



Negative Zinsen und Staatsfinanzierung

Description

Die Rendite zweijähriger deutscher Bundesanleihen liegt aktuell bei minus 0,2%, fünfjährige rentieren knapp negativ, zehnjährige bringen magere plus 0,38%. In den USA rentieren zweijährige TNotes bei +0,6%, 10 jährige kommen auf gut 2,1%. Zweijährige Staatsanleihen gelten gemeinhin als Indikator für die mittelfristige Entwicklung des Leitzinses.

Anleihen werden im englischen Sprachraum mit „fixed income“ bezeichnet. Ein „festes Einkommen“ mit solch magerem positivem bis sogar negativem Ergebnis? Die großen Anleger in dieser Asset-Klasse betrachten Anleihen schon längst nicht mehr unter dem Aspekt der Verzinsung, sondern sehen die Kursgewinne, die beständig sinkende Zinsen mit sich bringen.

Wenn die Rendite für 30-jährige US-Staatsanleihen von 2,75%, dem Stand zum Jahreswechsel, bis zum Jahresende auf 2% fällt, wie manche glauben, [entspräche das einem „Total Return“ von gut 18%](#). Auch wenn die Rendite der zehnjährigen US-TNotes im selben Zeitraum von 2,1% auf 1% sinken würde, ergäbe sich noch ein „Total Return“ von 12%. Zum Vergleich: Über das gesamte vergangene Jahr ist der TBond-Future um 13% gestiegen.

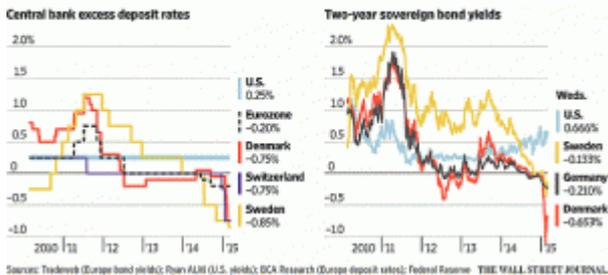
Die Meinungen, wie es mit den Zinsen/Renditen weiter gehen könnte, sind sehr unterschiedlich. In der Landesbank Baden-Württemberg wird z.B. ein deutlicher Rendite-Anstieg erwartet, innerhalb der nächsten sechs Monate könnte die Verzinsung der zehnjährigen Bundesanleihe auf 0,75% steigen, auf Sicht von zwölf Monaten könnte ein Prozent erreicht werden. Analysten der BayernLB gehen hingegen davon, dass die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen auf Sicht der nächsten sechs Monate auf 0,1% fällt, auf Sicht von zwölf Monaten wird mit plus 0,2% gerechnet.

[Der Anleihechef von JP Morgan Asset Management, Michele, erwartet weiter fallende Zinsen und Renditen](#), weil er die Eurozone in Deflation abgleiten sieht. Anleihen seien weiter eine ertragreiche Anlageklasse, weil die Nachfrage hoch bleibt, das Angebot aber knapper wird. Das QE-Programm der EZB dürfte die Lage eher verschärfen, heißt es. Michele zu seinem Szenario für die Eurozone in den kommenden Jahren: „Die EZB senkt den Einlagenzins für die Banken bei einer Inflationsrate von vielleicht minus ein Prozent auf minus drei Prozent. Das würde beispielsweise für Bundesanleihen mit Laufzeiten bis zu fünf Jahren Renditen von minus drei Prozent bedeuten.“ Ein weiterer Mosaikstein in seiner Zukunftsvision: „Der Dollar wird noch 20 Prozent aufwerten und schon in diesem Jahr die Parität zum Euro erreichen.“

Immer mehr Zentralbanken auf der Welt senken ihre Leitzinsen, immer mehr stossen dabei auf negatives Terrain vor. Die Schweiz und Dänemark kommen mittlerweile bei der Verzinsung der Überschussreserven ihres Bankensystems auf minus 0,75%, Schweden führt die Bewegung an mit minus 0,85% ([Chartquelle](#)).

Out of Bound

In an effort to stoke growth, hold down their currencies and bolster inflation, several central banks have pushed nominal interest rates below zero. Bond yields have followed suit.



Hintergrund dieser Politik ist der verzweifelte Versuch, Wachstum durch Ankurbelung der Kreditfähigkeit loszutreten. Das ist zumindest die offizielle Begründung. Dabei wird argumentiert, dass durch stärkere Kreditvergabe die Inflation wieder zunimmt, was einen Wachstumsimpuls auslöst. Gleichzeitig soll zunehmende Inflation den Schuldendienst erleichtern. Die Inflation ist jedoch trotz der enormen Geldflut der zurückliegenden Jahre ([zusammengenommen wurden die Notenbanken-Bilanzen seit 2008 um mindestens zehn Bill. Dollar verlängert](#)) beständig gesunken. Selbst der amerikanische CPI hat im Januar um 0,2% im Jahresvergleich nachgegeben. Dabei spielen natürlich die fallenden Ölpreise eine Rolle. Das wird gerne herausgerechnet. Aber diese fallen nicht ohne fundamentalen Grund (es sei denn, man rechnet den Preisverfall vollständig der Spekulation zu). Damit sind sinkende bis negative Inflationsraten auch ein Indikator für eine schwache wirtschaftliche Entwicklung.

Und ja, niedrige, sinkende und negative Rendite- und Zinsniveaus für Staatsanleihen deuten in die gleiche Richtung. Sie senden darüber hinaus das verheerende Signal aus, dass staatliches Schuldenmachen immer günstiger wird. Folglich sinkt der Zwang, diese Schulden zurück zu führen, schlimmer noch, die Versuchung wächst, die Verschuldung weiter aufzublähen. Übermäßige Verschuldung belastet die wirtschaftliche Dynamik und erklärt einen Teil der aktuellen Wachstumsschwäche. Ändert sich das, wenn die Verschuldung noch weiter angeheizt wird?

Jetzt wird wieder darüber nachgedacht, ob das Setzen eines Inflationsziels für die Steuerung der Geldpolitik noch adäquat ist. Da die 2%-Marke auf absehbare Zeit unerreichbar scheint, könnte man auf die Idee kommen, diese zu senken oder gleich abzuschaffen.

Als alternatives Ziel bietet sich die Orientierung an einem nominalen wirtschaftlichen Wachstumsziel an. Michael Woodford von der Columbia University hatte [2012 auf dem Zentralbanker-Treffen](#) in Jackson Hole mit "NGDP level targeting" hierzu einen viel beachteten, wenn auch nicht ganz neuen Plan vorgelegt. Demnach wäre es für die Zentralbank gleichgültig, ob die nominale Wirtschaftsleistung durch stärkere Inflation oder stärkeres reales Wachstum wächst.

Für die Eurozone und Japan hätte ein solches Ziel mit ziemlicher Sicherheit erst einmal das klare Signal „Gas geben“ zur Folge. Wenn man sich für Großbritannien und die USA am Vorkrisentrend vor 2008 orientieren würde, müsste man wahrscheinlich die Nullzins-Politik beenden und die Zinsen (deutlich) anheben, schreibt [David Milleker](#). Er weist aber auch auf einen Fallstrick dabei hin: Bei deutlicher Verschiebung zwischen Import- und Exportpreisen, z.B. durch einen von steigenden Ölpreisen ausgehenden Schock, wird viel Inflation (im Sinne des Verbraucherpreisindex) importiert. Weil sich der Anstieg der Importpreise aber gleichzeitig dämpfend auf den Deflator der Wirtschaftsleistung auswirkt, würde das bei einem nominalen Wachstumsziel eine Lockerung der Geldpolitik nahelegen. Umgekehrt müsste bei fallenden Ölpreisen trotz eines massiv negativen Effekts auf die Verbraucherpreise eher eine Straffung der Geldpolitik erfolgen.

Die Notenbank tragen mit ihrer Geldflut und den immer weiter sinkenden Zinsen zunehmend dazu bei, das normale Kreditgeschäft für die Banken uninteressant zu machen und sie stattdessen ins Börsen-, bzw.



Anleihen-Kasino zu treiben. Mit der Geldflutung konterkarieren sie so ihr vorgebliches Ziel, die Schaffung von Inflation durch kreditinduzierte Ausweitung der Geldmenge in der Realwirtschaft. Da die Notenbanken nicht völlig verblödet sind, wird durch diesen Widerspruch auch klar, dass es ihnen in erster Linie um die planwirtschaftliche Finanzierung von Schulden, insbesondere von Staatsschulden geht.

Wenn sie eines Tages die Abkehr von der Orientierung der Geldpolitik an einem Preisziel verkünden, ist das keine Kapitulation, sondern nur das Fallenlassen eines Schleiers, den sie über ihre wirklichen Absichten gelegt haben.