



## Das unbekannte Territorium negativer Zinsen

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

- **Grundsätzlich: Negative Zinsen sind schlecht, weil sie die Zukunft gegenüber der Gegenwart entwerten.**
- **Es ist kaum zu erwarten, dass negative Zinsen auf Zentralbankeinlagen das Kreditgeschäft in den Peripherieländern beleben. Dem stehen die hohen Risiken entgegen.**
- **Der Vorteil der Einführung negativer Einlagenzinsen: Sie signalisiert Handlungsfähigkeit, kann aber schnell wieder zurückgenommen werden.**

Die Europäische Zentralbank war bisher nicht zimperlich, neue Wege in der Geldpolitik zu gehen und Instrumente auszuprobieren, die es bisher noch nicht gab. Jetzt diskutiert sie wieder über etwas, was bisher weitgehend tabu war: Negative Zinsen. Viele lehnen eine solche Maßnahme ab, weil es keine Erfahrungen damit gibt. Was würde passieren?

Negative Zinsen gab es bisher immer nur in Ausnahmesituationen. So hat beispielsweise die Schweizer Notenbank zeitweise negative Zinsen auf Guthaben von Ausländern erhoben, um spekulative Kapitalzuflüsse abzuwehren. Der deutsche Finanzminister profitierte, als ihm Investoren im Verlauf der Eurokrise eine Prämie dafür zahlten, in seine Papiere investieren zu können. Dänemark wollte eine Aufwertung verhindern. Interessanterweise hat Japan die Erhebung negativer Zinsen zur Bekämpfung der Deflation nie erwogen.

Grundsätzlich sind negative Zinsen problematisch. Der Zins ist der Preis der Zukunft gegenüber der Gegenwart. Je niedriger der Zins, umso geringer wird die Zukunft bewertet. Umso unrentabler also Sparen und Investieren. Das kann eine Gesellschaft vorübergehend tolerieren. Auf Dauer ist es kontraproduktiv. Wir leben auf Kosten unserer Kinder.

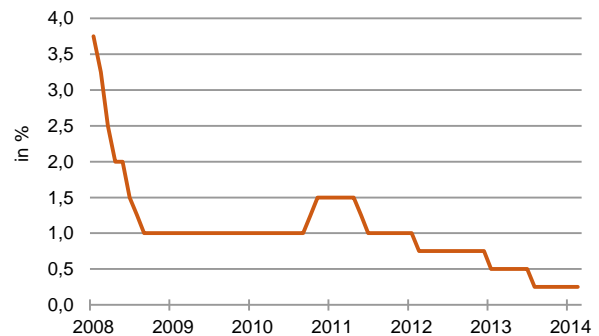
Gleichzeitig bedeuten negative Zinsen eine Prämie für Bargeldhaltung. Die Menschen bringen ihr Geld nicht mehr zur Bank, sondern verwahren es unter dem berühmten Kopfkissen. Auch das liegt nicht im Interesse des Staates. Es fördert Umgehungen wie Schattenwirtschaft und Schwarzgeld.

Nun handelt es sich bei der von der EZB ins Visier genommenen Maßnahme nicht um so etwas Großes wie

die generelle Einführung von negativen Zinsen. Es geht vielmehr nur darum, Einlagen von Banken bei der Zentralbank mit einem negativen Satz zu belegen. Betroffen ist also direkt nur der Finanzkreislauf. Die Realwirtschaft wird nur mittelbar tangiert.

### Wie lange noch nach unten?

Leitzinsen der EZB



Quelle: EZB

Die EZB möchte damit drei Dinge erreichen: Die Belebung des Kreditgeschäftes der Banken vor allem in den Peripherieländern, eine Abwertung des Euros auf den Devisenmärkten und eine Belebung des innereuropäischen Geldmarktes. Zusammen soll das die Inflation wieder nach oben bringen. Ich habe Zweifel, ob es gelingt.

Zum Kreditgeschäft: Kredite werden vergeben, wenn es eine entsprechende Nachfrage der Unternehmen gibt, wenn die Risiken nicht zu hoch sind und wenn die Banken genügend Eigenkapital haben. Es ist höchst unwahrscheinlich, dass eine Bank mehr Kredite vergibt, nur weil sie für ihre Einlagen bei der Zentralbank einen Strafzins zahlen muss. Wenn das wirklich einmal sein sollte, so stellt das die üblichen Entscheidungsvorgänge bei Finanzinstituten auf den Kopf. Das kann auch nicht im Interesse der Europäischen Zentralbank als oberster Bankaufseher liegen.

Zum Devisenmarkt: Derzeit sprechen alle ökonomischen Faktoren für einen schwächeren Euro: Die höheren Zinsen in den USA, die Aussicht auf eine in Zukunft restriktivere Geldpolitik der Fed, das hohe Wirtschaftswachstum, die Verringerung des US-Leistungsbilanzdefizites und die zahlreichen politischen Krisenherde in der Welt.



Dass sich der Euro unter diesen Umständen gleichwohl nicht abschwächt liegt allein daran, dass es erhebliche Kapitalzuflüsse in die Peripherieländer Europas gibt, die von einem Ende der Krise profitieren wollen. Ein negativer Einlagenzins würde diese Zuflüsse eher noch erhöhen.

Zum Geldmarkt: Natürlich würden Banken im Falle von Strafzinsen auf Zentralbankeinlagen überlegen, Überschussreserven verstärkt am Geldmarkt anzulegen. Andererseits sollte man sich hier keine Wunder erwarten. Der Geldmarkt war schon bisher eine attraktive Alternative, weil die Banken hier Geld verdienen konnten. Wenn sie trotzdem Geld bei der Zentralbank hielten, so weil die Anlage bei Banken innerhalb der Währungsunion immer noch als unsicher gilt. Darauf deuten auch die Target-Salden hin.

Die positiven Wirkungen negativer Einlagenzinsen sind also begrenzt. Gleichzeitig gäbe es aber auch negative Nebeneffekte. Die Banken hätten zusätzliche Kosten. Sie würden sie auf ihre Kunden, vor allem im Privatkundengeschäft, abwälzen. Das schafft unnötigen Ärger. Zudem würden sie ihre Einlagen bei der Zentralbank weiter reduzieren. Das verschlechtert ihre Liquiditäts-

vorsorge. Die Zentralbank würde sich das Tor zu weiteren Liquiditätsmaßnahmen wie den dreijährigen LTRO's (Longer Term Refinancing Operations) verschließen. Welche Bank würde sich Liquidität auf Vorrat (und gegen einen Zins) besorgen, wenn sie für die Haltung des Geldes noch einmal Zinsen bezahlen müsste? Schließlich ganz wichtig: Wenn die EZB wieder aktiv wird, verringert das die Bereitschaft der nationalen Regierungen, weitere Reformen zu unternehmen.

### **Für den Anleger**

Bewahren Sie ruhig Blut, wenn die EZB beschließen sollte, negative Einlagenzinsen einzuführen. Das allein ist kein Grund für einen Anstieg der Inflation oder weitere strukturelle Verbesserungen in der Währungsunion. Es ist eher ein Placebo. Damit könnten die Befürworter weiterer Lockerungsmaßnahmen ruhig gestellt werden, ohne dass größerer Schaden angerichtet wird. Anders als ein großes Quantitative-Easing-Programm mit Käufen von Staatsanleihen hat eine solche Maßnahme den Vorteil, dass sie leicht und schnell wieder rückgängig gemacht werden kann. Märkte reagieren erfahrungsgemäß auch auf Placebos manchmal positiv.

**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, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) 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.