

# Negativzinsen: Neben- und Folgewirkungen



PASCAL HÜGLI \* • Mai 2018

**N**egativzinsen scheinen auf den ersten Blick gegen jeglichen Hausverstand: Borgt man jemandem einen Batzen, sollte man doch die geliehene Summe sowie ein kleiner Zusatzbetrag zurückverlangen dürfen und hat nicht etwa auf weniger als das Geliehene Anspruch.

Negativzinsen sind dennoch in unserer heutigen Welt Realität geworden. Viele Bürger mögen diese vielleicht (noch) nicht direkt spüren. Auf den Finanzmärkten hingegen sind negative Zinsen mittlerweile Alltag. Zentralbanken geben hierbei den Takt vor. Etliche Zentralbanken verlangen für Einlagen («overnight deposits») bei ihnen einen negativen Einlagezins.<sup>1</sup> Als Leitzins hat dieser Signalwirkung und strahlt auf die Geld- und Kapitalmärkte aus: Negativzinsen «befallen» die ganze Weite der Zinsstrukturkurve – das heisst, auch dreimonatige, einjährige, sieben- oder zehnjährige Staatsanleihen rentieren negativ. Doch nicht nur Staatspapiere, auch einige Unternehmensanleihen sind in der Konsequenz ins Negative gefallen. In der Schweiz sind 48 Prozent aller Anleihen im Minus. Von 1304 Anleihen mit einer Marktkapitalisierung von 480 Milliarden verzeichnen 543 eine negative Rendite. Auf dem globalen Markt mit einer Marktkapitalisierung von 45 Billionen US-Dollar rentieren insgesamt 18 Prozent aller Anleihen negativ.<sup>2</sup> Kurzfristige Zinsen wirken sich demnach auf die langfristigen aus.

## Unterschiedliche Zinstheorien

Um diese kurios anmutende Erscheinung der Negativzinsen verstehen zu können, sollte zuerst das Wesen des Zinses ergründet werden. Welche realen Phänomene widerspiegeln Zinsen und warum treten sie auf?

Die Ökonomik liefert dazu keine einfache und in sich abgeschlossene Antwort. Es gibt weder die eine Wirtschaft noch die eine Wirtschaftswissenschaft. Das Feld der Ökonomik ist in mehrere Schulen aufgefächert.<sup>3</sup> So finden sich auch für den Zins deshalb unterschiedliche Erklärungen. Die klassische und neoklassische Theorie sieht den Zins durch die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals bestimmt. Der Zins stellt

---

\* Der Autor ist Journalist bei financialmedia AG und Gewinner des Essay-Constant-Preises 2015 des Liberalen Instituts.

<sup>1</sup> Die prominentesten Beispiele sind die Schweizerische Nationalbank SNB (-0,75%), Europäische Zentralbank EZB (-0,4%), Japanische Zentralbank (-0,1%), dänische Nationalbank (-0,65%) und schwedische Riksbank (-0,5%)

<sup>2</sup> Die Zahlen für die Schweiz entstammen dem Swiss Bond Index, die globalen Zahlen dem Global Aggregate Index von Bloomberg. Stand für beide: 2. November 2017.

<sup>3</sup> Die beiden prominentesten Denkschulen sind der Keynesianismus und der Monetarismus und gehören der Neoklassik (orthodoxe Ökonomie) an. Daneben gibt es die heterodoxe Ökonomie, die vor allem die marxistische Ökonomie sowie die Österreichische Schule der Nationalökonomie umfasst. Für jede einzelne Denkrichtung, ob orthodox oder heterodox gilt, dass sich diese noch in viele Subgruppen unterteilen lässt.

die Leihgebühr für Kapital dar. Für die Produktion von Gütern wird solange Kapital nachgefragt, bis der Grenzerlös des eingesetzten Kapitals der Leihgebühr, sprich dem Zins entspricht. Dieser Ansatz wird auch die «productivity theory of interest» genannt.

In den Augen keynesianischer und neukeynesianischer Ökonomen erklärt sich der Zinssatz durch die Nachfrage, liquide Mittel halten zu wollen. Je nach Liquiditätsgrad eines Mittels, variiert dessen Liquiditätsprämie und der entsprechende Zins. Je grösser die Liquiditätsprämie, desto niedriger der Zins und umgekehrt.<sup>4</sup>

Eine dritte Zinstheorie liefert die liberale «Österreichische Schule der Nationalökonomie»: Da der Mensch über ein abstraktes Vorstellungsvermögen verfügt, gelingt es ihm, künftige Bedürfnisse und Ergebnisse in seine gegenwärtige Entscheidungsfindung mit einfließen zu lassen. Die Bereitschaft, für einen potentiell späteren Gewinn momentane Bedürfnisse zurückzustellen, drückt sich über die Zeitpräferenz aus, die für jeden Menschen unterschiedlich ist. Allgemein gilt jedoch: Je höher die individuelle Zeitpräferenz einer Person, desto höher schätzt diese die Gegenwart. Umgekehrt deutet eine niedrige Zeitpräferenz darauf hin, dass die Zukunft für das entsprechende Individuum von Bedeutung ist. Der Zinssatz ist also das Mass der Zeitpräferenz handelnder Wirtschaftsakteure und somit die Bestimmungsgrösse für Ersparnisse und Investitionen.<sup>5</sup>

Wie diese drei kurzen Abhandlungen zeigen, hängen die verschiedenen ökonomischen Schulen unterschiedlichen Zinstheorien an. Selbst innerhalb einzelner ökonomischer Denkrichtungen, die sich gegenüber anderen Schulen mit einer einheitlichen Theorie abzugrenzen scheinen, gibt es teilweise nicht unwesentliche Differenzen – am besten durch das Beispiel der Österreichischen Schule veranschaulicht.<sup>6</sup> Solche Divergenzen entstehen auch dadurch, dass es Ansätze gibt, die Ideen mehrerer Denkschulen in einer neuen Theorie zusammenzuführen.<sup>7</sup>

## Das Phänomen der Zinsen

Obwohl das Wesen des Zinses innerhalb der Österreichischen Schule eifrig debattiert wird (siehe Fussnote 6), zeichnet sich deren grundsätzliche Herangehensweise durch folgenden wesentlichen Punkt aus: Im Fokus der Analyse steht das Handeln einzelner Individuen.<sup>8</sup> Dieses menschliche Handeln findet unweigerlich in der Zeit statt. Folglich betont die Österreichische Schule im Gegensatz zu anderen Ansätzen die Dimension der Zeit als entscheidender Faktor.

Interessanterweise fragt die Österreichische Schule in der Behandlung des Zinses erst einmal überhaupt nicht nach dem Zins. So erkannte sie nämlich, dass das

<sup>4</sup> J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Collected Writings, S. 116.

<sup>5</sup> R. Taghizadegan, *Wirtschaft wirklich verstehen*. Finanzbuch Verlag, S. 121-126.

<sup>6</sup> Siehe unter anderem: F. A. Fetter, *Interest Theories, Old and New*. American Economic Review. / J. M. Herbener, *The Pure Time-Preference Theory of Interest*. Auburn. / E. Braun, *The Rationale of Ordinary Interest*. New Perspectives on Political Economy, S. 177-201.

<sup>7</sup> A. Fekete, *Critique of Mainstream Austrian Economics: In the Spirit of Carl Menger*. Pintax cvba, S. 59-65.

<sup>8</sup> L. v. Mises, *Human Action: A Treatise on Economics*. Aubrun, S. 1-10.

Phänomen der Zinsen oder zumindest ein ihm täuschend ähnlich sehendes Phänomen auch dann auftritt, wenn bewusst keine Zinsen gezahlt werden. Da Menschen in ihrem Wirken an die Zeit gebunden sind, bewerten sie unterschiedliche Zeitfenster eben verschiedenartig. Dieser Umstand ist durch Markthandlungen ausführlich dokumentiert und scheint daher durch die Realität bestätigt: Am deutlichsten veranschaulicht dieses Phänomen die Diskontierung von Wechseln und die Bewertung von Pachtgütern.<sup>9</sup> Bei einem Wechsel handelt es sich um ein zukünftiges Zahlungsverprechen – um einen Tausch von gegenwärtigen Gütern gegen zukünftige Güter. Wird ein Wechsel vor seinem Stichdatum getauscht, entspricht der Preis für diesen Wechsel nicht genau dem Preis für die versprochenen zukünftigen Güter. Gemäss des österreichischen Ansatzes resultieren derartige Preisabschläge für zukünftige Güter aus dem Umstand, dass Menschen gegenwärtige Güter zukünftigen Gütern vorziehen.<sup>10</sup> Zinsen als Bewertungsunterschiede scheinen somit eine Folge menschlicher Präferenzen zu sein. Sie können als ökonomisch reale Tatsache betrachtet werden, die wir Menschen psychologisch damit rechtfertigen, dass wer im Hier und Jetzt Verzicht übt, in Zukunft dafür auch belohnt werden sollte.

Der Mensch hat also eine inhärente Bereitschaft, Bedürfnisse in der Gegenwart zurückzustellen, um zukünftige Bedürfnisse besser zu befriedigen. Bei keinem anderen Lebewesen auf diesem Planeten ist diese Fähigkeit, mit der Zukunft zu verhandeln, derart ausgeprägt. Um als einzelner Mensch in diesen «Verhandlungen mit der Zukunft» nicht bloss willkürlich vorzugehen, dienen Marktzinsen als Orientierungshilfe. Denn unverzerrte Marktzinsen widerspiegeln letzten Endes lediglich die von Individuum zu Individuum höchst unterschiedlichen, zu einer Zahl aggregierten Zeitpräferenzraten eines jeden Marktakteurs.

Doch worin genau resultieren diese Verhandlungen, welche jeder Marktteilnehmer mit der Zukunft stets aufs Neue eingeht? Sie haben zum Resultat, dass sich ein jeder für seine persönliche Höhe an Konsum, Ersparnissen und Investitionen entscheidet. Hierfür gleicht er – wenn auch nicht immer bewusst – seine eigene Zeitpräferenz mit jenen aller anderen Marktakteure ab, die eben über den Marktzins ihren Ausdruck findet. Der Marktzins ist letztlich also ein unabdingbares Instrument, um die individuellen Präferenzen, Bedürfnisse und Wünsche der zahlreichen Marktteilnehmer bestmöglich koordinieren zu können. Der Marktzins ist die Bestimmungsgrösse für Kapitalbildung und Investitionstätigkeit aller Marktakteure, die in ihrer Gesamtheit eine Volkswirtschaft ausmachen.

## Marktzins als Blutkreislauf der Volkswirtschaft

Eine Volkswirtschaft, die über das Subsistenzlevel hinauswachsen und Wohlstandsgewinne hervorbringen soll, ist notwendigerweise auf Kapital und Investitionen angewiesen. Dabei speisen sich nachhaltige Investitionsausgaben aus einem zuvor

<sup>9</sup> M. Valek, R. Stöferle und R. Taghizadegan, *Österreichische Schule für Anleger*. Finanzbuch Verlag, S. 179-180.

<sup>10</sup> Wie bereits in Fussnote 5 erwähnt, existiert eine Debatte darüber, ob dieser Umstand universell und immer für jeden Menschen gilt.

angesparten Kapitalstock. Die Kapitalbildung innerhalb einer Ökonomie ist daher essentiell, da diese eine Vertiefung der Produktionsstruktur erlaubt.<sup>11</sup> Eine Vertiefung der Produktionsstruktur durch zusätzliche Kapitalgüter bringt in der Regel einen Mehrertrag. Dieser Mehrertrag kann in einer grösseren Anzahl produzierter Konsumgüter bestehen.<sup>12</sup> Der Mehrertrag kann sich aber auch auf eine gesteigerte Qualität der Konsumgüter beziehen. Die Verbesserung der Konsumgüter erfordert genauso Kapitalaufbau. Gemeinhin spricht man von einer Mehrgiebigkeit der Produktionsumwege.<sup>13</sup> Es ist somit die Kapitalbildung, welche volkswirtschaftliche Produktivitätsgewinne und in der Folge Wohlstandszuwachs ermöglicht. Doch nicht nur für die Vertiefung der Produktionsstruktur, auch für die langfristige Aufrechterhaltung derselben ist kontinuierlicher Kapitalaufbau vonnöten. Nur so schwindet der Kapitalstock nicht einfach dahin.

Aus dem Geschriebenen wird unweigerlich ersichtlich, dass ein unverzerrter Marktzins für eine mit den Präferenzen der Marktteilnehmer im Einklang stehenden Volkswirtschaft unerlässlich ist. So beschreibt der deutsche Ökonom Roland Baader den Marktzins sinngemäss als Blutkreislauf einer jeden Volkswirtschaft.<sup>14</sup> Die Schlussfolgerung aus diesem Vergleich: Der Marktzins ist für die Volkswirtschaft, was der Blutkreislauf für den Menschen ist – (überlebens-)wichtig. Ist der Blutkreislauf eines Menschen gestört, treten Krankheitssymptome auf. Analog dazu nimmt auch die Volkswirtschaft Schaden, zeigt Verwerfungen und wird dysfunktional, wenn der Marktzins verzerrt ist.

## Negativzinsen: eine natürliche Entwicklung?

Vor dem Hintergrund der heutigen Zinssituation stellt sich die Frage: Weisen Negativzinsen auf einen gestörten Blutkreislauf der Volkswirtschaften hin oder stellen diese überhaupt keine Marktanomalie dar? Sind diese durch eine Änderung der Präferenzen der Marktteilnehmer erklärbar und daher als natürliches Kapital in der sich stetig fortsetzenden Wirtschaftsgeschichte anzusehen?

Eine populäre Theorie unter Ökonomen, welche die Negativzinsen auf eine natürliche Entwicklung<sup>15</sup> zurückführt, ist jene der «Savings Glut». Diese besagt: Die totalen Ersparnisse würden die gesamten Investitionen heute übersteigen, was folglich den Marktzins drücke. Gemäss Vertretern dieser Theorie, sei diese Sparschwemme derzeit so stark ausgeprägt, weil die Gesellschaft eine negative Zeitpräferenz aufweisen würde, da im Aggregat die Sparneigung der Menschen stark zugenommen habe.

<sup>11</sup> Die wohl berühmteste Veranschaulichung dieser Thematik ist jene des Fischervolkes, das sich durch eine simple Vertiefung der Produktionsstruktur fortentwickelt und findet sich in: W. Roscher, *Geschichte der National-Ökonomie in Deutschland*. Schäffer-Poeschel.

<sup>12</sup> Die Unterscheidung zwischen Kapital- und Konsumgütern ist auf Carl Menger zurückzuführen. Er spricht in diesem Zusammenhang in seinen *Grundsätzen der Volkswirtschaftslehre* auch von Gütern erster Ordnung (Konsumgüter) und von Gütern zweiter, dritter und n-ter Ordnung (Kapitalgüter).

<sup>13</sup> Dieser Begriff ist auf Eugen v. Böhm-Bawerk zurückzuführen und findet sich in seiner *Positive Theorie des Kapitals*, Jena Fischer.

<sup>14</sup> R. Baader, *Wieviel Staat braucht die Krise?*, Going Public Magazin, S. 17.

<sup>15</sup> Natürlich in dem Sinne, als dass die Entwicklung nicht auf interventionistische Verzerrungen zurückzuführen ist.

Aufgrund dessen sei der Marktzins unter die Nulllinie gefallen.<sup>16</sup> Die Ökonomen der Österreichischen Schule hingegen halten die Existenz einer negativen Zeitpräferenz (in der Theorie) für ausgeschlossen. Die Zeitpräferenzrate innerhalb einer Gesellschaft könne zwar erheblich abnehmen, ins Negative könne diese jedoch nicht fallen. Denn eine negative Zeitpräferenz würde bedeuten, dass man einen zukünftigen Zustand gegenüber der gegenwärtigen Lage stets bevorzugen würde – jegliches menschliche Handeln, das immer in der Zeit stattfindet, wäre in diesem Fall inexistent.<sup>17</sup>

Wie sind diese unterschiedlichen Ansätze zu bewerten? Es gibt in der Tat Dynamiken, die in unserer heutigen Zeit ein Sinken des Marktzins bewirken. So hat der demografische Wandel eine gesellschaftliche Überalterung zur Folge, welche unweigerlich zu einem Überhang an Ersparnissen (erhöhtes Kapitalangebot) führen muss. Gleichzeitig haben die IT-Revolution und die damit einsetzende Digitalisierung zum Ergebnis, dass immer weniger Kapital gebraucht wird (verringerte Kapitalnachfrage).<sup>18</sup> Diese Trends könnten als natürlich wirkende Kräfte betrachtet werden, die den Marktzins zu drücken vermögen.

Gleichwohl ist die Entwicklung in Richtung Negativzinsen durch Marktinterventionen getrieben. Denn Zentralbanken geben ihrerseits die Zinsen vor. Genau genommen bestimmen die Zentralwährungshüter die «Overnight Rate» – auch Einlagenzins genannt.<sup>19</sup> Wie bereits gesehen, wirkt sich diese Zinsfestsetzung über Koppelungseffekte auf kurzfristige sowie langfristige Zinsen aus. Diese sind somit indirekt auch durch die Zentralbankvorgabe beeinflusst.

Seit den vergangenen drei Dekaden werden die Zinssätze in Krisenzeiten stets deutlicher stärker gesenkt, als sie im Aufschwung nach der unmittelbaren Krise wieder angehoben werden. Der deutsche Wirtschaftswissenschaftler Gunther Schnabl spricht in diesem Zusammenhang von einer «geldpolitischen Asymmetrie».<sup>20</sup> Natürlich muss der Zinssatz so immer weiter fallen.

## Liquidität en masse

Dass die Zinsen in einer fortwährenden Abwärtsspirale gefangen und heute unter die Nulllinie gefallen sind, wird auch als systemimmanentes Merkmal unseres

<sup>16</sup> Eine gute Zusammenfassung der Gründe für diese Sparschwemme findet sich im folgenden Artikel: <https://www.pimco.ch/en-ch/insights/economic-and-market-commentary/macro-perspectives/no-end-to-the-savings-glut/>

<sup>17</sup> Für die Vertreter der Österreichischen Schule sind Negativzinsen ein Ding der Unmöglichkeit: <https://mises.org/library/natural-interest-rate-always-positive-and-cannot-be-negative>

<sup>18</sup> «Software is eating the world»: <https://breakingsmart.com/de/staffel-1/einleitung-von-marc-andreessen/>

<sup>19</sup> Dabei handelt es sich um den Zins für Einlagen, welche kreditwürdige Finanzinstitute für Depositen erhalten, welche gewissermaßen über Nacht bei der Zentralbank hinterlegt werden: <http://www.investopedia.com/terms/o/overnightrate.asp>

<sup>20</sup> In Gold we Trust-Report 2016 von Incrementum AG, Seite 73: <https://ingoldwetrust.report/media/1f/7c/60/e1/ingold-we-trust-2016-extended-version-d.pdf>

heutigen Geldsystems interpretiert: So liegt unserem heutigen Finanzsystem eine stetig wachsende Kreditgeldmengenausweitung<sup>21</sup> zugrunde. Diese schuldenbasierte Kreditgeldmengenexpansion wird hauptsächlich auf der Grundlage von staatlichen, aber auch privaten Schuldtiteln betrieben. Sie hat zur Folge, dass heutzutage ein Übermass an Liquidität vorhanden ist. Ein Ausdruck davon sind zum einen die massiven Überschussreserven, welche die Geschäftsbanken bei den jeweiligen Zentralbanken hinterlegt haben.<sup>22</sup> Zum anderen haben auch Unternehmen gegenwärtig ausserordentliche Bargeldbestände, über deren Lagerung sich die Geschäftsleitung die Köpfe zerbricht.<sup>23</sup> Dieser Überfluss an Liquidität infolge der systembedingten Kreditgeldmengenausweitung verhindert Abschreibungen und Pleiten in nennenswertem Ausmass. In einem Geldsystem ohne die heutige Kreditgeldmengenexpansion wäre die Liquidität knapper – kapitalvernichtende Akteure würden weniger überleben. Auch im Zuge der Finanzkrise von 2008 wurden die notwendigen Abschreibungen von Kapital nicht zugelassen. Das Gegenteil war der Fall, und es wurde künstlich noch mehr Liquidität in den Markt gepumpt. Im Lichte dieser Dynamiken und dem Überangebot an Liquidität ist die Existenz von Negativzinsen nicht sonderlich verwunderlich.

Der ungarische Ökonom Antal Fekete sieht diese These der Kreditgeldmengenausweitung als Treiber der Negativzinsen auch durch folgenden Umstand bestätigt: Obwohl der Zins während der Zeit des klassischen Goldstandards im 19. Jahrhundert ebenfalls innerhalb einer gewissen Bandbreite schwankte, waren die Schwankungen unbedeutend im Vergleich zu den Fluktuationen, die nach der endgültigen Aufhebung des Goldstandards 1971 folgten.<sup>24</sup> Mit der definitiven Schliessung des Goldfensters, konnte die Kreditgeldmengenexpansion, die bis dahin durch den Goldstandard noch einigermaßen in Schach gehalten wurde, ihren ungebremsten Lauf nehmen.

## Marktverzerrende Negativzinsen

Negativzinsen sind heute also nur bedingt ein natürliches Phänomen. In diesem Sinne müssen die Negativzinsen selbst als Marktverzerrung angesehen werden, die wiederum eine Reihe an Folge- und Nebenwirkungen haben. Vertreter der Österreichischen Schule liefern in diesem Zusammenhang einen ihrer wohl wichtigsten Bei-

<sup>21</sup> In der Alltagssprache werden die Mittel, mit welchen die einzelnen Bürger im täglichen Verkehr, aber auch alle anderen Wirtschaftsakteure wie zum Beispiel Unternehmen bezahlen, schlicht Geld genannt. Nach einer strengen ökonomischen Perspektive können die heute umlaufenden Scheine und Buchungen allerdings nicht mehr als Geld bezeichnet werden. Der bedeutende Geldtheoretiker Ludwig von Mises sprach folglich von Umlaufmitteln. Die von der Zentralbank ausgegebenen Münzen und Noten (Zentralbankgeld) sind demnach staatliche Umlaufmittel, während die elektronischen Buchungen (Giralgeld) Versprechungen auf diese staatlichen Umlaufmittel darstellen. Die Gesamtheit dieser staatlichen Umlaufmittel sowie der Versprechungen auf dieselben wird als Kreditgeld bezeichnet, weil die staatlichen Umlaufmittel durch einen Verschuldungsakt seitens des Staates geschöpft werden. Da die staatlichen Umlaufmittel allerdings keinerlei durchsetzbares Forderungsrecht bieten, müsste korrekterweise von einer Sonderart des Zeichengelds die Rede sein, das durch einen Akt der Schuldausweitung entsteht.

<sup>22</sup> Die Überschussreserven der Banken sind stark angestiegen: <http://www.goldseiten.de/artikel/349157--Normalisierung-der-Geldpolitik--und-was-ist-mit-Gold.html?seite=1>

<sup>23</sup> Die Cash-Bestände von Unternehmen sind enorm: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-09-21/corporate-america-has-amassed-a-record-amount-of-cash>

<sup>24</sup> A. Fekete, *The Nature and Sources of Interest*, Gold University, S. 11.

träge: Der von den Zentralbanken manipulierte und durch die Kreditgeldmengenerweiterung künstlich gedrückte Zinssatz führt zur Verzerrung der Kapital- bzw. Produktionsstruktur in einer Wirtschaft. Die Koordinationsfunktion des Zinses von Produktion durch die Zeit wird gestört. Unternehmen sehen sich in ihrer Fähigkeit behindert, Einschätzungen über die zukünftige Rentabilität heutiger Investitionsentscheidungen zu zutreffen, da der Zinssatz nicht mehr korrekt abbildet, wie viele Ressourcen aktuell ungenutzt bleiben und damit für eine Investition infrage kommen. In diesem Fall widerspiegeln die Zinsen nicht mehr die Zeitpräferenz der Marktakteure.

Durch das künstliche Drücken des Zinssatzes wird nicht in gleichem Masse die Zeitpräferenzen der Marktteilnehmer geändert – oder wenn, dann erst mit Verzögerung. In der Konsequenz führt das dazu, dass die für Investitionen zur Verfügung stehenden Ressourcen nicht mehr mit dem Zinssatz korrelieren.<sup>25</sup> Diese unnatürliche Zinssenkung bis unter die Nulllinie setzt unmittelbar keinerlei zusätzliche Ressourcen in der Volkswirtschaft frei. Es erscheint bloss eine grössere Anzahl Investitionsprojekte rentabel, die nun um einen in der Menge hinterherhinkenden Ressourcenpool konkurrieren. Denn letztlich stecken hinter dem «Schleier des Geldes», der eine Volkswirtschaft umgibt, Kapitalgüter respektive reale Ressourcen. Dieses Ungleichgewicht zwischen rentabel erscheinenden Investitionsprojekten und realen Ersparnissen muss früher oder später zu wirtschaftlichen Verwerfungen führen.

Als konkretes Beispiel für Verzerrungen der Produktionsstruktur kann die schweizerische Bierbranche herangezogen werden, wenn auch der Zusammenhang sicherlich nicht monokausal ist. Obwohl der durchschnittliche Bierkonsum in der Schweiz im Sinken begriffen ist, nimmt die Anzahl Bierbrauereien in nicht unerheblichem Masse zu. Diese Diskrepanz zeigt, dass teilweise an den Präferenzen der Menschen vorbeigewirtschaftet wird. Mit ein Grund dafür sind die zu tiefen Zinsen, welche Investitionen in das Biergeschäft lukrativ erscheinen lassen, obwohl sie es in Tat und Wahrheit nicht sein sollten.<sup>26</sup>

Ist der Zinssatz verzerrt, wirkt sich das auf das Handeln der Wirtschaftsakteure aus, allen voran auf jenes des Unternehmers. Aufgrund des zu tiefen Zinssatzes werden letztere unweigerlich einen zu hohen Barwert aus der Diskontierung der erwarteten zukünftigen Investitionserträge ermitteln. Ein Negativzins schliesslich führt die für Unternehmer so wichtige Abdiskontierung<sup>27</sup> gänzlich ad absurdum. Ist der Zins negativ, gehen die Barwerte ins Unendliche und eine vernünftige Abdiskontierung wird unmöglich. Unternehmer tappen in ihrer intertemporalen Planung im Dunkeln.

<sup>25</sup> M. Valek, R. Stöferle und R. Taghizadegan, *Österreichische Schule für Anleger*, Finanzbuch Verlag Seite 125-126.

<sup>26</sup> Ein konkretes Beispiel für die Verzerrung der Produktionsstruktur liefert das Biergeschäft in der Schweiz. Obwohl der durchschnittliche Bierkonsum in der Schweiz im Sinken begriffen ist, nimmt die Anzahl Bierbrauereien zu:

<https://snbchf.com/2017/09/investec-swiss-brewers-continues-declining-beer-consumption/>

<sup>27</sup> Hier eine Veranschaulichung der Formel für die Abdiskontierung von Investitionsprojekten:

<http://www.welt-der-bwl.de/Abzinsung>

## Allgemeiner Anlagenotstand

Die Negativzinsen von heute, die unnatürlich tief sind, erschweren nicht nur die operative Zukunftsplanung von Unternehmen und verzerren die Produktionsstruktur. Sie stellen die Wirtschaftsakteure auch vor Rendite-Engpässe. Der allgemeine Anlagenotstand hat wiederum Verzerrungen zur Folge, die sich durch die Wirtschaft fortpflanzen. Der Druck, eine Rendite erzielen zu müssen, wiegt immer schwerer. Aufgrund des fallenden Zinsniveaus der vergangenen vier Jahrzehnten werfen Anlagen immer weniger Erträge ab. In diesem Zusammenhang hat der amerikanische Ökonom Keith Weiner den Begriff der «Yield Purchasing Power» geprägt – also die Zahlkraft, die von Erträgen auf Ersparnissen herrührt.<sup>28</sup> Diese hat rapide abgenommen. Insbesondere Rentner verspüren diese Abnahme, wie das folgende Beispiel zeigt: Nehmen wir an, ein Rentner braucht 30'000 Franken pro Jahr, um mit dem Nötigsten über die Runden zu kommen, und der Zins seiner Anlage wirft 5 Prozent ab. Um seine Ausgaben allein durch Zinserträge decken zu können, müsste er 600'000 Franken veranlagt haben. Fallen die Zinsen hingegen auf 0,5 Prozent, das allgemeine Preisniveau bleibt aber gleich, so müsste die Anlagesumme 6 Millionen Franken betragen, damit die benötigten 30'000 Franken pro Jahr anfallen. Bei einem Zinsniveau von 0,1 Prozent, wäre sogar eine Veranlagung von 30 Millionen Franken vonnöten. Ob von den Ersparnissen als Pensionär leben oder als Erwerbstätiger für das eigene Rentenalter ansparen zu wollen: Nullzinsen machen es immer schwieriger. Nicht zuletzt deshalb hat auch die Kostensensitivität der Kunden immer mehr zugenommen.<sup>29</sup> Noch vor der letzten Finanzkrise waren die durchschnittlichen Marktrenditen höher, die Kostenseite spielte da weniger eine Rolle. Heute schauen Kunden stärker auf die Kosten. Das mag mit ein Grund dafür sein, weshalb passive Anlageinstrumente wie Fonds und ETF auf immer grösseren Anklang stossen, was wiederum Kritiker auf den Plan ruft, die vor der Gefahr der Passivierung der Anlagemärkte sprechen.<sup>30</sup>

Während sich der Einzelsparer bislang noch nicht direkt mit Negativzinsen konfrontiert sieht, sind diese für Pensionskassen, Vermögensverwalter, Lebens- und andere Versicherungen längst Realität. Diesen institutionellen Investoren wird sogar vorgeschrieben, in negativ rentierende Anlagevehikel zu investieren. Da Staatsanleihen in der Finanztheorie nach wie vor als «sichere Anlage» angesehen werden, sind Institutionelle gezwungen, diese Geldanlagen zu halten.<sup>31</sup> Es sind heute aber vor allem Staatspapiere, die negativ verzinst sind. Natürlich erhöhen solche Regelungen den Renditedruck auf die Pensions-, Versicherungs- und Vermögensanstalten.

Ob Anlagevorschriften oder nicht: In unserer Zeit des Anlagenotstandes hat man ohnehin das Gefühl, dass Investitionen getätigt werden, nicht weil sie anlagentechnisch sonderlich Sinn machen, sondern weil mögliche Alternativen spärlich gesät

<sup>28</sup> Eine detaillierte Beschreibung der «Yield Purchasing Power»: <https://keithweinereconomics.com/2017/01/07/yield-purchasing-power/>

<sup>29</sup> Nine Trends Shaping the Future of Managing Assets, Seite 7: [http://redesigning-fs.com/wp-content/uploads/2018/02/Nine-Trends-Shaping-The-Future-of-Managing-Assets\\_v2-print.pdf](http://redesigning-fs.com/wp-content/uploads/2018/02/Nine-Trends-Shaping-The-Future-of-Managing-Assets_v2-print.pdf)

<sup>30</sup> Fördert passives Anlegen Kapitalkonsum? <https://www.10x10.ch/passives-investieren-faule-produkte-inklusive/>

<sup>31</sup> T. Mayer mit «Riskante Staatsanleihen» in der FAZ: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/mayers-weltwirtschaft/mayers-weltwirtschaft-riskante-staatsanleihen-15169769.html>

sind, und man aufgrund des Anlagedrucks schlicht investieren muss. Die Negativzinsen in der Schweiz, in skandinavischen Ländern, in Europa und Japan verursachen eine Welle von «NIRP Refugees» – Negativzinsenpolitik-Flüchtlinge, die sich auf der Suche nach positiver Rendite über den Globus ausbreiten.<sup>32</sup> Ähnlichen den «riesigen Heuschreckenschwärme» in Afrika fallen sie über eine noch renditestarke Anlageklasse her, grasen die Erträge ab, bis deren Anlagevehikel nur noch viel kosten und wenig Rendite abwerfen. Um sie sich dann über eine weitere noch unverbrauchte Anlage herzumachen. Ein Beispiel sind europäische «Junk-Bonds». Eine Grosszahl dieser Zinstitel hat mittlerweile ein rekordtiefes Renditeniveau erreicht. Die Durchschnittsrendite europäischer «Junk-Bonds» ist auf 2,16 Prozent gefallen – ein Wert, der fast zwanzig Basispunkte unter der 10-jährigen US-Staatsanleihe liegt.<sup>33</sup> Letztere gehören zu den liquidesten und am sichersten betrachteten Anlageinstrumenten überhaupt. Erstere wiederum sind zu den wohl riskantesten Anleihen auf dem Markt zu zählen. Dass beide Anlageinstrumente inzwischen fast gleich rentieren, sollte einen stutzig machen. Vor ein paar Jahren vermochten die Hochzinsanleihen ihrem Namen noch gerecht zu werden – ihre Renditen betrug ungefähr zehn Prozent. Heute hat der durch die Negativzinsen getriebene Wettkampf um Renditen die Erträge dahingerafft.

## Vom risikolosen Zins zum zinslosen Risiko

Ebenfalls regelrecht im Argen liegt die Bepreisung von Risiko.<sup>34</sup> Investoren auf der verzweifelten Suche nach Rendite investieren in Anlageprodukte mit übermässig hohem Ausfallrisiko (daher der Name «Junk-Bonds») und werden für die Risikobereitschaft kaum entschädigt. Kreditrisiken werden nicht länger eingepreist – eine unheilvolle Entwicklung.

Was das Beispiel der «Junk-Bonds» nur allzu klar zeigt, ist heute ein immer gravierenderes allgemeines Problem: Negativzinsen führen zu einer systematisch und signifikanten Erhöhung der Risiken innerhalb der Finanzmärkte. Eines dieser Risiken ist auch der Immobiliensektor. Seit der Finanzkrise 2008 warnen Banken in regelmässigen Abständen vor einer neuen Immobilienblase. Immobilien sind als Sachgut bereits von Natur aus ein beliebtes Investitionsobjekt. Bedingt durch das Negativzinsumfeld und den Mangel an Anlagemöglichkeiten scheint sich deren Attraktivität noch gesteigert zu haben. So versuchte die UBS erst gerade Ende September 2017 zu zeigen, dass sich in Städten auf der ganzen Welt Immobilienblasen gebildet hätten. Die gefährdetsten Metropolen seien Toronto, Stockholm, München, Vancouver, Sydney, London, Hong Kong und Amsterdam.<sup>35</sup> Für Europa hält der Bericht zudem fest, dass alle grossen Städte ausser Mailand überbewertet seien. Auch die Experten der

<sup>32</sup> Insbesondere die USA verspürt diese Welle an Negativzins-Flüchtlingen: <https://wolfstreet.com/2016/05/26/negative-interest-rate-policies-nirp-euro-japan-depress-u-s-treasury-yields/>

<sup>33</sup> Die Renditen der «Junk-Bonds» sind auf ein Rekordniveau gefallen. Die Tendenz verspricht eine weitere Reduktion der Rendite: <https://wolfstreet.com/2017/10/19/euro-junk-bond-yield-v-us-treasury-yield/>

<sup>34</sup> Risiko – und damit auch Ungewissheit – wird heute auf den Finanzmärkten kaum noch eingepreist: <https://wolfstreet.com/2017/10/02/chart-u-s-treasury-yield-v-euro-junk-bond-yield/>

<sup>35</sup> UBS Real Estate Bubble Index 2017: <https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/chief-investment-office/key-topics/2017/global-real-estate-bubble-index-2017.html>

UBS führen diese flächendeckenden Blasenbildungen auf die ultra-lockeren Geldpolitiken der Zentralbanken und die damit einhergehenden Negativzinsen zurück.

Es ist allerdings nicht nur der durch die Negativzinsen kreierte Anlagenotstand, der Investoren vermehrt in Immobilien investieren lässt. Die bereits beschriebene Risikozunahme im Finanzsystem wegen den Negativzinsen lässt die Banken vorsichtiger werden. So sprechen diese «at the margin» lieber einen Immobilienkredit als einen Produktivkredit aus. Letzterer ist aufgrund der derzeitigen Wirtschaftslage risikobehafteter und bietet zudem auch keine Sicherheit, wie das bei einem Kredit für eine Immobilie der Fall ist. In der Konsequenz werden überproportional mehr Hypothekarkredite als Produktivkredite ausgegeben. Erschwerend kommt hinzu, dass die Fristentransformation, die wohl wichtigste Einnahmequelle der Banken, durch die Negativzinsen schwindet.<sup>36</sup>

Dass die durch Negativzinsen zum Teil in die Höhe getriebenen Immobilienpreise reale Auswirkungen auf die Schweizer Bevölkerung haben, zeigt eine Studie der Hochschule St. Gallen: Junge Familien haben es schwerer, Wohneigentum zu erwerben. Genau genommen ist oft ausschlaggebend, ob junge Haushalte auf ein Erbe zurückgreifen können: Denn bei Personen unter 35 Jahren schaffen fast 70% den Sprung vom Mieter zum Eigentümer, wenn sie einen Vermögenstransfer erhalten, während dies nur bei 27% der Haushalte ohne Vermögenstransfer der Fall ist. Das heisst: Wer nicht auf Familienkapital zurückgreifen kann, um die erforderlichen Eigenmittel aufzubringen, wird seltener Hauseigentümer, da die durchschnittlichen Häuserpreise mittlerweile zu hoch sind.<sup>37</sup>

## Blase über Blase

Immobilien sind nicht die einzigen Anlagen, die über die letzten Jahre kontinuierlich im Preis gestiegen sind. Das Negativzinsumfeld hat viele weitere Vermögensblasen erzeugt. Gewissermassen ist es paradox: Die Negativzinsen erodieren die Renditen auf breiter Front. Gleichzeitig ist die Ära der Negativzinsen von einer noch nie dagewesenen Liquiditätsschwemme gekennzeichnet. In den letzten Jahren jagte immer mehr Liquidität immer geringere Renditen. So gibt es heute kaum noch eine

<sup>36</sup> Fristentransformation meint die Tatsache, wonach Banken kurzfristig zu geringeren Zinsen Liquidität ausborgen können, um diese dann für höhere Zinsen zu verleihen. Diese Zinsmarge ermöglicht ihnen einen Profit. Im Englischen wird dieser Sachverhalt kurzum mittels «borrow short to lend long» umschrieben. Fallen die kurzfristigen Zinsen, für welche die Banken ihrerseits Kredite aufnehmen unter Null, ergibt sich für Banken auf diese Weise plötzlich ein neuer Ausgabenposten.

<sup>37</sup> M. Brown und K. Blickle, *Liquidity Constraints, Wealth Transfers and Home Ownership*, School of Finance Research Paper.

Anlageklasse, bei welcher noch nicht von einer Überhitzung gewarnt wird.<sup>38</sup> Nicht weiter verwunderlich also, dass gewisse Kreise heute von einer «Allesblase» sprechen.<sup>39</sup>

Diese Blasenökonomie erweckt folglich bei manch einem das Verlangen, aus einer allfällig bevorstehenden Aufblähung Profit schlagen zu können. Hierfür gilt es lediglich, das eigene Geld vor einer möglichen Blasenbildung in der entsprechenden Anlageklasse zu parkieren. Eine nicht sonderlich anspruchsvolle Art des Geldmachens also, weshalb ein regelrechter Sog entsteht und immer mehr Menschen das FOMO-Syndrom – die Angst, etwas zu verpassen – spüren lässt. Bekanntlich ist Angst allerdings kein guter Ratgeber. Für einige wird vermeintliches Investieren so immer mehr zu kurzfristigem und unüberlegtem Spekulieren. Die zurzeit wohl prominenteste Veranschaulichung dieser Dynamik liefert der Rummel um die Kryptoassets.<sup>40</sup> Aufgrund des bereits beschriebenen Anlagenotstandes werden diese auch gerade von immer mehr institutionellen Investoren entdeckt.<sup>41</sup>

## Umverteilung historischen Ausmasses

Offensichtlich ist, dass unsere heutige Blasenökonomie auch massive Umverteilungseffekte zeitigt. In der Regel haben die oberen Einkommensschichten mehr Vermögen, das sich in diesem inflationären Umfeld hebeln lässt. Wer seine Gelder noch rechtzeitig auf einem (oder mehreren) der «monetären Parkplätze» deponiert, profitiert von der Aufblähung seiner Vermögenswerte. Heute geraten «Finanzspekulant» immer mehr ins Kreuzfeuer der Kritik. Diese würden vor allem auf dem Buckel der «Arbeiterklasse» unlautere Finanzgewinne einfahren. Wenn auch häufig ideologisch motiviert, so hat die Kritik doch ihren wahren Kern. Denn mit der zunehmenden Kadenz, mit welcher Zentralbanken heute intervenieren, haben die Finanzspekulant immer leichteres Spiel für «Frontrunning»: Finanzspekulant besorgen sich im Vor herein jene Wertpapiere, von denen davon ausgegangen werden kann, dass Zentralbanken diese im Zuge ihrer interventionistischen Geldpolitik aufkaufen werden. Für die Finanzspekulant ist das ein lukratives Geschäft, können sie die Wertschriften doch zu einem höheren Preis an die Notenbanken abstossen.<sup>42</sup>

Diese Umverteilung von unten nach oben findet auch von klein zu gross statt. Durch das Anleihen-Aufkaufprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB) werden

<sup>38</sup> Namhaftes Beispiel ist die Ecopop-Initiative, über welche in der Schweiz 2014 abgestimmt wurde. Diese Initiative warnte ausdrücklich vor einer Zerstörung unserer Umwelt durch massives Bevölkerungswachstum. Die Dynamik, wonach diese Zubetonierung auch auf den durch die Negativzinsen verursachten Anlagenotstand und die riesigen Kreditgeldmengen zurückzuführen ist, wurde von der Initiative leider nicht thematisiert.

<sup>39</sup> «Von der Allzeit- und Allesblase», in Anlegen mit Weitsicht 2/2017 (Finanz und Wirtschaft), S. 6-7: <http://www.anlegen-mit-weitsicht.ch/wp-content/uploads/2017/10/Anlegen-mit-Weitsicht-Okt-2017-n.pdf> / Visualisierung der Allesblase: <http://www.businessinsider.com/infographic-shows-how-close-we-could-be-to-an-economic-bubble-collapse-2017-9>

<sup>40</sup> Wer sich in dieser Szene aufhält, merkt wie immer mehr Menschen den Braten gerochen haben und mit Kryptowährungen das schnelle Geld machen wollen: <https://theoutline.com/post/1733/the-latest-cryptocurrency-frenzy-is-fueled-by-fomo>

<sup>41</sup> In der Schweiz ist zurzeit der erste Krypto-Fonds für institutionelle Anleger im Aufbau: <https://www.nzz.ch/finanzen/fonds/ein-fonds-fuer-bitcoin-co-im-rennen-um-den-ersten-krypto-fonds-ld.1300587>

<sup>42</sup> Mit ihren Offenmarktgeschäften fördern Zentralbanken das Finanzspekulantentum: <http://professorfekete.com/articles/AEFFrontRunningTheFedInTheTreasuryMarket.pdf>

systematisch grosse, börsenkodierte Unternehmen bevorzugt.<sup>43</sup> Denn die EZB kauft nur von denjenigen Unternehmen, die auch durch eine internationale Rating-Agentur bewertet sind – natürlich sind das nur Grossunternehmen. Die meisten kleinen und mittelgrossen Unternehmen haben überhaupt nicht die Mittel, Unternehmensanleihen ausgeben zu können.

Abgesehen von den Anleihekäufen der EZB sind die Grossunternehmen auch sonst in der Kreditaufnahme klar privilegiert. Negativzinsen erhöhen auch die Attraktivität von fremdfinanzierten Übernahmen, ein Trend der in den letzten Jahren ebenfalls zu beobachten war.<sup>44</sup> Solche Firmenaufkäufe führen so immer mehr zu einer Kartellierung der Wirtschaft, die in den jeweiligen Branchen nur noch von wenigen Marktakteuren beherrscht wird. Verlierer dabei ist der Kunde. Der Markt ist also auch in dieser Hinsicht stark zugunsten der Grossunternehmen verzerrt.<sup>45</sup> Es ist daher nicht verwunderlich, dass die heutige Wirtschaft immer mehr durch Grosskonzerne dominiert wird. Hier wird der Aspekt des Geldsystems und im Spezifischen die Negativzinsen kaum jemals als gewichtige Mitursache von aktuellen Problemen – in diesem Fall als Befuehrer der «Arm-Reich»-Problematik – genannt. Dass aber Negativzinsen die materielle Kluft zwischen den Gesellschaftsschichten vergrössern und damit die Polarisierung zwischen denselben anheizt, sollte einleuchten.

## Die Dominanz der Zentralbanken

Der Einfluss der Zentralbanken und das Gewicht ihrer Handlungen war wohl noch nie massgebender. Heute schielen alle Marktteilnehmer mit einem Auge immer auf die grossen Notenbanken.<sup>46</sup> Die Anteile von durch Unternehmen ausgegebenen Anlageinstrumenten in den Büchern der Zentralbanken sind beeindruckend: So hält die Bank von Japan mittlerweile 75 Prozent aller japanischer börsengehandelter Fonds.<sup>47</sup> Die Schweizerische Nationalbank ihrerseits hält US-Aktien im Wert von über 80 Milliarden Dollar.<sup>48</sup> Und die Europäische Zentralbank verfügt über Unternehmensanleihen

<sup>43</sup> Die Grafik in Kapitel 5 «Distorting Signals» zeigt die Benachteiligung kleinere Unternehmer durch die EZB auf: <http://www.mauldineconomics.com/frontlinethoughts/six-ways-nirp-is-economically-negative#price>

<sup>44</sup> «Firmenjäger auf der Pirsch», in Anlegen mit Weitsicht 1/2017 (Finanz und Wirtschaft), S. 4: <http://www.anlegen-mit-weitsicht.ch/wp-content/uploads/2017/03/Anlegen-mit-Weitsicht-Maerz-2017.pdf> / Fremdfinanzierte Unternehmensaufkäufe führen zu einer Konzentrierung der Marktmacht bei Grosskonzernen: <http://www.realfreemarket.org/blog/2013/05/23/yahoo-will-buy-tumblr-and-ruin-it/>

<sup>45</sup> Mit ihrem Anleihenkaufprogramm schafft die EZB ungleich lange Spiesse zwischen den Marktteilnehmern: <https://wolfstreet.com/2016/12/15/here-are-some-multinationals-whose-bonds-the-ecb-is-discretely-buying/>

<sup>46</sup> Gemeint sind: Federal Reserve System, Europäische Zentralbank, Bank of England, Bank of Japan, People's Bank of China und Schweizerische Nationalbank.

<sup>47</sup> In Bezug auf die Besitzanteile der Marktakteure hat keine andere Zentralbank eine derart starke Dominanz auf dem Heimmarkt wie die Bank of Japan: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-07-18/boj-s-etf-buying-is-said-to-raise-concern-among-some-officials> / <http://www.zerohedge.com/news/2017-09-11/wtf-chart-day-boj-now-owns-75-japanese-etfs>

<sup>48</sup> Um den Franken nicht allzu stark aufwerten zu lassen, hat die SNB im Ausland stark interveniert. Vor allem auf dem US-Markt hat sie eine hohe Anzahl Aktien gekauft: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-08-09/snb-s-u-s-stock-portfolio-hit-record-84-3-billion-last-quarter>

mit einem Gesamtwert von 136 Milliarden Dollar.<sup>49</sup> Für Matt King, Ökonom bei der Citigroup, ist klar: Die Märkte sind mehr denn je zuvor von Zentralbanken abhängig.<sup>50</sup>

Eine Veranschaulichung dieser Abhängigkeit ist, dass sich die Anzahl Zombie-Unternehmen<sup>51</sup> seit Anbeginn der Anleihen- und Aktienkäufe durch Zentralbanken von 7,5 Prozent auf 10 Prozent erhöht hat.<sup>52</sup> Eine solche Aufrechterhaltung von Zombie-Unternehmen perpetuiert die Verwendung von Ressourcen für unproduktive Zwecke, wenn diese eigentlich längstens neuen potentiell produktiven Aufgaben zugeführt werden könnten.

## Negativzinsen fördern Reformenstau

Doch nicht nur die Existenz von Zombie-Unternehmen ist auf Notenbanken zurückzuführen – auch europäische Staaten sind für die Bedienung ihrer Schuldenlast auf die Zentralbank angewiesen. Wie in einem Bericht des Anlageverwalters Astellon nachzulesen ist, hat die EZB seit 2014 hundert Prozent der Nettoneuverschuldung des italienischen Staates aufgekauft. Die Experten von Astellon erwarten, dass wenn sich die italienische Neuverschuldung sowie die Strategie der quantitativen Lockerung nicht verändern, die EZB für eine hundertprozentige Finanzierung des italienischen Defizits von 2014 bis 2019 verantwortlich sein wird.<sup>53</sup>

Den Staaten sind die Negativzinsen natürlich recht. Sie können sich verschulden und erhalten dafür sogar noch Geld.<sup>54</sup> Denn begibt ein Staat heute eine Anleihe zu einem Negativzins, emittiert er diese beispielsweise zu 107 Prozent. Der Käufer der Anleihe zahlt also die 107 Prozent, während der Staat bei Fälligkeit der Anleihe bloss 100 Prozent zurückbezahlen muss.

Ob Gewinne durch Negativzinsen oder Anleihekäufe durch die EZB: Staaten haben so natürlich noch geringere Anreize, strukturelle Reformen anzupacken. Gleichzeitig wird es immer unwahrscheinlicher, dass Staaten sowie andere Marktteilnehmer jemals wieder ohne billiges Geld auskommen werden. Obwohl die Zinsen dieses Jahr etwas anziehen, scheinen nachhaltige Zinsanstiege angesichts der Schuldenproblematik auf lange Frist eher unwahrscheinlich, ohne dass die strukturellen Verzerrungen gelöst werden. Die global aggregierte Summe der Schulden von Haus-

<sup>49</sup> Kritiker vergleichen die EZB aufgrund ihrer enormen Bilanz mittlerweile mit einem «Exchange Traded Funds», einem passiven Anlageinstrument: <http://www.marketwatch.com/story/heres-why-the-european-central-bank-is-the-biggest-etf-in-town-2017-10-10>

<sup>50</sup> Auch viele etablierte Banker sehen die Dominanz der Zentralbanken inzwischen sehr kritisch: <http://www.zerohedge.com/news/2017-08-07/matt-king-we-are-more-reliant-central-banks-holding-markets-together-ever>

<sup>51</sup> Ein Unternehmen, das es kaum schafft, die stetig fällig werdenden Zinsen auf ihren Krediten zu bezahlen, da die Einkünfte unter den Zinsausgaben liegen.

<sup>52</sup> Marktberichtigungen werden heute immer weniger zugelassen. Das fördert das Aufrechterhalten obsoleter, ineffizienter Strukturen: <https://mises.org/library/rise-zombie-companies-%E2%80%94-and-why-it-matters-0>

<sup>53</sup> Der Foliensatz von Astellon zeigt: Für gewisse Anlageprodukte – unter anderem Staatsanleihen – ist die EZB gewissermassen der letzte noch übrige Käufer: [http://www.astelloncapital.com/documents/FG/astellon/news/577706\\_The\\_Astellon\\_Notes\\_-\\_Ciao\\_a\\_tutti\\_vF.PDF](http://www.astelloncapital.com/documents/FG/astellon/news/577706_The_Astellon_Notes_-_Ciao_a_tutti_vF.PDF)

<sup>54</sup> Staaten verdienen an den Negativzinsen nicht schlecht: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/staatsanleihen-deutscher-staat-verdient-1-2-milliarden-euro-durch-negativzinsen-a-1130837.html>

halten, Unternehmen und öffentlicher Hand ist im Zeitraum seit 2008 gemäss verschiedenen Quellen von unter 270 auf gegen 330 Prozent des Welt-Bruttoinlandsprodukts gestiegen.<sup>55</sup>

## Massive Kapitalvernichtung

Im gleichen Atemzug stellt sich auch die Frage, ob die Zentralbankbilanzen, die weltweit eine Gesamtsumme von über 20 Billionen Dollar erreicht haben, ohne grosse Probleme wieder heruntergefahren werden können.<sup>56</sup> Eine Schrumpfung dieser gewaltigen Summe käme nicht nur einer gewaltigen Kreditdeflation gleich, die Banken, Unternehmen und Haushalte tangieren würde. Die Zentralbanken selber hätten riesige Kapitalwertverluste auf ihrer Aktivseite hinzunehmen, da ihre Anleihen und sonstigen Anlageinstrumente wegen Zinsanstiegen im Preis fallen würden.<sup>57</sup> Vor den Löchern, welche diese Wertverluste in das Eigenkapital der Zentralbanken reissen würde, fürchten sich auch die Verantwortlichen der Zentralbanken, weshalb sie in ihren Anstrengungen die Bilanz zu kürzen, bislang äussert zaghaft und vorsichtlich vorgegangen sind.

Die in dieser Analyse beschriebenen Dynamiken, Entwicklungen und Vorgänge können allesamt als Folgen gesehen werden, die zwar nicht monokausal wirken, nichtdestotrotz aber direkt oder indirekt auf die Negativzinsen zurückzuführen sind. Gewiss haben die Negativzinsen noch weitere Begleiterscheinungen und Konsequenzen, welche an dieser Stelle nicht abgehandelt werden konnten. In ihrer Gesamtheit haben alle Auswirkungen von Negativzinsen eines gemeinsam: Sie fördern einen noch nie dagewesenen Kapitalkonsum bis hin zur Kapitalzerstörung.<sup>58</sup> Dabei handelt es sich aber nicht nur um die Vernichtung von Finanzmitteln und Realkapital. Fast noch verheerender ist die Erosion von geistigem und kulturellem Kapital. Die durch Negativzinsen verursachten wirtschaftlichen Verzerrungen führen «at the margin» zu mangelnden Rücklagen, zu hohen Gewinnausschüttungen, übertriebenem Risiko bei sinkender Liquidität, spekulationsgetriebener Unvorsichtigkeit, geringerer Sparneigung, Verschwendung, wenig pfeglichem Umgang mit Mitarbeitern und Mitmenschen im Allgemeinen, hektischer Kurzfristigkeit, erhöhter Zeitpräferenz aufgrund von Schnelllebigkeit, Überarbeitung, mangelndem Gesundheitsbewusstsein, Pragmatismus statt Integrität und Bluff statt Substanz.<sup>59</sup> Kurz gesagt: Unternehmenskulturen bröckeln und mit ihnen die Kultur einer gesamten Gesellschaft.

Ob finanzielles, reales oder geistiges Kapital: Verheerend ist, dass der Kapitalverfall schleichend voranschreitet. Auch wenn unsere Gesellschaft die Symptome zu

<sup>55</sup> Die globalen Schulden steigen unaufhaltsam: <https://www.fuw.ch/article/die-verpasste-lehre-aus-der-krise/>

<sup>56</sup> Rechnet man die Bilanzen der einflussreichen Zentralbanken – Fed, EZB, Bank of England, Bank of Japan, Bank of Canada, SNB, People's Bank of China – zusammen, kommt man auf eine Summe von ungefähr 20 Billionen Dollar: <https://www.counterpunch.org/2017/08/11/how-capitalist-central-banks-have-been-creating-the-next-financial-crisis/>

<sup>57</sup> Zinsen und Anleihekurse sind negativ korreliert. Steigen die Zinsen, fallen die Anleihepreise, weshalb die Zentralbanken bei einem Zinsanstieg Wertverluste auf ihren Anleihen zu verbuchen hätten: <https://www.alt-m.org/2017/02/28/no-fiscal-case-feds-large-balance-sheet/>

<sup>58</sup> Ein Interview mit Professor Antal Fekete, in welchem er auf die Kapitalzerstörung durch Negativzinsen hinweist: <http://www.goldseiten.de/modules/news/article2pdf.php?storyid=273367>

<sup>59</sup> M. Valek, R. Stöferle und R. Taghizadegan, *Österreichische Schule für Anleger*. Finanzbuch Verlag, S. 44.

spüren scheint, werden diese oftmals oberflächlich bloss *anderen* Symptomen und nicht den Ursachen zugeschrieben und so kaum je mit den tieferliegenden Verzerrungen der Wirtschaftsstruktur in Verbindung gebracht. Die Negativzinsen werden wohl noch so lange anhalten, bis Kapital ausreichend zerstört und damit wieder rar geworden ist. Wann wir diesen Zeitpunkt erreichen, weiss niemand. Was wir jedoch wissen: Zentralbanker werden das Erreichen dieses Tages auch in Zukunft zu verhindern versuchen.



LIBERALES INSTITUT

## Impressum

Liberales Institut  
Rennweg 42  
8001 Zürich, Schweiz  
Tel.: +41 (0)44 364 16 66  
Fax: +41 (0)44 364 16 69  
libinst@libinst.ch

Alle Publikationen des Liberalen Instituts finden Sie auf  
[www.libinst.ch](http://www.libinst.ch).

## Disclaimer

Das Liberale Institut vertritt keine Institutspositionen. Alle Veröffentlichungen und Verlautbarungen des Instituts sind Beiträge zu Aufklärung und Diskussion. Sie spiegeln die Meinungen der Autoren wider und entsprechen nicht notwendigerweise den Auffassungen des Stiftungsrates, des Akademischen Beirates oder der Institutsleitung.

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.  
Copyright 2018, Liberales Institut.