

Wie der niedrige Zins den Anreiz zur Inflationspolitik fördert

30.04.2018 | [Prof. Dr. Thorsten Polleit](#)

Der chronische Niedrigzins treibt die Vermögenspreise (Häuser, Aktien) zusehends in die Höhe und macht eine Abkehr von der Geldpolitik der extrem niedrigen Kreditkosten immer schwieriger und problematischer.

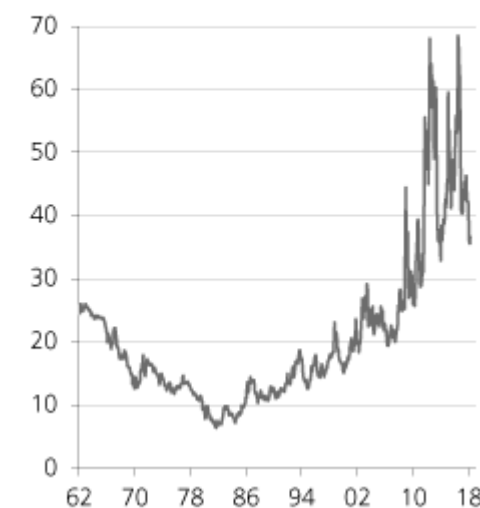
Seit Anfang der 1980er Jahre sind die US-Zinsen - die die Zinskonditionen auf den weltweiten Kapitalmärkten maßgeblich (mit-)bestimmen - mehr oder weniger stetig gefallen (Abb. 1 a). Im Oktober 1981 betrug sie 15,8 Prozent, im April 2018 betrug sie nur noch 2,9 Prozent; ein Rekordtief von 1,44 Prozent markierten sie am 24. Juli 2012. Die vergangenen fast 40 Jahre waren also ein fulminanter "Bullen-Markt" für Anleihen. Investoren konnten an relativ hohen Zinscoupons und steigenden Anleihekursen profitieren.

1 Der Zins fällt, die Barwerte künftiger Zahlungen steigen

(a) 10-Jahresrendite der US-Staatsanleihe in Prozent⁽¹⁾



(b) KGV der 10-jährigen US-Staatsanleihe in Prozent⁽²⁾



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnung. (1) Anleihen mit konstanter Laufzeit von 10 Jahren. (2) KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis. Ermittelt nach der Formel: 1 US-Dollar dividiert durch den Zins.

Konsumenten, Unternehmen und vor allem Staaten kamen in den Genuß sinkender Kreditkosten - und machten davon reichlich Gebrauch und verschuldeten sich. Der Trend fallender Zinsen hatte zudem weitreichende Wirkungen auf die Finanz- und Vermögensgütermärkte aus: Er trieb die Preise von Aktien, Grundstücken und Häusern in die Höhe. Der preistreibende Effekt des fallenden Zinses lässt sich illustrieren mit dem Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) des Anleihemarktes (Abb 1 b).

Preiswirkung des Zinses

Das KGV für US-Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit lag in der Spitze (Sommer 2012 und Herbst 2016) bei fast 70, der Anleihemarkt war also sehr teuer: Wer zu diesem Zeitpunkt eine US-Staatsanleihe gekauft hat, müsste rein rechnerisch 70 Jahre lang warten, bis die Zinscoupons seine Investition wiedereingespielt haben. Mittlerweile ist das KGV jedoch wieder auf etwa 33 gefallen (weil der Zins nun auf knapp 3 Prozent gestiegen ist), das aber ist immer noch vergleichsweise hoch.

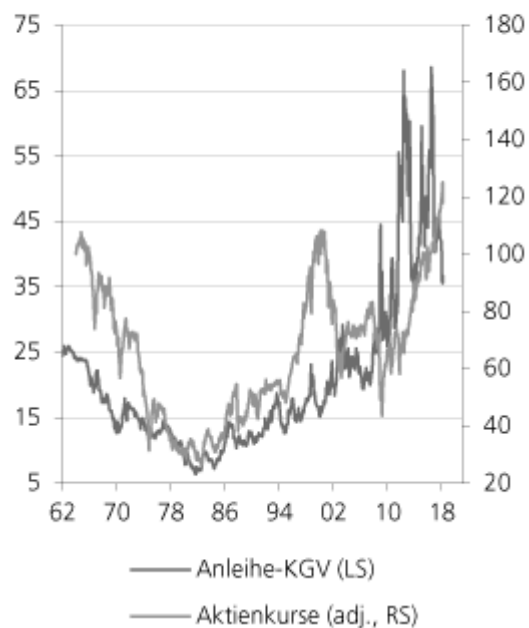
Wie bereits gesagt, beeinflussen die Zinsen in ganz entscheidendem Maße die Preise von Aktien, Häusern und Grundstücken. Denn deren Wert bestimmt sich als Barwert: Um beispielsweise den Wert einer Aktie zu bestimmen, zinst man die künftigen Unternehmensgewinne auf den gegenwärtigen Zeitpunkt ab. In gleicher Weise verfährt man bei der Ermittlung von Häuserpreisen. Und je niedriger (höher) der Zins ist, desto höher (niedriger) ist auch der Wert und damit der Marktpreis der Aktie oder des Hauses.

In den Vereinigten Staaten von Amerika ging der gesunkene Zins mit einem Ansteigen der Aktienkurse (bereinigt um Preis- und Produktivitätsgewinne) einher (Abb. 2 a). Der Verbund zwischen dem KGV des Anleihemarktes und den Aktienkursen war dabei allerdings recht "locker", weil neben dem Zins noch viele andere Faktoren die auf die Aktienkurse einwirkten (wie

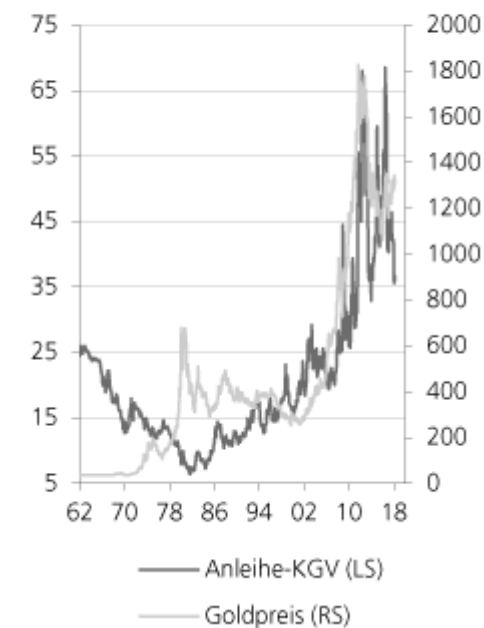
Marktstimmung, Gewinnüberraschungen etc.). Doch die preistreibende Wirkung des fallenden Zinses auf die Aktienkurse ist unverkennbar.

2 Fallender Zins treibt Preise für Aktien und Gold in die Höhe

(a) Bereinigte Aktienkurse⁽¹⁾ und KGV des US-Anleihemarktes⁽²⁾



(b) Goldpreis (USD/oz) und KGV des US-Anleihemarktes⁽²⁾



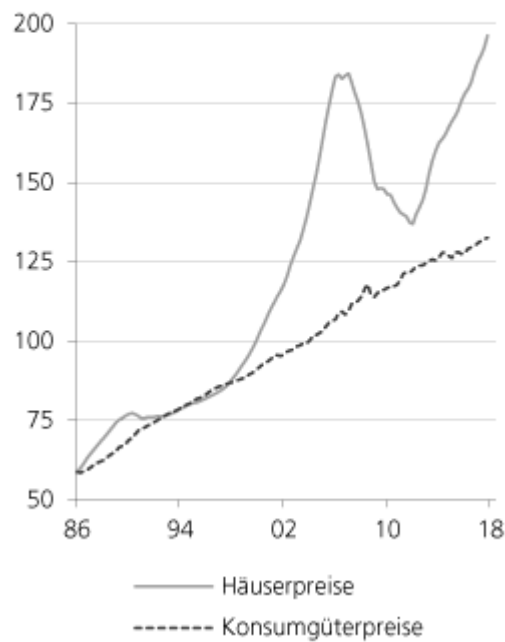
Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnung. (1) Anleihen mit konstanter Laufzeit von 10 Jahren. (2) Das KGV wird ermittelt als 1 dividiert durch den Zins.

Ein positiver Zusammenhang zeigt sich auch zwischen der Bewertung der Anleihemärkte und dem Goldpreis (in US-Dollar ausgedrückt), der vor allem seit dem Anfang des 21. Jahrhunderts deutlich hervortritt (Abb. 2 b). Einige Marktbeobachter mögen das als "Zufall" abtun. Allerdings gibt es gute Gründe, warum der Zinsrückgang auch und gerade mit einer Verteuerung des gelben Metalls Hand in Hand gegangen ist - sie werden nachstehend noch genauer betrachtet.

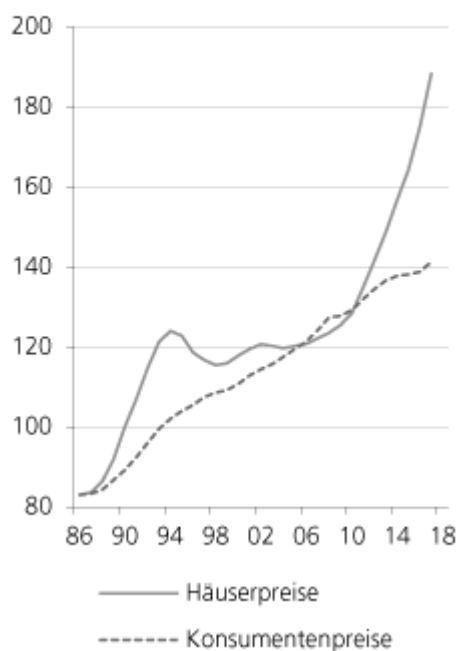
Vorher soll jedoch noch auf die Preisentwicklung des Häusermarktes hingewiesen werden. Auch hier zeigen sich deutlich steigende Preise, einhergehend mit merklich gefallen Zinsen (beziehungsweise stark gestiegenen Anleihekurse) (Abb. 3 a und b). Man beachte: Die Häuserpreis-inflation in den USA wie auch in Deutschland ist deutlich stärker ausgefallen als die Inflation der Konsumgüterpreise: Das sollte den Leser daran erinnern, dass die Preisentwicklung der Konsumgüter den echten Geldwertschwund unterzeichnet hat.

3 Konsumgüter- und Hauspreisinfation

(a) US-Häuser- und Konsumentenpreise⁽¹⁾



(b) Häuser- und Konsumentenpreise in Deutschland⁽¹⁾



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnung. (1) Indexiert

Die richtige Zinshöhe

Die entscheidende Frage, die sich der Anleger an dieser Stelle stellen sollte, lautet: Sind die aktuellen Marktzinsen zu niedrig, sind sie künstlich herabgedrückt? Wenn das der Fall ist, liegt der Schluss nahe, dass auch die Preise auf den Vermögenmärkten zu teuer sind. Eine klare Antwort lässt sich geben: Sie sind zu niedrig. Das wird mit Blick auf das Funktionieren des ungedeckten Papiergeldsystems deutlich (siehe dazu die Ausführungen in der nachstehenden Box).

Die Verzerrung des Zinses

Der Zins setzt sich - im einfachsten Fall - aus dem Realzins (der auch als natürlicher Zins bezeichnet wird), einer Inflationsprämie und einer Liquiditätsprämie zusammen. Blickt man auf die vergangenen Jahrzehnte zurück, gibt es einige natürliche Gründe, warum der Zins gefallen ist. So sind die Volkswirtschaften reicher geworden. Die Einkommen der Menschen sind gestiegen und haben das Ersparnisangebot erhöht. Das hat tendenziell dazu beigetragen, den natürlichen Zins zu senken. Zudem haben sich die Inflationserwartungen (gemessen an der erwarteten Steigerung der Konsumgüterpreise) mehr oder weniger stetig zurückgebildet.

Allerdings gab es auch (und gibt es noch) einen unnatürlichen Grund, durch den der Zins gesenkt wurde: Die Zentralbankpolitiken. Bekanntlich üben die Geldbehörden einen maßgeblichen Einfluss auf den Marktzins aus. Denn sie haben die Zinsführerschaft inne. Indem sie den Kurzfristzins setzen, zu dem Banken sich bei der Zentralbank verschulden können, bestimmen sie (über die Zinsarbitrage) auch alle anderen Zinsen in der Volkswirtschaft.

Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 beeinflussen die Zentralbanken nunmehr auch die Langfristzinsen direkt, indem sie Wertpapiere auf den Märkten kaufen. Dadurch senken sie die Renditen der Schuldpapiere ab (beziehungsweise führen Renditen herbei, die ohne ihre Käufe höher wären). Zudem senken die Zentralbanken die Marktzinsen zusätzlich ab, weil sie (in enger Kooperation mit den Geschäftsbanken) neues Geld per Kreditvergabe, denen keine echte Ersparnis gegenübersteht, in Umlauf bringen.

In einem ungedeckten Geldsystem, wie es heute in allen Volkswirtschaften vorzufinden ist, werden die (realen) Marktzinsen chronisch unter den natürlichen Zins gedrückt. Der verzerrte Zins wiederum sorgt für Fehlentwicklungen. Eine davon sind aufgeblähte Preise auf den Vermögenmärkten.

Das hat weitreichende Folgen, wenn Konsumenten und Unternehmen sich verschulden, also Kredite aufnehmen, um Vermögensgüter wie Aktien, Häuser und Grundstücke zu erwerben - was ja auch in erheblichem Umfang geschieht. Denn sollte der Zins von seinem künstlich niedrigen Niveau aus irgendwann ansteigen, fallen die aktuell aufgeblähten Vermögensgüterpreise. Dann besteht die Gefahr, dass Schuldner in finanzielle Probleme geraten beziehungsweise insolvent werden (siehe dazu das Beispiel in der nachstehenden Box).

Inflation und Deflation von Vermögenspreisen

Nehmen wir an, Herr X hat die nachstehende Bilanz: Er besitzt Haus und Aktien im Gesamtwert von 200 Euro. Seine Verschuldung beträgt 150 Euro, so dass sich sein Eigenkapital (also Vermögen minus Kredit) auf 50 Euro beläuft.

Aktiva	Bilanz von Herrn X		Passiva
Haus	100	Kredit	150
Aktien	100	Eigenkapital	50
	$\Sigma 200$		$\Sigma 200$

Nun inflationiert die Zentralbankpolitik die Häuser- und Aktienpreise, und deren Marktwert steigt auf insgesamt 300. Das Eigenkapital von Herrn X steigt auf 150.

Aktiva	Bilanz von Herrn X		Passiva
Haus	150	Kredit	150
Aktien	150	Eigenkapital	150
	$\Sigma 300$		$\Sigma 200$

Daraufhin nimmt Herr X einen neuen Kredit von 100 auf, seine Verschuldung steigt auf 250. Mit dem Kredit kauft er zusätzlich für jeweils 50 Haus und Aktien.

Aktiva	Bilanz von Herrn X		Passiva
Haus	200	Kredit	250
Aktien	200	Eigenkapital	150
	$\Sigma 400$		$\Sigma 400$

Dann platzt der Boom, und die Preise für Haus und Aktien fallen auf insgesamt 200. Mit einem Kredit von 250 ist Herr X nun überschuldet.

Aktiva	Bilanz von Herrn X		Passiva
Haus	100	Kredit	250
Aktien	100	Eigenkapital	-50
	$\Sigma 200$		$\Sigma 200$

Nicht nur einzelwirtschaftlich gibt es ein Problem, sondern auch gesamtwirtschaftlich. Fallen beispielsweise die Häuserpreise, werden Banken vorsichtig bei der Kreditvergabe. Schuldner, die ihre fälligen Hauskredite durch neue Darlehen ersetzen wollen, geraten in Probleme: Sie erhalten möglicherweise keine Anschlussfinanzierung - und müssen ihre Immobilie - oder andere Vermögenspositionen - verkaufen, um den Kredit zurückzahlen zu können. Das wiederum erhöht den Abwärtsdruck auf die Güterpreise in der Volkswirtschaft.

Sinken aber die Preise auf breiter Front, erhöhen sich die realen Schuldenlasten: In Gütereinheiten gerechnet, müssen die Kreditnehmer nun mehr zurückzahlen, als sie ursprünglich, bei der Kreditaufnahme, eingeplant hatten. Das überfordert so manchen Kreditnehmer, und weitere Kreditausfälle sind die Folge. Das wiederum bringt die Banken in Bedrängnis: Solch ein deflationärer Impuls ist für sie und das gesamte ungedeckte Geldsystem äußerst heikel.

Inflationsanreiz

Kreditausfälle können rasch die dünne Eigenkapitaldecke der Banken aufzehren. Die Geldhäuser können zudem Probleme bekommen, den Zins- und Tilgungszahlungen an ihre Kunden und Kreditgeber nachzukommen. Derartige Schwierigkeiten im Banken- beziehungsweise Kreditmarkt kann das Schuldgeldsystem ins Wanken bringen. Wenn eine solche Entwicklung politisch nicht gewollt ist, muss die Zentralbank einspringen und strauchelnde Schuldner zahlungsfähig halten, indem sie die elektronische Notenpresse anwirft.

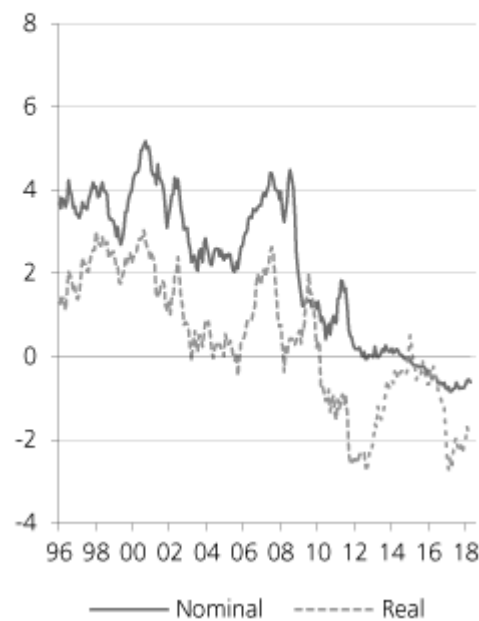
So gesehen nährt die Politik der künstlich niedrig gehaltenen Zinsen den Inflationsanreiz: Vor die Wahl gestellt, eine Rezession-Depression zu erleiden - mit allen damit verbundenen wirtschaftlichen und politischen Heimsuchungen -, oder neues Geld in Umlauf zu geben in der Hoffnung, das Unerwünschte abwenden zu können, wird wahrscheinlich das Zweitere, nicht das Erstere geschehen. Vor allem auch deshalb, weil sich die Kosten des Inflationierens - Verlust der Kaufkraft des Geldes und der Ersparnisse sowie Umverteilungseffekte von Einkommen und Vermögen - mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung einstellen und sichtbar werden.

4 Reale Kurzfristzinsen sind im negativen Bereich

(a) US-2-Jahresrendite, nominal und real, in Prozent⁽¹⁾



(b) Deutsche US-2-Jahresrendite, nominal und real, in Prozent⁽¹⁾



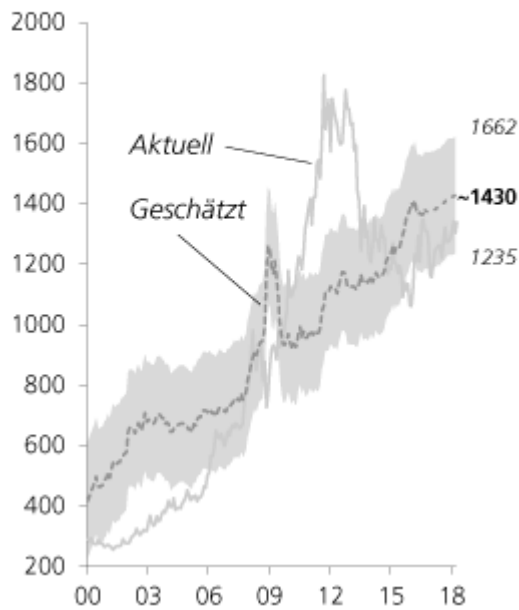
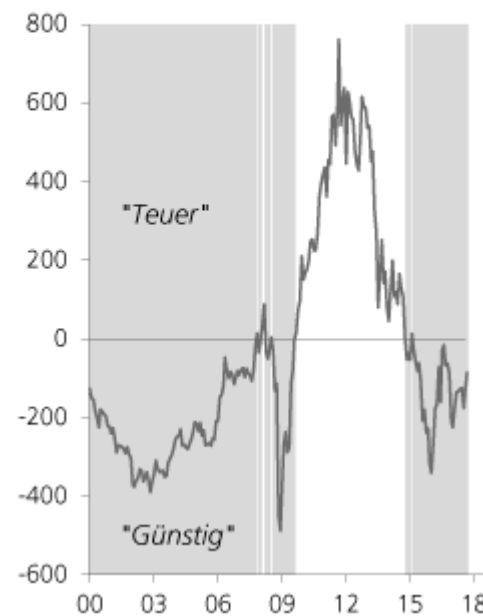
Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnung. (1) Nominalzins abzüglich der laufenden Inflation der Konsumgüterpreise

Wie bestrebt die Zentralbanken bereits sind, die Konjunkturen in Gang zu halten und die Vermögenspreise vor einem Einbruch zu bewahren, zeigt der Blick auf den Verlauf der realen, d. h. kaufkraftbereinigten Kurzfristzinsen. In den Vereinigten Staaten von Amerika und im Euroraum betragen sie seit 2008 im Durchschnitt jeweils minus 0,9 Prozent pro Jahr. Der negative Zins begünstigt Schuldner und bestraft Sparer; er hält die konjunkturelle Scheinblüte in Gang und beschwert den Investoren auf den Finanz- und Vermögensmärkten Inflationsgewinne.

Eine Rückführung der Zinsen auf "normale Niveaus", wie sie in der Vergangenheit zu beobachten waren, ist vor dem Hintergrund der aufgelaufenen Schuldenlasten und vor allem auch der Abhängigkeit der Finanz- und Vermögensmärkte von niedrigen Zinsen recht unwahrscheinlich. Mehr als "kosmetische" Änderungen in den Kurzfristzinsen wird es im aktuellen Konjunkturverlauf wohl nicht geben. Mit anderen Worten: Die Wahrscheinlichkeit ist groß, dass eine "echte Zinswende" ausbleibt (siehe hierzu den Aufsatz auf Seite 10).

Vor diesem Hintergrund ist und bleibt Gold aus drei Gründen attraktiv für den Anleger: (1) Die Kaufkraft des Goldes kann durch die Zentralbankpolitiken nicht dauerhaft verringert werden, wie dies beim ungedeckten Papiergeld der Fall ist. (2)

Gold trägt, anders als Bankeinlagen und kurzlaufende Schuldpapiere, kein Zahlungs- und Kreditausfallrisiko. (3) Gold ist aktuell nicht teuer (das deutet unsere Analyse an) und ist damit eine Versicherung mit Wertsteigerungspotenzial: Wenn im Krisenfall der Goldpreis steigt, hat der Anleger erhöhte Kaufkraft. Das wiederum gibt ihm die Möglichkeit, teures Gold gegen zum Beispiel günstige Aktien oder andere im Preis gefallene Vermögensgüter einzutauschen. So gesehen ist das Gold nicht nur eine Versicherung für das Portfolio, sondern es kann auch dazu beitragen, die Investitionsrendite zu erhöhen.

5 Langfristschätzung zeigt: Goldpreis eher „günstig“(a) Goldpreis in USD/oz, aktuell und geschätzt⁽¹⁾(b) Abweichungen vom geschätzten Goldpreis in USD/oz⁽²⁾

Quelle: Thomson Financial; Berechnungen Degussa. (1) Schätzperiode: Januar 1971 bis März 2018. Erklärende Variable: Geldmenge, realer Kurzfristzins und eine Kreditprämie. Graue Fläche: Schätzungenauigkeit. (2) Abweichung zwischen tatsächlichem und geschätztem Goldpreis

© Prof. Dr. Thorsten Polleit

Quelle: Auszug aus dem Marktreport der [Degussa Goldhandel GmbH](#)Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](#)Die URL für diesen Artikel lautet: <https://www.goldseiten.de/artikel/373869--Wie-der-niedrige-Zins-den-Anreiz-zur-Inflationspolitik-foerdert.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 1999-2019. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).