

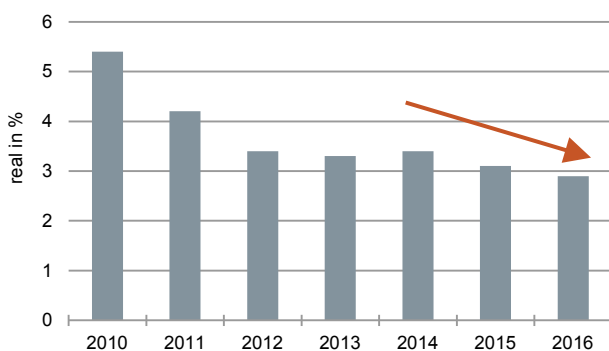
- Die Zinsen können auch im Negativbereich stärker gesenkt werden als viele denken.
- Bargeld muss nicht abgeschafft werden, um die Zinsen unter null zu bringen. Es gibt aber andere unerwünschte Nebenwirkungen.
- Paradox: Negative Zinsen werden je tiefer je mehr das Wachstum nicht stimulieren, sondern bremsen.

Die Weltwirtschaft befindet sich in der schlimmsten Situation, die wir uns in den letzten Jahren immer vorgestellt haben. Das Wachstum schwächt sich ab, es droht eine Rezession – gleichzeitig hat die Wirtschafts- und Währungspolitik aber keine Munition, um gegenzusteuern. Die Zinsen sind bereits bei null, die Staatsverschuldung ist so groß, dass keynesianisches Deficit Spending nicht mehr funktioniert.

Eigentlich müsste die Politik jetzt tieftraurig sein. Vor allem bei den Zentralbanken rächt sich, dass sie die Zinsen in den letzten Jahren nicht rechtzeitig erhöht haben, um wieder handlungsfähig zu werden. Aber von Reue ist nichts zu spüren. Im Gegenteil, sie haben ein neues Instrument entdeckt: Negative Zinsen. Früher dachte man immer, Zinsen könnten nicht unter null fallen ("Zero Bound"). Negative Zinsen seien nicht nur unsinnig, sondern in der Realität auch nicht durchsetzbar. Wer bezahlt schon dafür, dass er jemanden anderem Geld leiht?

AUF DEM WEG IN DIE REZESSION?

Zunahme des Welt-BIP



Quelle: IWF, eigene Schätzung

Jetzt plötzlich scheint sich alles geändert zu haben. Negative Zinsen sind en vogue. Zuerst fingen die Schweiz, Dänemark und Schweden damit an. Das waren noch kleinere Länder, die man nicht so auf dem Radarschirm hatte. Dann kam im letzten Jahr die EZB dazu. Zuletzt hat vor vier Wochen Japan negative Zinsen auf Zentralbankeinlagen eingeführt. Das war der Durchbruch. Negative Zinsen gelten seitdem nicht mehr als Tabu. Sie scheinen den Zentralbanken ganz neue Möglichkeiten zu eröffnen.

Aber wie tragfähig ist das neue Instrument? Wie weit können die Zinsen im Negativbereich sinken? Derzeit sind die Sätze noch relativ unscheinbar. Die Schweiz liegt mit minus

0,75 % an der Spitze, die EZB mit minus 0,3 % in der Mitte und Japan mit minus 0,1 % am unteren Ende. Die Zentralbanken selbst geben keine Grenze für negative Zinsen an. Die EZB erklärt, es gebe kein Limit für ihre expansive Geldpolitik. Sie könne die Krise so lange bekämpfen, wie es nötig sei. Aber das muss sie natürlich sagen.

»Die Konjunktur wird durch
die negativen Zinsen ab einem bestimmten Punkt
nicht mehr
angeregt, sondern gebremst.«

Der Münchner Professor Sinn vertritt die Gegenposition. Für ihn haben die negativen Zinsen bereits das Niveau erreicht, das nicht mehr unterschritten werden kann. Die Grenzen sind für ihn die Tresorkosten zum Aufbewahren von Bargeld. Er beziffert sie mit 0,3 %. Wenn die Zinsen darunter fallen, dann werden die Menschen den Banken kein Geld mehr geben, sondern alle Einlagen in Bargeld tauschen und es in den Tresor legen.

Das leuchtet auf den ersten Blick ein. Es ist aber auch nicht richtig. Die Kosten eines Übergangs zu Bargeld sind nämlich viel höher. Banken, Unternehmen und Privatleute brauchen nicht nur Tresore. Sie benötigen auch Arbeiter und Fahrzeuge, um das Geld bei Überweisungen zu transportieren. Dazu kommen Maschinen, um das Geld zu zählen. Es ist teuer, die Löhne in den Unternehmen in bar auszuzahlen. Das Kassieren im Einzelhandel wird umständlicher. Die ganze monetäre Infrastruktur muss umgebaut werden. Das kostet sicher mehr als 0,3 %.

Die Zinsen können also noch deutlich weiter nach unten gehen, bevor eine stärkere Rückkehr zur Bargeldwirtschaft droht. Bargeld muss nicht – wie gesagt wird – abgeschafft werden, um die Zinsen weiter zu senken.

Aber es gibt andere Grenzen für negative Zinsen. Eine betrifft die Banken. Sie haben höhere Kosten. Eine Zeitlang können sie das durch eine Verringerung der Marge auffangen. Irgendwann müssen sie die Kosten aber auf die Kunden überwälzen. Diese werden daraufhin ihre Bankgeschäfte einschränken, indem sie sie vielleicht zu Fintechs oder ins Ausland verlagern. Damit schrumpft nicht nur die Marge. Auch die Erträge der Banken gehen zurück.

24. Februar 2016

Das ist misslich gerade in einer Zeit, in der die Banken ohnehin geschwächt sind. Es wurde deshalb vorgeschlagen, ein Stufenmodell für negative Zinsen einzuführen: Nur geringe Sätze für die unbedingt notwendigen Reserven und steigende Sätze für Überschussreserven. Das hilft den Banken, schwächt andererseits aber die Wirkung negativer Zinsen. Es ist wie in dem berühmten Spruch: Wasch mir den Pelz, aber mach mich nicht nass.

Eine andere Nebenwirkung ergibt sich aus der Realwirtschaft. Negative Zinsen beschränken sich ja nicht nur auf das Verhältnis von Zentralbank und Banken. Sie sollen bei Unternehmen und Privatleuten ankommen. Dort führen sie zu vielen Dingen, die man nicht unbedingt haben muss. Die Schulden steigen, die Altersvorsorge verringert sich, die Risikoneigung auf den Kapitalmärkten erhöht sich und vieles andere mehr. Eine Zeitlang kann man das hinnehmen (und hat es auch schon getan). Aber irgendwann kommt der Punkt, wo das nicht mehr geht.

Volkswirtschaftlich führt das am Ende zu einem interessanten Ergebnis: Die Konjunktur wird durch die negativen Zin-

sen ab einem bestimmten Punkt nicht mehr angeregt, sondern gebremst. Das ist paradox: Zu niedrige Zinsen (im negativen Bereich) wirken genauso wie zu hohe Zinsen. Sie senken das Wachstum. Natürlich gibt es hier keine feste Grenze. Bei minus 0,3 % wird noch nichts zu merken sein. Aber je tiefer es geht, umso gefährlicher wird es.

Für den Anleger

Gehen Sie davon aus, dass die Zentralbanken in Europa und Japan angesichts der drohenden Wachstumsschwäche die Zinsen noch weiter senken werden. Die Banken werden das auf die Kunden überwälzen. Negative Zinsen sind gut für alle, die Kredit aufnehmen wollen. Aktien- und Rentenmärkte werden sie zuerst auch begrüßen. Aber die Euphorie wird nur kurzlebig sein. Je länger der Zustand anhält und je tiefer die Zinsen sinken, umso mehr werden negative Nebenwirkungen auch an den Märkten spürbar werden.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

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

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. 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 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 dieser Darstellung 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). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar.

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 und Wesentlichen Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter 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.