder "Ur-Zins") ist kein monetäres Phänomen, hat also per se nichts mit Kredit und Geld zu tun. Zweitens: Üblicherweise kann man davon ausgehen, dass die Zentralbanken versuchen, ihren Leitzins in Übereinstimmung mit dem natürlichen Zins zu bringen. Die aktuell entscheidende Frage ist nun aber: Kann der natürliche Zins, der Ur-Zins, null oder negativ werden?

Mittlerweile haben einige Zentralbanken, darunter die Europäische Zentralbank (EZB) begonnen, die Kurzfristzinsen - in realer wie auch in nominaler Rechnung - in den Negativbereich zu schleusen. Für eine solche Zinspolitik gibt es seit einigen Jahren große Unterstützung: Eine Reihe einflussreicher Ökonomen behauptet, der natürlichen Zins, der Urzins, sei mittlerweile negativ geworden; und weil die Marktzinsen nicht freiwillig unter die Nulllinie fallen, müssten die Zentralbanken eingreifen und die Marktzinsen in den

Negativbereich zwingen, um Wachstum und Beschäftigung zu sichern. Was ist davon zu halten?

Um es an dieser Stelle wiederum kurz zu machen (in der nachstehenden Box 3 findet sich eine etwas ausführlichere Erklärung): Der natürliche Zins, der Ur-Zins, kann nicht auf oder unter die Nulllinie fallen; in einem freien Markt, in dem die Menschen Geld als Tauschmittel verwenden, kann das nicht vorkommen. Die Zentralbanken haben als Monopolisten der Geldproduktion allerdings sehr wohl die Marktmacht, den Marktzins "gewaltsam" in den Negativbereich zu befördern. Das aber führt notwendigerweise zu einer Ungleichgewichtssituation, so etwas kann niemals eine Gleichgewichtssituation hervorbringen.

***Box 3: Der große Zinsirrtum***

*Die Idee, der natürliche Zins oder besser: der Ur-Zins könnten negativ werden, ist ein intellektueller Irrtum, und ein besonders folgenschwerer noch dazu. Der Urzins erklärt sich nämlich widerspruchsfrei durch die allgegenwärtige Zeitpräferenz. Was heißt das? Nun, das menschliche Handeln erfordert stets Zeit; zeitloses Handeln lässt sich nicht widerspruchsfrei denken. Zeit ist folglich ein Mittel, das der Handelnde einsetzen muss, um Ziele zu erreichen. Zeit ist knapp: Das eine zu tun bedeutet, das andere zu lassen.*

*Folglich bevorzugt der Handelnde die frühere Erfüllung seiner Ziele einer späteren Erfüllung. Und daher bewertet der handelnde Mensch auch das gegenwärtig verfügbare Gut höher als das gleiche Gut (in gleicher Qualität und unter gleichen Bedingungen), wenn es erst zu einem späteren Zeitpunkt vorrätig ist. Die Manifestation der Zeitpräferenz ist der Urzins:*

*Er steht für den Wertabschlag, den das Zukunftsgut gegenüber dem Gegenwartsgut erleidet. Zeitpräferenz und Urzins sind immer und überall positiv. Sie können sich in Richtung Nullgrenze bewegen, können aber nicht (aus handlungslogischen Gründen) auf null fallen, geschweige denn negativ werden. In einem freien, ungehemmten Markt, in dem Geld als Tauschmittel verwendet wird (Geldwirtschaft), wird der Marktzins nicht auf oder unter die Nulllinie fallen.*

*Die intuitiv einleuchtende Erklärung ist: Niemand (der bei Sinnen ist) würde einen Vertrag schließen, in dem er 1 Euro für 1 Jahr verleiht, um am Ende der Laufzeit 0,95 Euro zurückzubekommen. Es ist hier vorteilhafter, den Euro nicht zu verleihen und in der Kasse zu behalten. Angemerkt sei, dass man den Zins nicht überzeugend durch die Produktivitätstheorie erklären kann - dass also der Zins Ausdruck der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals sei. Angenommen die Produktivitätspotentiale in der Volkswirtschaft wären vollends ausgeschöpft. Nach der Produktivitätstheorie des Zinses müsste der Zins dann null sein.*

*Das aber wäre selbst in einer solchen Situation nicht der Fall, weil das Gegenwartsgut immer noch höher bewertet wird als das Zukunftsgut. Und weil der natürliche Zins (der Ur-Zins) nicht null oder negativ werden kann, führt eine Politik der Zentralbank, die die Marktzinsen unter die Nulllinie drückt, unweigerlich zu (1) Ungleichgewichten, also zu Fehlentwicklungen, die früher oder später danach drängen, im Zuge von Krisen bereinigt zu werden; und zudem sorgt sie dafür, dass (2) die arbeitsteilige Volkswirtschaft zum Erliegen kommt. Wenn nämlich der Marktzins null Prozent beträgt, hört das Sparen und Investieren auf - weil die Sparer nach wie vor einen positiven Urzins quasi in sich haben.*

*Das Einkommen wird dann konsumiert, abgenutzte Maschinen werden nicht ersetzt, die Volkswirtschaft fällt zurück in einen Subsistenzwirtschaft. Ein Albtraum: Das Ende der arbeitsteiligen Volkswirtschaft würde Millionen, ja Milliarden von Menschen Not und Elend bringen. Bislang beschränken sich die Zentralbanken darauf, ausgewählte Zinsen - die Zinsen von Staatsanleihen - auf beziehungsweise unter die Nulllinie zu drücken. Doch das ist keine Entwarnung: Denn das Herunterdrücken der Rendite für Staatsanleihen zieht auch alle anderen Renditen in der Volkswirtschaft in die Tiefe - wie nachfolgend noch deutlich wird.*

**Wie man für Niedrig- und Nullzinsen sorgt**

Wie beeinflusst die Zentralbank eigentlich die Marktzinsen? Das macht sie (üblicherweise) auf drei Wegen:

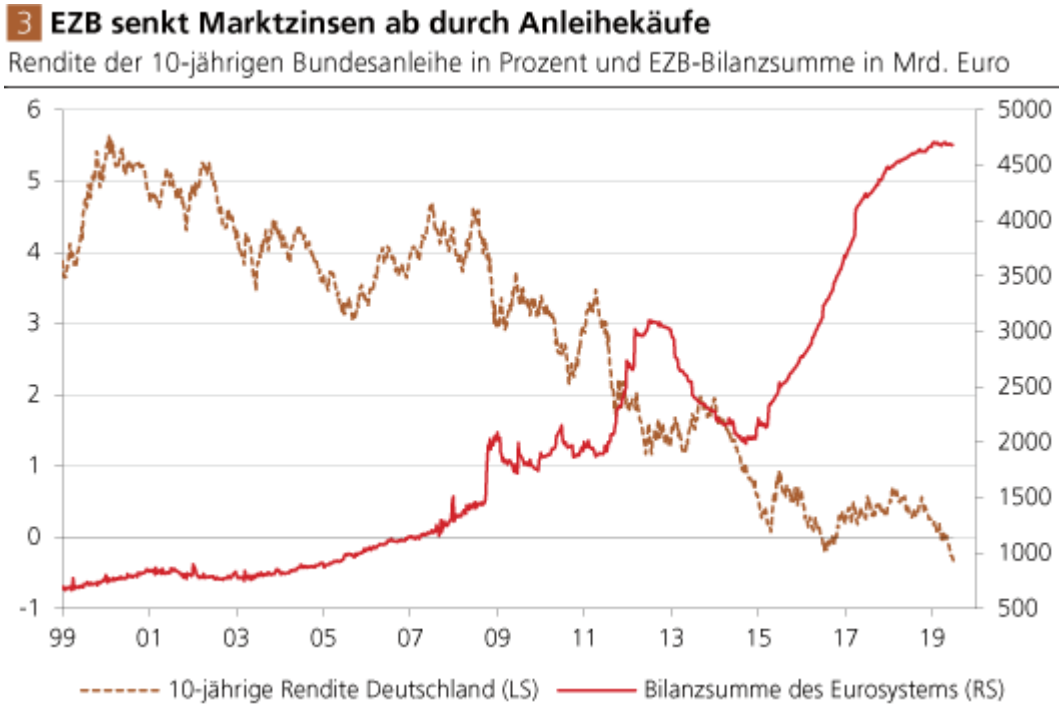
***(1) Refinanzierung der Banken***

Geschäftsbanken müssen sich bei der Zentralbank refinanzieren: Denn sie benötigen Zentralbankgeld, um Kredite vergeben zu können. Und das Zentralbankgeld bekommen die Geschäftsbanken nur von der Zentralbank (sie ist der Monopolproduzent des Zentralbankgeldes). Die Zentralbank stellt das Zentralbankgeld üblicherweise per Kreditvergabe zur Verfügung und legt dabei den von den Banken zu zahlenden (Leit-)Zins fest.

Der Leitzins, den die Zentralbank bestimmt, hat einen bedeutenden Einfluss auf den Langfristzins beziehungsweise alle Zinsen in der Volkswirtschaft. Das erklärt sich wie folgt: Der Langfristzins entspricht im einfachsten Fall den erwarteten kurzfristigen Zinsen. Übermittelt die Zentralbank also ihre künftig angestrebte Zinssetzung den Finanzmärkten, dann hat sie auch den Langfristzins (beziehungsweise alle Zinsen) mehr oder weniger fest im Griff.

***(2) Anleihekäufe***

Die Zentralbanken können den Langfristzins direkt beeinflussen, indem sie Anleihen im Markt aufkaufen: Wenn sie Schuldpapiere erwerben, erhöhen sie die Kurse und senken dadurch die Renditen ab. Im Grunde können die Zentralbanken den Langfristzins jederzeit auf das politisch gewünschte Niveau bringen. Die Zentralbank muss dabei nicht einmal als Anleihekäufer auftreten: Wenn die Finanzmärkte verstehen, wo die Zentralbank den Langfristzins sehen will, liegt es im Interesse der Investoren, solange zu kaufen und zu verkaufen, bis der Zins genau dort angekommen ist. Kein Investor wird gegen die Zentralbanken spekulieren wollen - die Zentralbank besitzt schließlich unbeschränkte Preissetzungsmacht im Anleihemarkt.




*Quelle: Thomson Financial; Graphik Degussa.*

***(3) Negativer Einlagenzins***

Ein negativer Einlagenzins bedeutet, dass Banken, die Überschussguthaben (d. h. Zentralbankgeldguthaben abzüglich Mindestreservehaltung) bei der EZB halten, eine Gebühr in Höhe von derzeit 0,4 Prozent zu bezahlen haben. Hält eine Bank beispielsweise ein Überschussguthaben in Höhe von 1.000.000 Euro für ein Jahr bei der EZB, verfügt sie am Ende nur noch über 996.000 Euro. Verständlich also, dass jede Bank versuchen wird, dem Strafzins zu entkommen. Aber wie?

Sie kann zum Beispiel Anleihen mit kurzer Laufzeit kaufen. Das führt dazu, dass die Nachfrage nach diesen Anleihen steigt, die Kurse in die Höhe klettern und die Renditen absinken. Die Renditen der Anleihen werden folglich in Richtung des negativen Einlagenzinses nach unten gezogen. Solange die Anleiherendite noch über dem negativen Einlagenzins liegt (z. B. bei minus 0,2 Prozent), lohnt sich der Kauf der Schuldpapiere:

Ein Verlust von 0,2 Prozent ist immer noch besser als ein Verlust von 0,4 Prozent. Wenn alle Banken und Investoren mit diesem Kalkül operieren, steigt irgendwann auch die Nachfrage nach Anleihen mit langen Laufzeiten. Und auch Schuldpapiere, die von Schuldnern mit schlechter Kreditqualität emittiert wurden, werden attraktiv(er) aus Anlegersicht. Der negative Einlagenzins übt so gesehen einen Abwärtsdruck auf das ganze Zinsumfeld aus, und viele Renditen werden dadurch in den Negativbereich gezogen. Und je tiefer der Einlagenzins in den Minusbereich gesetzt wird, desto niedriger werden auch alle übrigen Zinssätze ausfallen.

Eine Alternative zum Anleihekauf besteht für Banken darin, Kredite an Unternehmen und Konsumenten zu

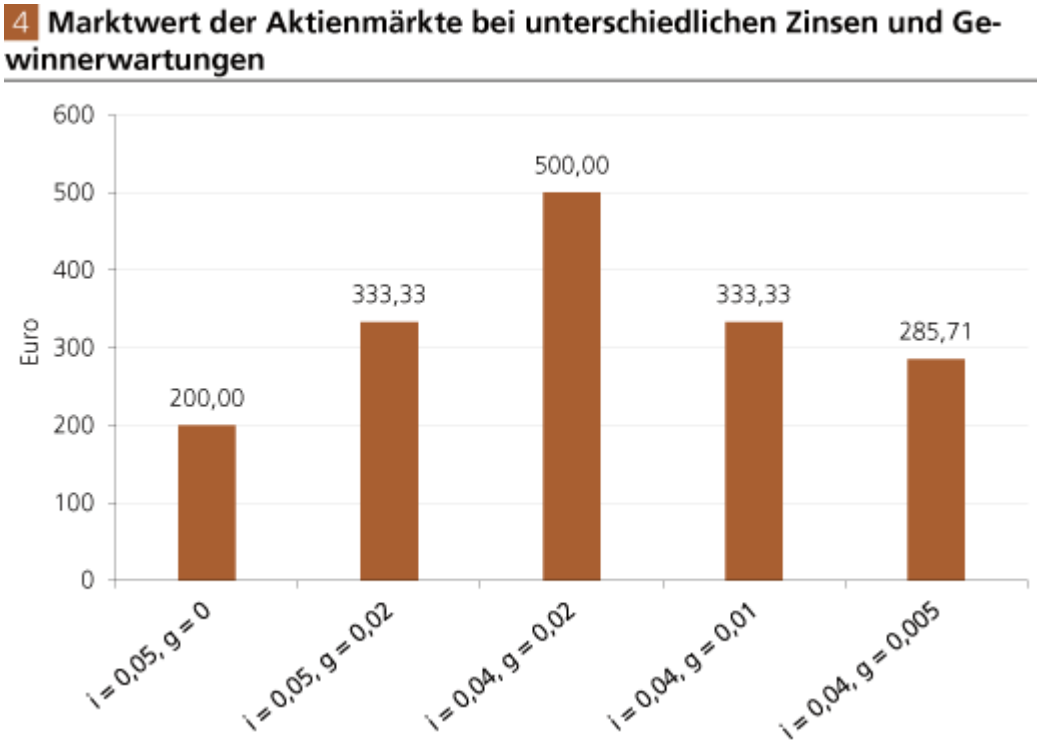
vergeben, um ihre Überschussguthaben abzubauen. Das aber macht erfordert, dass Banken genug Eigenkapital besitzen, denn risikobehaftete Kredite müssen sie mit Eigenmitteln unterlegen. Wenn die Banken ihr Kreditangebot ausweiten, dann sinken auch die Kreditkosten im Markt. Ein negativer Einlagenzins übt aber nicht nur Abwärtsdruck auf die Zinsen an den Kreditmärkten aus. Der Effekt reicht weiter.

**Folgen für die Vermögenswerte**

Die Null- und Negativzinspolitik hat unmittelbare Auswirkungen auf die Preise der Vermögensgüter wie Aktien, Häuser und Grundstücke. Um das zu erkennen, sei an dieser Stelle auf das bekannte "Gordon-Growth-Model" zur Erklärung der Aktienkurse verwiesen. Die Formel lautet:

Aktienkurs = D / (i - g),

wobei *D* = Dividende (oder: Gewinn), *i* = Marktzins und *g* = Gewinnwachstum. Die Grundannahme ist, dass *i* > *g* ist.




*Quelle: eigene Berechnungen.*

Man kann leicht erkennen, dass der Aktienkurs steigt (fällt), wenn *D* steigt (fällt); dass der Aktienkurs steigt (fällt), wenn *i* fällt (steigt); und dass der Aktienkurs steigt (fällt), wenn *g* steigt (fällt).

Wenn zum Beispiel *D* = 10 Euro, *i* = 5% und *g* = 0% sind, ergibt sich ein Aktienkurs von 200 Euro [10 / (0,05 - 0,00) = 200].

Gäbe es ein positives Gewinnwachstum von *g* = 2%, so stiege der Aktienkurs auf 333,33 [10 / (0,05 - 0,02)].

Würde die Zentralbank den Zins auf 4% absenken, und bliebe das Gewinnwachstum bei 2%, so würde die Aktie auf 500 steigen.

Fällt das Gewinnwachstum hingegen auf 1%, bleibt der Aktienkurs unverändert bei 333,33 [10 / (0,04 - 0,01)].

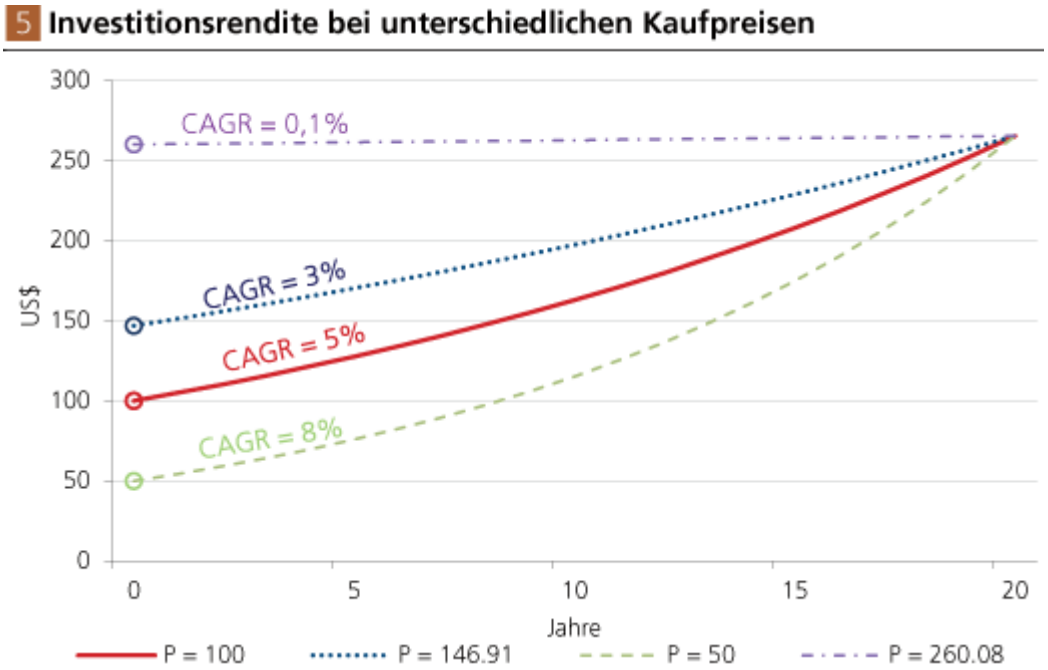
Und würde bei einem Zins von 4% das Gewinnwachstum auf 0,5% absinken, so fiele die Aktie auf 285,71 (also: 10 / (0,04 - 0,005).

Wie zu erkennen ist, ist neben dem Zins auch das (erwartete) Gewinnwachstum bedeutsam. Die wichtige Frage lautet: Was bestimmt das Gewinnwachstum? Vermutlich spielt eine ganze Reihe von Faktoren eine Rolle: Niedrige Steuern, unternehmerische Freiheiten und eine wachsende Bevölkerung dürften tendenziell für ein positives Gewinnwachstum sorgen; hohe Steuern, eine ausgeprägte Regulierungsdichte und schrumpfende Bevölkerung tendenziell für ein abnehmendes, im Extremfall sogar sinkendes Gewinnwachstum.

Man kann auch davon ausgehen, dass die Zinspolitik der Zentralbank Einfluss auf das erwartete Gewinnwachstum nimmt. In der kurzen Frist mag dieser Einfluss positiv sein: Die Investoren meinen, die Niedrigzinsen unterstützen die Konjunktur und bewahren die Unternehmen vor Verlusten und die Arbeitnehmer vor Arbeitslosigkeit. Doch was passiert in der langen Frist? Was geschähe, wenn die Niedrig- oder Negativzinspolitik letztlich einen negativen Effekt auf das Gewinnwachstum der Unternehmen ausübt? Das sind begründete Fragen.

Die Niedrigzinspolitik hält nämlich unrentable Unternehmen und Banken über Wasser. Den besseren Anbietern wird es erschwert, Marktanteile hinzuzugewinnen. Der Wettbewerbsdruck nimmt ab, und darunter leiden Unternehmensgewinne, Investitionen, Wachstum und Beschäftigung. Und dadurch nimmt dann auch die Schuldentragfähigkeit der Volkswirtschaft ab: Schuldner geraten in Probleme, ihren Schuldendienst zu leisten. Mit anderen Worten: Wenn die künstliche Niedrigzinspolitik das Wirtschaftswachstum schmälert, und sie zuvor die Vermögenspreise aufgebläht hat, wird die Blase früher oder später platzen.

**Aufbau und Platzen der Preisblase**




*Quelle: Eigene Berechnungen. Annahme: Die Rendite auf das eingesetzte Kapital ist 5 Prozent pro Jahr für die kommenden 20 Jahre. P = Kaufpreis der Aktie. CAGR = Cumulated Annualized Growth Rate, d. h. annualisierte stetige Verzinsungsrate.*

Im Zuge einer Niedrigzinspolitik, die die Zinsen auf oder gar mitunter unter die Nulllinie zwingt, kommt es zunächst aber zu weitreichenden Preisveränderungen in der Volkswirtschaft. Sie treffen insbesondere auch die Vermögensmärkte. Dazu ein illustratives Beispiel.

Nehmen wir an, es gibt eine börsennotierte Firma. Sie hat Eigenkapital in Höhe von 100 US$, und ihre Kapitalrendite beträgt 5% pro Jahr für die nächsten 20 Jahre (siehe Abb. 5). Wenn man die Aktie für 100 US$ kauft, beträgt die Investitionsrendite 5% p.a. Wenn man das Unternehmen hingegen für 50 US$ kaufen kann (beispielsweise zu einem Zeitpunkt, an dem an der Börse Panik herrscht), wäre die Investitionsrendite höher, in diesem Fall 8,7% p.a. Die Botschaft dieser Zahlen ist offensichtlich: Je niedriger der Kaufpreis der Aktie (der Investition) ist, desto höher fällt die Investitionsrendite aus.

Angenommen, der Marktzinssatz beträgt 5% p.a., und die Aktie handelt bei 100 US$. Dann stellt sich plötzlich auf den Finanzmärkten die Erwartung ein, der Marktzinssatz werde auf 3% p.a. sinken. In diesem

Falle würde sich der Aktienkurs der Firma auf 146,91 US$ erhöhen. Die Aktienpreissteigerung beschert dem Aktionär einen (Buch-)Gewinn von fast 47%. Wie erfreulich! Wer jedoch die Aktie zu dem nun erhöhten Kurs kauft, wird damit in den kommenden Jahren nur noch 3% p.a. verdienen.

Was würde passieren, wenn die Marktteilnehmer erwarten, dass der Zins weiter auf zum Beispiel 0,10% fällt? Der Aktienkurs würde noch weiter ansteigen, würde 260,08 US$ erreichen - und das beschert einen weiteren (Buch-)Gewinn von 77,03% [(260,08 / 146,91 - 1) * 100]. Sobald der Aktienkurs aber auf dieses Niveau gestiegen ist, wird jeder Investor, der dann noch kauft, für die restlichen 20 Jahre eine Rendite von nur 0,10% p.a. erzielen.

Vor diesem Hintergrund können wir verstehen, wohin die Senkung der Zinssätze der Zentralbanken führt: Es entsteht die Tendenz, alle Renditen in der Wirtschaft in Richtung des von der Zentralbank heruntermanipulierten Marktzinssatzes zu ziehen. Dieser Prozess zeigt sich in Form eines Aufblähens der Vermögenspreise - die Preise also für Aktien, Staats- und Unternehmensanleihen, Immobilien, Grundstücke und auch Rohstoffe (die nach ihrem diskontierten Grenzkostenprodukt bewertet werden). Doch auch das ist noch nicht das Ende der Geschichte.

**Marktwirtschaft unter Druck**

Wenn alle Zinsen und Renditen den Nullpunkt erreichen, haben die Menschen keinen Anlass mehr zu sparen, und die Investoren keine Anreize mehr zu investieren. Kapitalverzehr setzt ein: Der Verbrauch steigt auf Kosten des Sparens, Ersatz- und Neuinvestitionen bleiben aus. Es kann eine ganze Weile dauern, bis ersichtlich wird, dass die Volkswirtschaft aus der Substanz lebt; dass eine Geldpolitik, die den Zins auf immer niedrigere Niveaus drückt, keinen Wohlstand bringt, sondern für den zukünftigen Wohlstand abträglich ist.

Sobald die Anleger das einsehen, werden die gestiegenen Vermögenspreise nach unten stürzen. So werden beispielsweise bei Aktien die Gewinnerwartungen zurückgestuft, das lässt die Barwerte der Unternehmen und damit auch ihre Aktienkurse fallen. Sinkende Vermögenspreise reduzieren das Eigenkapital in den Bilanzen von Verbrauchern und Unternehmen. Fehlinvestitionen treten zutage, und der Boom verwandelt sich in einen Bust.

Die Lektion ist die Folgende: Die Zinssenkungspolitik der Zentralbanken ist keine Lösung für die Probleme, die durch eine vorhergehende Niedrigzinspolitik verursacht wurden. Auf den ersten Blick mag eine solche Politik vielversprechend aus-sehen, aber sie führt in die wirtschaftliche Zerrüttung. Und je länger der Boom durch die extrem niedrige Zinspolitik der Zentralbanken angedauert hat, desto größer wird auch die daraus resultierende Krise sein - wie es die Ökonomen der Österreichischen Schule schon vor langer Zeit dargelegt haben. Beispielsweise formulierte Fritz Machlup (1902-1983) diese Einsicht wie folgt:

"Die Prosperität kann eine Zeitlang andauern. Sie dauert so lange, als es möglich ist, die Schaffung zusätzlicher Kaufkraft immer weiter fortzusetzen. Eines Tages muß es sich dann zeigen, daß es mit der Ausdehnung des Notenbankkredits nicht mehr weiter gehen kann, sei es dadurch, daß die Bevölkerung das sich entwertende Geld ablehnt, sei es, daß das Bewußtsein von der übermäßigen In-anspruchnahme von Kredit dem allzu großen Optimismus ein Ende setzt. Was dann nachfolgt, wissen alle. Es ist die Krise mit ihrer Katastrophenstimmung, mit den Verlusten, Schleuderverkäufen, Konkursen und dem Offenbarwerden einer furchtbaren Verarmung." (2)

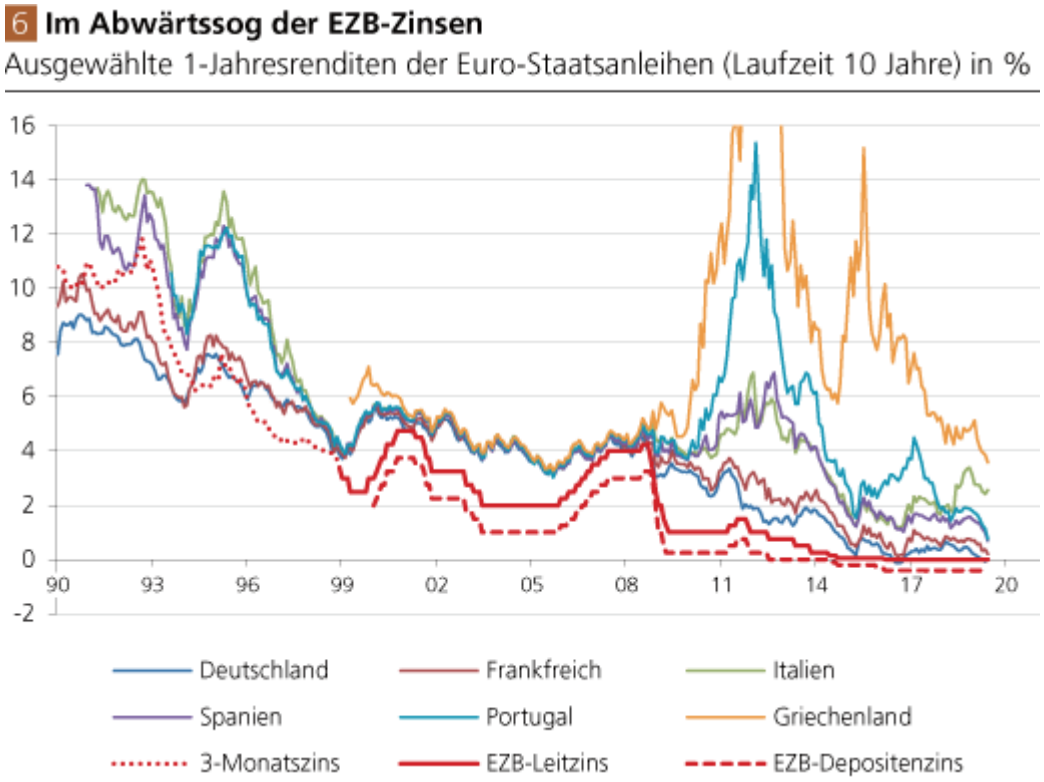
**Der Weg in die Welt derR Nullrenditen**

Man sollte also nicht daran zweifeln, dass die Quittung für den aktuellen Boom noch präsentiert wird. Der Weg dorthin wird jedoch vermutlich sehr verschlungen ablaufen, und seine zeitliche Erstreckung lässt sich vorab nicht exakt abschätzen. Beispielsweise könnten Produktivitätsschübe aufgrund technologischer Neuerungen den Weg in die "Welt der Nullrenditen" und letztlich in den Bust in die Länge ziehen: Durch sie verbessert sich die Schuldentragfähigkeit der Volkswirtschaft, und der Boom kann länger dauern als man vielleicht denken könnte.

Was aber würde passieren, wenn der Bankenapparat nicht mehr willens oder in der Lage ist, neue Kredite zu vergeben? In einem solchen Fall könnte die Zentralbank zum Beispiel Helikoptergeld ausgeben: Konsumenten, Unternehmen und staatliche Stellen bekommen neues Geld direkt von der Zentralbank auf ihre Konten gebucht, und auf diese Weise wird zu Zustrom neues Geldes in die Volkswirtschaft sichergestellt. Wenn die Zentralbank dabei gleichzeitig auch die Marktzinsen niedrig hält, kann der inflationäre Boom durchaus lange Zeit vor dem Zusammenbruch bewahrt werden.

Bei einer solchen Helikopter-Geldmengenvermehrung stiegen jedoch vermutlich die Inflationserwartungen in die Höhe (weil der inflationäre Willkürspielraum der Zentralbank stark ansteigt), und das würde insbesondere die Vermögenspreise verteuern ("Flucht in Sachwerte"). Doch endlos ließe sich dieses Spiel vermutlich nicht fortführen. Erkennen die Marktakteure, dass die Geldpolitik dazu übergeht, immer stärker auf die inflationäre Geldmengenvermehrung zu setzen, schwindet das Vertrauen in die Kaufkraft des Geldes; die Währungsgeschichte bietet dafür viele Beispiele. Die Geldnachfrage nimmt ab, und die Preissteigerungen für Güter aller Art nehmen Fahrt auf.

Ein Prozess kommt in Gang, der, wenn er nicht gestoppt wird, außer Kontrolle gerät. Er lässt sich nur wirksam beenden, wenn die Zentralbank sich glaubhaft von der Geldmengenvermehrungspolitik abkehrt - also die Zinsen anhebt. Das aber würde natürlich die "Bereinigungskrise" einleiten, die die Zentralbank bisher versucht hat zu unterdrücken. Man erkennt: Auch eine Inflationspolitik, mit der man der Bereinigungskrise versucht aus dem Wege zu gehen, endet letztlich in der gefürchteten Wirtschaftskrise.




*Quelle: Thomson Financial; Graphik Degussa.*

**Folgen für den Anleger**

Viele Marktzinsen dies- und jenseits des Atlantiks sind zwar in historischer Betrachtung bereits sehr niedrig, aber sie haben noch weiteres Absenkungspotential - und dieses Absenkungspotential werden die Zentralbanken auszunutzen wissen: Die Marktzinsen werden weiter in Richtung der Nulllinie abgesenkt, die Renditen besonders guter Schuldner können dabei sogar noch weiter unter die Nulllinie fallen. Diese Aussicht hat Folgen für die Investitionsentscheidungen der Anleger.

(1) Die Aussicht auf weiter fallende Zinsen wird viele Investoren bei der Stange halten, weil sie auf weitere Kurszugewinne bei Anleihen hoffen können - und das gilt vor allem auch für Anleihen relativ schlechter Schuldner, deren Renditen derzeit noch relativ hoch sind. Es gilt aber auch für Anleihen, deren Renditen bereits negativ sind, die aber noch weitere Kursgewinne in Aussicht stellen. Der Zeitpunkt eines "Käuferstreiks" oder "Ausverkaufs" am Anleihemarkt ist daher vermutlich noch nicht erreicht.

(2) Fallende Marktzinsen werden auf den Aktien- und Häusermärkten für weitere Preissteigerungen sorgen und Renditemöglichkeiten eröffnen. Diese Renditezugewinne werden allerdings - und das sollten die voranstehenden Überlegungen deutlich gemacht haben - ein zeitlich begrenztes Phänomen sein, denn sie werden sich über kurz oder lang abschwächen und sich den extremen Tiefzinsniveaus annähern. Über den zeitlichen Verlauf, über die Dauer der Phase steigender Renditen lässt sich auch hier leider nichts Genaues sagen. Bis auf Weiteres scheint es jedoch verfrüht zu sein, aus den Vermögensmärkten auszusteigen.

(3) In diesem Umfeld steigt die Attraktivität des Goldes - und zwar aus zwei Gründen. Erstens: Es wird

zusehends vorteilhaft(er), Gold zuhalten anstelle von unverzinslichen Bankguthaben. Deren Kaufkraft schwindet nämlich unwiederbringlich, weil die Inflation nicht mehr durch einen positiven Zins entgolten wird. Zweitens: Das Gold kann seine Kaufkraft nicht durch Kredit- und Zahlungsausfälle verlieren. Vor allem für Anleger mit einem langfristigen Horizont (von fünf oder mehr Jahren) stehen daher die Chancen gut, dass das Gold (gehalten als Teil der liquiden Mittel) seine Wertaufbewahrungsfunktion erfüllt, und zwar besser als es mit den offiziellen Währungen US-Dollar, Euro & Co. gelingen wird.

(4) Gold ist das ultimative Zahlungsmittel: Im Extremfall, bei einem Untergang der ungedeckten Währungen, wird wohl für gewisse Zeit das Gold das alleinige international akzeptierte Zahlungsmittel sein - und der Goldhalter wird dann zumindest zeitweise einen erheblichen Zugewinn seiner Kaufkraft verbuchen können, die er dann für den Kauf von attraktiven Vermögenspositionen nutzen kann. Auch aus einem solchen Risiko- und Investitionskalkül heraus betrachtet, rechtfertigt sich das Halten von Gold ebenfalls.

Abschließend zeigt die nachstehende Tabelle die Wertentwicklung des Goldes im Vergleich zu zinstragenden Euro-Anlagen in den letzten zwei Dekaden. Wie zu erkennen ist, hat das Gold in mittel- und langfristiger Perspektive deutlich besser abgeschnitten als Euro-Anlagen. Und mit Blick auf die niedrigen Zinsen, die sehr wahrscheinlich noch sehr lange niedrig beziehungsweise negativ bleiben, und die wachsenden Risiken im internationalen Kredit- und Geldsystem, gibt es gute Gründe, weiter auf Gold zu setzen - gerade auch für Anleger aus dem Euroraum.

**Wertentwicklung Gold (EUR/oz) und Euro-Anlagen (nominal) in Prozent**

| | Gold | *Verzinsliche Euro-Anlagen* | | | | Inflation[1] |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 3 Monate | 1 Jahr | 5 Jahre | 10 Jahre | |
| **I. Absolut** | | | | | | |
| 20 Jahre | 361.1 | 42.2 | 49.0 | 53.3 | 73.5 | 41.3 |
| 10 Jahre | 77.0 | 2.5 | 5.6 | 5.1 | 13.6 | 15.3 |
| 5 Jahre | 151.7 | -1.0 | -0.2 | -1.1 | 1.9 | 5.8 |
| 2 Jahre | 10.5 | -0.6 | -0.4 | -0.5 | 0.6 | 3.7 |
| 1 Jahr | 10.6 | -0.3 | -0.2 | -0.3 | 0.2 | 1.4 |
| 3 Monate | 3.8 | -0.1 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 1.0 |
| **II. Pro Jahr[2]** | | | | | | |
| 20 Jahre | 7.9 | 1.8 | 2.0 | 2.2 | 2.8 | 1.7 |
| 10 Jahre | 5.9 | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 1.3 | 1.4 |
| 5 Jahre | 4.1 | -0.2 | 0.0 | -0.2 | 0.4 | 1.1 |
| 2 Jahre | 5.1 | -0.3 | -0.2 | -0.3 | 0.3 | 1.8 |
| 1 Jahr | 10.6 | -0.3 | -0.2 | -0.3 | 0.2 | 1.4 |
| 3 Monate | 16.0 | -0.3 | -0.1 | -0.5 | -0.1 | 3.9 |

Quelle: Thomson Financials; Berechungen Degussa.

[1] Ermittelt aus dem Index der Konsumgüterpreise.

[2] Stetige, auf das Jahr hochgerechnete Veränderungsrate. Ohne Berücksichtigung von Steuern.

© Prof. Dr. Thorsten Polleit
Quelle: Auszug aus dem Marktreport der Degussa Goldhandel GmbH

*(1) Im ungedeckten Papiergeldsystem ist das übrigens auch nicht möglich, ohne eine Krise auszulösen. Denn werden Bankkredite zurückgezahlt, schrumpft die Geldmenge. Das setzt Löhne und Güterpreise unter Abwärtsdruck - und verunmöglicht vielen Schuldnern, ihren Schuldendienst leisten zu können.*

*(2) Machlup, F. (1934), Führer durch die Krisenpolitik S. 6.*

Dieser Artikel stammt von GoldSeiten.de
Die URL für diesen Artikel lautet:
https://www.goldseiten.de/artikel/418892--Die-Zentralbanken-treiben-uns-in-die-Null-Rendite-Welt.html

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere AGB/Disclaimer!

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2024. Es gelten unsere AGB und Datenschutzrichtlinen.