

Der Feldzug gegen den Euro-Zins geht weiter

15.03.2019 | [Prof. Dr. Thorsten Polleit](#)

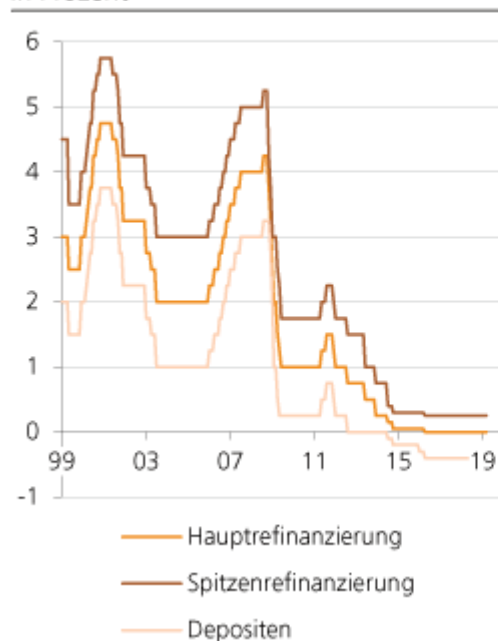
Die Euro-Zinsen bleiben niedrig, eine Zinswende ist nicht absehbar. Das stützt zwar die Euro-Konjunktur, sorgt aber für schwerwiegende Fehlentwicklungen. Mit besonderer Sorge ist die Niedrigzinspolitik für die Euro-Banken zu sehen: Sie läuft vermutlich auf ein gewaltiges Banken-Bail-Out hinaus, das der Euro-Kaufkraft noch teuer zu stehen kommen wird.

Auf der Sitzung am 7. März 2019 hat der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) wie erwartet die Leitzinsen unverändert gelassen. Der Hauptrefinanzierungszins beträgt 0%, der Einlagenzins minus 0,4%, der Zins für die Spitzenrefinanzierung 0,25%. EZB-Präsident Mario Draghi verkündete, dass der Leitzins im Jahr 2019 nicht angehoben wird, und stellte zudem in Aussicht, dass der Zins möglicherweise sogar noch länger auf der Nulllinie verbleibt. Zur Begründung bezog er sich auf Indikatoren, die auf eine Konjunkturabkühlung im Euroraum hindeuten.

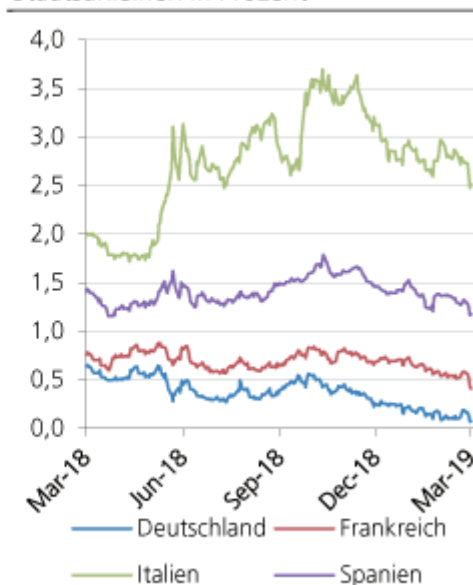
Der EZB-Rat hat weiterhin beschlossen, dass den Euro-Banken von September 2019 bis März 2021 eine Serie von neuen langlaufenden Krediten ("TLTROs-III") mit einer Laufzeit von jeweils zwei Jahren angeboten wird. Die EZB hatte bereits 2011 langlaufende Kredite an Euro-Banken mit dreijähriger Laufzeit ("LTROs") gewährt. In 2014 vergab sie weitere derartige Kredite ("TLTROs-I" und "TLTROs-II") mit Laufzeiten von bis zu vier Jahren - zu Zinsen zwischen minus 0,4 und 0%. Das Volumen der TLTROs-II beläuft sich derzeit auf etwa 739 Mrd. Euro.

1 Euro-Zinsen streben der Nulllinie entgegen

(a) EZB-Zinssätze in Prozent



(b) 10-Jahresrendite ausgewählter Euro-Staatsanleihen in Prozent



Quelle: Thomson Financial.

Wie ist das zu bewerten?

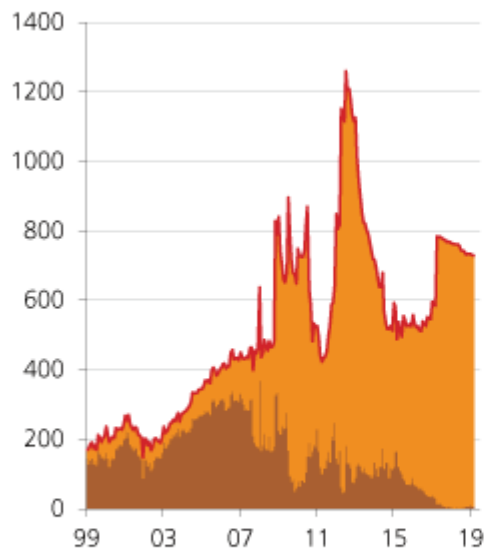
Sparern und Anlegern bürdet die EZB (nach Abzug der laufenden Inflation) negative Realrenditen auf ihr Geldvermögen auf: Die EZB-Geldpolitik setzt die Kaufkraft des Geldvermögens herab. Allein die Deutschen halten 3,7 Billionen Euro in Form von Bankeinlagen, die mittlerweile größtenteils einem negativen Realzins unterliegen. Die "geldpolitische Hilfestellung" der EZB dient daher auch in erster Linie den verschuldeten Staaten. Ihnen verschafft sie die Möglichkeit, Kredite zu sehr niedrigen Zinsen aufzunehmen und fällige Kredite problemlos durch neue Kredite, die geringere Zinskosten haben, zu ersetzen.

Die jüngste EZB-Entscheidung verdient vor allem auch mit Blick auf den Euro-Bankenapparat besondere

Aufmerksamkeit. Seit dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 hat die EZB den Euro-Banken bereits einige Male längerfristige Kredite zur Verfügung gestellt. Der Effekt dieser Operationen war: Die Kapitalmarktfinanzierung der Euro-Banken wurde zusehends ersetzt durch die Direktkredite der EZB (siehe Abb. 2 a und b).

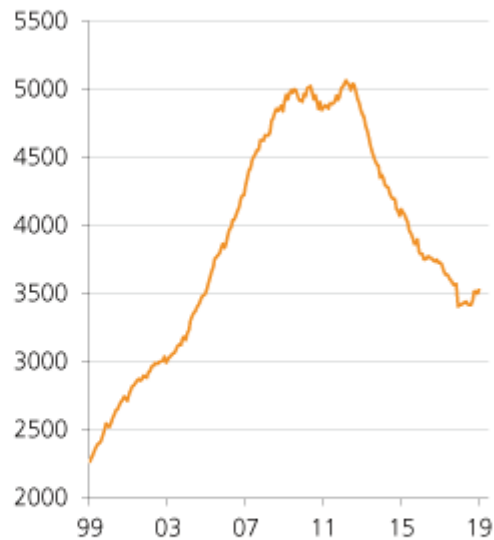
2 EZB übernimmt Kapitalmarktfinanzierung der Euro-Banken

(a) Bankenrefinanzierung durch die EZB in Mrd. Euro



■ [2] Langfristrefinanzierung
■ [1] Hauptrefinanzierung
— [3] = [1] + [2]

(b) Emittierte Anleihen der Euro-Banken in Mrd. Euro



Quelle: Thomson Financial.

Wenn Euro-Banken sich langfristige Mittel beschaffen, um langfristige Kredite zu refinanzieren, können sie entweder Anleihen im Kapitalmarkt platzieren, oder sie erhalten die gewünschten Kredite direkt von der EZB - und zwar zu sehr günstigen Konditionen: Die EZB stellt einen Zins von null Prozent beziehungsweise minus 0,4 Prozent in Rechnung! Sie bestimmt dadurch nicht nur die Kurzfristzinsen - also die Zinsen auf Bankeinlagen und Kurzfristkredite -, sondern zusehends auch die langfristigen Refinanzierungskosten der Euro-Banken.

Verständlich, dass die Euro-Banken verstärkt von der Kapitalmarkt- zur EZB-Kreditfinanzierung wechseln. Das führt nun aber dazu, dass die Kapitalmarktrenditen für Bankschuld-papiere abgesenkt werden: Investoren erwarten, dass die EZB die Euro-Banken in jedem Falle zahlungsfähig hält, und zwar aus zwei Gründen. Erstens hat die EZB durch die bereits an die Euro-Banken vergebenen Kredite ein großes Interesse daran, dass Zahlungsausfälle bei Banken ausbleiben - schließlich würden solche Zahlungsausfälle die EZB-Bilanz beschädigen.

Zweitens will die EZB die Euro-Zinsen niedrig halten, damit Schuldner weiterhin an günstige Kredite kommen, die Konjunktur gestützt wird, und damit vor allem auch die Vermögenspreise im Euroraum nicht fallen (siehe zu diesem Aspekt die Ausführungen im nachstehenden Kasten). Vor diesem Hintergrund werden die Investoren bereit sein, Bankschuldverschreibungen zu einem sehr niedrigen Zins zu kaufen. Das wiederum dürfte auch die Zinsen in allen anderen Kreditmärkten sehr niedrig halten.

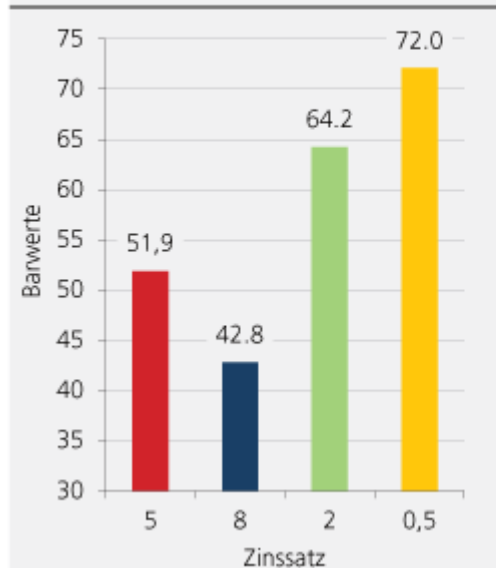
Wirkung des Zinses auf die Vermögenspreise

Die Geldpolitik der niedrigen Zinsen hat viele Wirkungen. Besonders brisant ist die Wirkung auf den Marktpreis der Vermögensgüter wie Aktien, Häuser und Grundstücke. Das soll ein einfaches Beispiel illustrieren (Abb. 3 a). Nehmen wir an, eine Investition erbringt 5 Euro pro Jahr für die kommenden 15 Jahre. Der Wert der Investition ist die Summe der auf heute abgezinsten Zahlungen. Nehmen wir an, der Zins

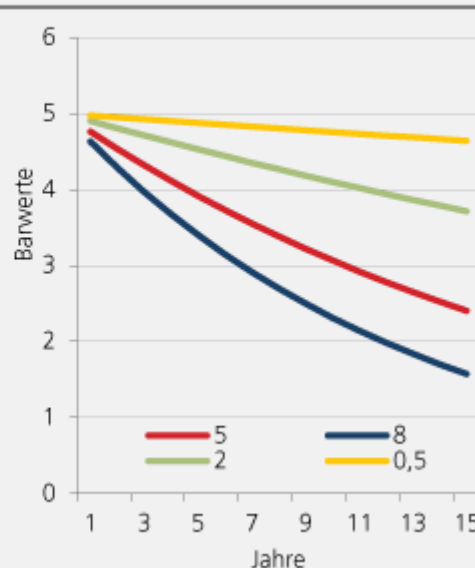
beträgt 5 Prozent. Dann ist der Barwert der Investition 51,90 Euro, und der Marktpreis wird sich auf dieses Niveau einpendeln. Beträgt der Zins 8 Prozent, so ist die Investition nur 42,80 Euro wert, bei 2 Prozent 64,20 Euro und bei 0,5 Prozent 72,00 Euro.

3 Zinsabhängigkeit der Barwerte

(a) Barwerte der Investition bei unterschiedlichen Zinsen



(b) Barwerte der Zahlungen der Investition bei unterschiedlichen Zinsen



Quelle: Thomson Financial.

Daraus lässt eine wichtige Einsicht ablesen: Je niedriger (höher) der Zins ist, desto höher (niedriger) fällt auch der Wert und der Vermögensgüter und damit auch ihr Marktpreis aus. Nehmen wir an, Sie haben mit einem Zins von 5 Prozent kalkuliert und für die Investition 51,90 Euro bezahlt. Nun fällt der Zins auf, sagen wir, 2 Prozent. Der Marktpreis der Investition steigt auf 64,20 Euro - und Sie verbuchen einen Bewertungsgewinn von 23,7 Prozent! Erfreulich für Sie: Das stärkt ihr Eigenkapital. Doch stellen Sie sich vor, der Zins steigt auf 8 Prozent. Der Marktwert ihrer Investition ist dann nur noch 42,80 Euro - und sie erleiden einen Verlust, gemessen am Kaufpreis von 51,90 Euro, von 17,5 Prozent.

Diese wenigen Überlegungen lassen erkennen: Die Niedrigzinspolitik der Zentralbank bläht die Marktpreise der Vermögensgüter auf und schafft damit "Eigenkapital aus dem Nichts" bei vielen Investoren. Diese "Reichtumsillusion" verleitet nicht nur zu mehr Konsum- und Investitionsausgaben. Sie sorgt auch dafür, dass die Wirtschaft abhängig wird vom Fortführen der Niedrigzinspolitik.

Denn steigen die Zinsen, leiden Konsum- und Investitionsausgaben, und vor allem kommt es zu einer Deflation der Vermögenspreise - die besonders schmerzlich ausfällt, wenn der Kauf der Vermögensgüter mit Kredite finanziert wurde. Aber noch etwas zeigt das Beispiel: Gerade die Barwerte der weit in der Zukunft liegenden Investitionsprojekte reagieren besonders sensibel auf Zinsveränderungen (Abb. 3 b).

Das ist auch der Grund, warum die Niedrigzinspolitik vor allem auch langfristige Investitionen (Stichwort: "Bau-Boom") befördert, also solche Investitionen ermuntert, deren Erfolge - wenn überhaupt - erst in vielen Jahren sichtbar werden. Die Niedrigzinspolitik stößt einen "Boom" gerade in neuen Branchen mit relativ unsicheren Erfolgsaussichten an (Beispiele sind der "Tech"- und "FinTech-Boom"). Den großen Hoffnungen auf hohe Gewinne stehen hohe Verlustrisiken gegenüber, sollte der Zins steigen. Man ahnt, wie schwierig es ist, aus einer (langen) Niedrigzinsphase wieder herauszukommen!

Folgen für das Bankgeschäft

Eine besonders drängende Frage an dieser Stelle lautet: Welche Folgen haben die Niedrigzinsen auf die Ertragslage der Euro-Banken? Es ist vermutlich nicht übertrieben zu sagen, dass ohne die Kreditgewährung der EZB viele Euro-Banken vermutlich bereits gescheitert wären. Am Kapitalmarkt hätte sich eine ganze Reihe von ihnen nicht mehr zu Zinssätzen refinanzieren können, die ihnen die Fortführung des Geschäftsbetriebes erlaubt hätten. Allerdings verursacht die Niedrigzinspolitik den Banken gleichzeitig auch Probleme.

Wenn die Kapitalmarktrefinanzierung der Banken quasi zum Nulltarif zu haben ist, wird die Auslesefunktion

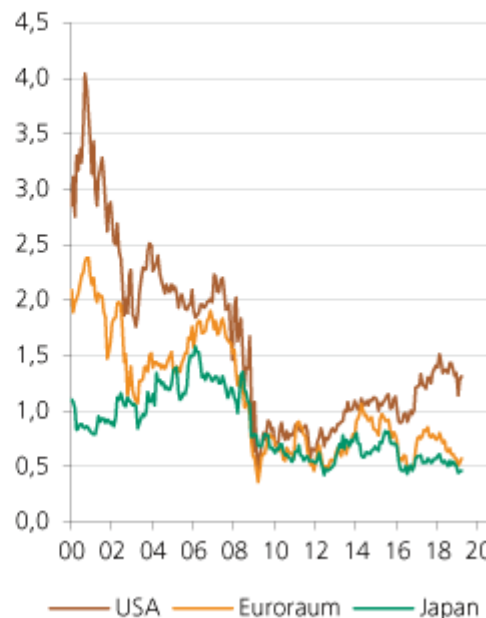
des Marktes lahmgelegt. Schlecht wirtschaftende Banken überleben, und besser wirtschaftenden Banken wird es erschwert, Marktanteile hinzuzugewinnen. Die erforderliche Marktberäumung bleibt aus. Zu viele Anbieter verbleiben im Markt. Das verschlechtert tendenziell nicht nur die Qualität der Produkte im Bankenmarkt, es übt auch einen Abwärtsdruck auf Zinsspannen, Gewinne und Rentabilität der Banken aus.

4 Investoren skeptisch gegenüber Euro-Bankaktien

(a) Aktienkurse der US- und Euro-Banken⁽¹⁾



(b) Pries-Buch-Verhältnis der Bankaktien in den USA, dem Euroraum und Japan⁽²⁾



Quelle: Thomson Financial. (1) Januar 2006 = 100. (2) Das Preis-Buchwert-Verhältnis stellt dem Aktienkurs das Eigenkapital pro Aktie gegenüber. Als "Daumenregel" gilt: Ist das Preis-Buchwert-Verhältnis größer 1, so unterstellt der Aktienmarkt, dass das Unternehmen "stille Reserven" hat; ist es kleiner 1, so deutet das auf "stille Lasten" hin.

Den Banken wird es unter diesen Bedingungen erschwert, Gewinne zu erwirtschaften und ihr Eigenkapital zu stärken. Das aber ist erforderlich, wenn sie weitere Kredite vergeben wollen - denn die Bankenregulierung schreibt vor, dass Banken risikobehaftete Geschäfte mit (ausreichend) Eigenkapital zu unterlegen haben. Wenn nun aber die Aussichten trüb sind, dass man im Euro-Bankgeschäft akzeptable Renditen erzielen kann, schwindet das Interesse der Investoren, den Geldhäusern neues Eigenkapital zur Verfügung zu stellen.

Bail-Out für die Euro-Banken

Was aber wäre zu erwarten, wenn Banken unter einer Eigenkapitalknappheit leiden? Die Folgen wären heikel. Dazu muss man sich in Erinnerung rufen, dass der Euro ein ungedecktes Geldsystem repräsentiert, in dem Banken per Kreditvergabe neues Geld in Umlauf bringen - durch Kredite also, denen keinerlei Ersparnis gegenübersteht. Wenn die Kredite anschwellen und neu geschaffenes Geld in Umlauf gebracht wird, wird üblicherweise ein "Boom" in Gang gehalten. Das aber ändert sich, wenn der "Kreditmotor" zu stottern beginnt.

Das wiederum kann beispielsweise geschehen, wenn sich das Kreditangebot verknappert - weil Banken zu wenige Eigenkapital haben und nicht mehr willens oder in der Lage sind, neue Kredite zu vergeben und fällige Kredite durch neue Kredite zu ersetzen. Das ist der Punkt, an dem der "Boom" in einen "Bust" umzuschlagen droht. Doch aus politischen Erwägungen wird man ein Bust-Szenario vermutlich mit allen Mitteln abwenden wollen. Und zwar vor allem mittels Rückgriff auf die EZB.¹

Die EZB kann dann zum Beispiel (1) den Banken ihre risikoreichen Kreditpositionen abkaufen. Dann kommt es zu einem Aktivtausch in den Bilanzen der Euro-Banken: Die Bilanzposition "Kredite" nimmt ab, um den gleichen Betrag steigt die Bilanzposition "liquide Mittel". Die Bilanz der EZB schwillt an: Sie weist auf der Aktivseite die gekauften Kredite aus, und auf der Passivseite schreibt die EZB den Banken den Kaufbetrag

gut. Auf diese Weise wird das Eigenkapitalproblem der Banken im wahrsten Sinne des Wortes "liquidiert".

Die EZB kann auch (2) neue Anleihen, die die Staaten emittieren, aufkaufen und mit neuen Euro bezahlen. Das neu geschaffene Geld verwenden die Staaten, um es als Eigenkapital in die Banken einzuzahlen. In den Bilanzen der Euro-Banken nehmen auf der Aktivseite die liquiden Mittel zu, und gleichzeitig steigt ihr Eigenkapital. (De facto würden damit die Banken verstaatlicht.) Die EZB weist die gekauften Staatsanleihen auf ihrer Bilanzaktivseite aus, und auf der Passivseite ihrer Bilanz werden zusätzliche Zentralbankgeldguthaben ausgewiesen.

Der Wert des Goldes

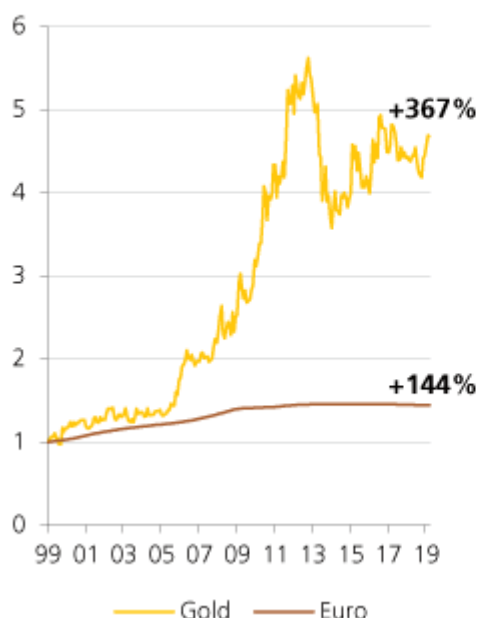
Welcher Handlungsbedarf ergibt sich für den Anleger? Mit Blick auf seine liquiden Mittel sollte er ein "Euro-Klumpenrisiko" vermeiden. Er kann darüber nachdenken, auf US-Dollar oder Britische Pfund auszuweichen. Allerdings geht er so ein Wechselkursrisiko ein, und er sollte beachten, dass auch diese Währungs-Guthaben einem negativen Realzins unterliegen (könnten). So gesehen bietet sich ein Ausweichen auf andere ungedeckte Währungen nur dann an, wenn die zu erwartenden Verluste im Euro höher ausfallen als in den Alternativenanlagen.

Weiterhin kann der Anleger darüber nachdenken, seine Euro-Termin- und Spareinlagen durch physisches Gold zu ersetzen. Denn während es absehbar ist, dass die EZB-Geldpolitik die Euro-Bankguthaben dauerhaft entwertet, lässt sich die Kaufkraft des Goldes nicht durch Negativzins und Geldmengenvermehrung herabsetzen. Zwar ist die Vergangenheit kein verlässlicher Indikator für die Zukunft, aber dennoch lohnt sich an dieser Stelle der Blick auf die Wertentwicklung des Goldes vis-a-vis der verzinslichen Euro-Guthaben (siehe Abb. 5).

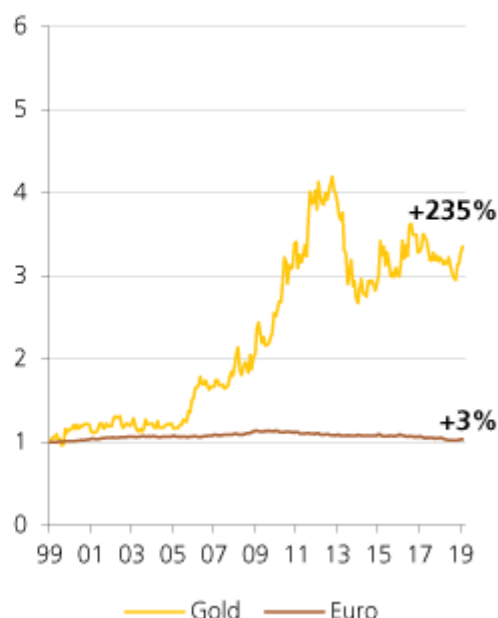
Seit Einführung des Euro zu Beginn des Jahres 1999 bis März 2019 hat der Goldpreis um insgesamt 367 Prozent zugelegt, der Wertzuwachs für Euro-Guthaben mit dreimonatiger Verzinsung hingegen nur um 144 Prozent (vor Steuern). Bringt man die Inflation der Konsumgüterpreise in Abzug, betrug der reale Wertzuwachs des Goldes 235 Prozent, der der Euro-Guthaben 3 Prozent. Es sei betont: Die Erfahrung in der Vergangenheit ist kein verlässliches Indiz, dass sich die Wertverläufe in dieser Weise auch künftig fortsetzen werden!

5 Wertentwicklung von Gold (in €) und Euro-Depositen

(a) Nominal



(b) Inflationsbereinigt



Quelle: Thomson Financial.

Doch einiges spricht weiterhin für Gold. In einem Umfeld, in dem die Zinsen auf absehbare Zeit extrem niedrig beziehungsweise vielfach sogar negativ (in realer Rechnung) bleiben, schwindet das Universum verlässlicher Anlageklassen. Gerade auch mit Blick auf die leidvolle Geschichte des ungedeckten Geldes empfiehlt sich Gold weiterhin als die "härteste Währung", als eine Versicherung gegen den Kaufkraftschwund des ungedeckten Geldes und gegen Zahlungsausfälle von nicht mehr rückzahlbaren Schulden.

Zu aktuellen Preisen ist Gold eine Versicherung mit Wertsteigerungspotential. Gerade für Anleger aus dem Euroraum sollten diese Überlegungen ernst nehmen: Denn der Feldzug gegen den Euro-Zins geht unbarmherzig weiter.

© Prof. Dr. Thorsten Polleit

Quelle: Auszug aus dem Marktreport der [Degussa Goldhandel GmbH](#)

¹ *Siehe hierzu den Degussa Marktreport, 19. August 2016, "[Schuldenmonetisierung soll Euro-Crash abwenden](#)".*

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](#)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/407688--Der-Feldzug-gegen-den-Euro-Zins-geht-weiter.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](#).