

Gleichzeitig ist zu bedenken, dass die Wahrscheinlichkeiten für ein kurzfristiges Eintreten der Risiken eher gering sind, die ersten zwanzig Jahre hat die Eurozone immerhin – wenn auch mit Hilfe einiger gebrochener Versprechungen – trotz all dieser Defizite überstanden. Und sogar trotz Bestehens einiger zusätzlicher Mängel, die erst Zug um Zug im Laufe der letzten Jahre beseitigt wurden.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das aktuell noch laufende Experiment Euro als größte Währungsunion der Welt nach zwanzig Jahren bereits ein paar Kinderkrankheiten überlebt hat, jedoch noch lange nicht erwachsen ist. Eine Prognose der Zukunft der Gemeinschaftswährung ist – wie alle Prognosen – unseriös, zumal eine Fülle von schwächenden wie auch stärkenden Faktoren aus der Politik die makroökonomische Logik überlagern. Natürlich ist es möglich, dass die Währungsunion im weiteren Reformprozess von innen heraus zerbricht oder an unvorhersehbaren externen Verwerfungen scheitert. Dass dies jedoch in Kürze passiert, ist wohl eher unwahrscheinlich. Auch zeigt das Beispiel der 180-jährigen Aufbauhistorie des US-Dollar, dass auch die Eurozone eine Zukunftschance hat. Selbst mehrere extreme Belastungssituationen hat die Eurozone – zwar mit Knirschen, aber immerhin – überlebt. Während der Volksmund sagt: »Totgesagte leben länger«, muss man Mario Draghi wohl die Richtigkeit dieses Zitates zubilligen:

*»Man kann auch an eingebildeten Krankheiten sterben.«*

Die stärkste aktuelle Belastung für die Eurozone ist die fortdauernde und sich verschärfende Null- und Negativzinssituation, welche die einzelnen Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich stark trifft.

### **3.3 Das Ende positiver Zinsen – Null ist nicht die kleinste Zahl**

#### **Ökonomische Zeitpräferenz als Begründung positiver Zinsen**

Dass man für die Anlage von Kapital einen positiven Zins erhält, galt bis vor wenigen Jahren als Selbstverständlichkeit, die nicht mehr weiter hinterfragt werden muss. Es schien auf den ersten Blick offensichtlich, dass es positive Zinsen geben müsse, da Menschen ihre Bedürfnisse lieber heute als morgen befriedigen und man ihnen eine

Prämie dafür geben muss, dass sie Konsumverzicht üben, also sparen bzw. investieren. Dieses Phänomen wird als **Gegenwartspräferenz** oder **ökonomische Zeitpräferenz** bezeichnet. Geradezu rührende Experimente mit Kindern, die für den Verzicht, einen Marshmallow sofort zu verspeisen, später mit einem zweiten belohnt wurden, »bewiesen« die Existenz der ökonomischen Zeitpräferenz.<sup>40</sup>

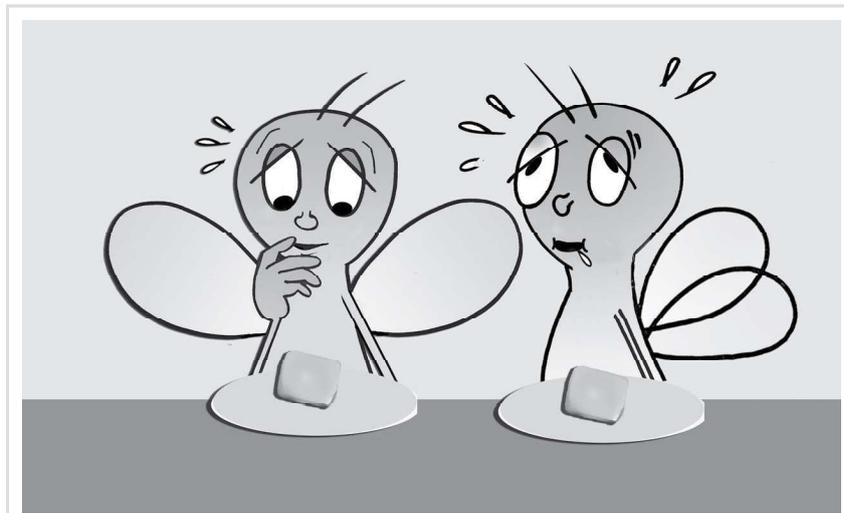


Abb. 16: Das Stanford-Marshmallow-Experiment

So lange der Zins über der Zeitpräferenzrate liegt, üben die Menschen Konsumverzicht, und im umgekehrten Fall entsparen die Menschen (oder verschulden sich sogar). Aggregiert – also fasst man die individuellen Gegenwartspräferenzraten aller Menschen eines Wirtschaftsraumes zusammen – ergibt sich die durchschnittliche Zeitpräferenzrate. Steigende oder sinkende Zinsen sind somit eine Reaktion auf Veränderungen der gesellschaftlichen Zeitpräferenzrate und sorgen für das perfekte **Gleichgewicht zwischen Gegenwartsverbrauch und zukünftigem Konsum**. Indem Zentralbanken die Zinshöhe steuern, können sie die kollektive Abwägung zwischen Gegenwarts- und Zukunftskonsum beeinflussen und damit z. B. Konjunkturzyklen glätten. Wo ist das Problem?

#### **Unwägbarkeiten bei Zinsen und Zeitpräferenz**

Wie so oft lohnt jedoch ein zweiter Blick, wenn Dinge auf den ersten Blick so offensichtlich und klar sind. Denn sowohl hinter der Zeitpräferenz als auch den positiven

Zinsen verbergen sich Unwägbarkeiten: **erstens** bei der Zusammensetzung des Zinssatzes und **zweitens** bei der Höhe der Zeitpräferenz.

### Zusammensetzung des Zinssatzes

Der weitaus größte Teil der Bevölkerung unterliegt der sogenannten **Geldillusion**, denkt also in nominellen statt realen Größen. Der ehemalige Finanzminister Schäuble spielte hierauf im folgenden Zitat an: »Drei Prozent Zins bei drei Prozent Inflation ist nicht dasselbe wie null Prozent Zins bei null Prozent Inflation.«<sup>41</sup> Schäubles Befürchtung war, dass die Bundesbürger weniger private Vorsorge betreiben könnten, wenn die Geldillusion wegfiel.

Die nachfolgende Abbildung zeigt eine typische Situation vor Beginn der Nullzinswelt, um nachzuweisen, dass selbst bei positiven Nominalzinsen der reale Nettozins häufig bereits negativ war.

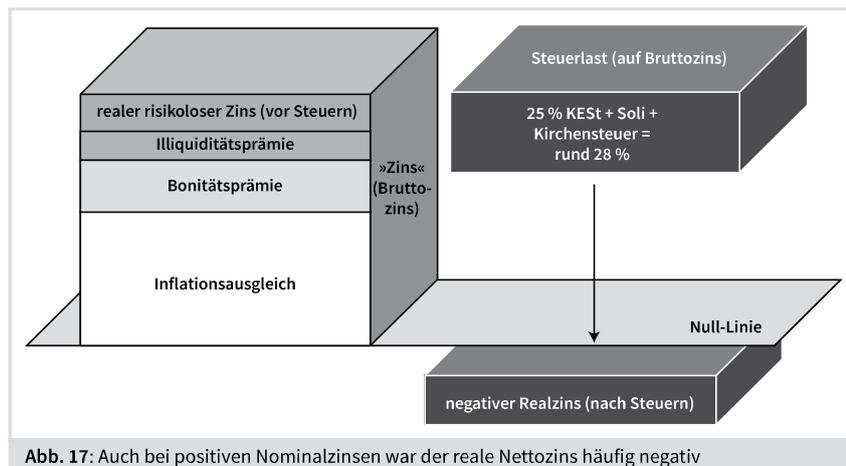


Abb. 17: Auch bei positiven Nominalzinsen war der reale Nettozins häufig negativ

Wie die Abbildung zeigt, ist zunächst vom nominellen Zins (= Bruttozins) die **Inflationsrate** abzuziehen, wodurch sich im von Herrn Schäuble zitierten Beispiel bereits ein Wert von Null ergeben würde. Bei der Abbildung ist die Differenz zwar noch positiv, jedoch enthält sie noch **Risikoprämien** und **Illiquiditätsprämien**, die bei ökonomisch korrekter Sicht eben gerade keinen Zins darstellen, sondern eine Art »Versicherungsgebühr« bzw. Schadenersatz für das Tragen von Risiken (Zahlungsausfall)

bzw. das Erdulden der Nachteile schlecht liquidierbarer Anlagen.<sup>42</sup> Der verbleibende Realzins ist im Beispiel noch minimal positiv – in der heutigen Nullzinswelt regelmäßig schon kräftig negativ. Aufgrund des Prinzips der **Nominalbesteuerung** (Anwendung des Steuersatzes **auf den Bruttozins**) ergibt sich jedoch ganz sicher eine **negative Realverzinsung** nach Steuern.

Vermeidet man die Geldillusion und berechnet den realen risikolosen Zins nach Steuern, so kommt man für den größten Teil der Zeit seit dem Zweiten Weltkrieg und der Euro-Einführung ebenfalls auf negative Werte. Das haben die meisten Bürger nur nicht realisiert.

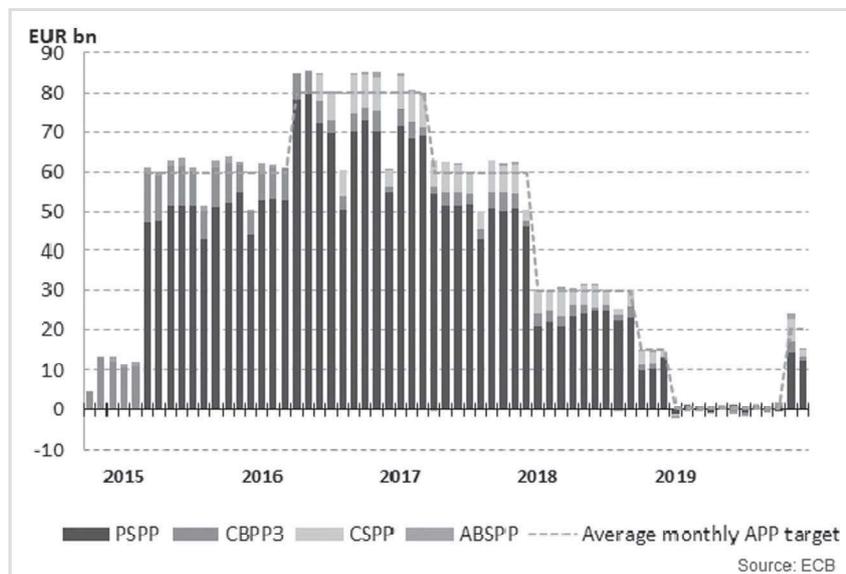
Die aktuelle Nullzinswelt ist also zwar sehr unerfreulich, jedoch bewirkt das gleichzeitige Sinken von Zinsniveau und Inflationsrate den Wegfall der Geldillusion. Damit erkennen weite Bevölkerungskreise erstmals die Unvorteilhaftigkeit von Zinsanlagen, was von den Crash-Propheten und Schwarzmalern dramatisierend ausgenutzt wird. Ein gegenläufiger Effekt wird dabei allerdings in der Regel nicht benannt: Die Versteuerung inflationärer Scheingewinne (also Steuern auf den durch Zinsen gerade kompensierten Inflationsschaden) ist in der Nullzinswelt für den Anleger nämlich weggefallen. 3 % Zins bei 3 % Inflation führen nämlich nach Steuern zu einer negativen Realverzinsung von minus 0,84 % (errechnet aus 28 % KEST. inkl. Soli und Kirchensteuer auf nominelle 3 % Zins).

#### Höhe der Zeitpräferenz

Je nach Wohlstandsniveau und insbesondere Altersstruktur der Bevölkerung könnte es auch sein, dass sich die Zeitpräferenz ändert und somit immer mehr Menschen bereit sind, auch dann zu sparen, wenn sie keine Zinsen – oder im Extremfall sogar eine negative Verzinsung – erwarten.<sup>43</sup> Empfinden beispielsweise weite Kreise der Bevölkerung ihr gegenwertiges Konsumniveau als befriedigend und fürchten gleichzeitig Einkommenseinbußen in der Zukunft, so könnte dies ihren Sparwillen erhöhen, d. h., ein Nullzins oder sogar negativer Zins würde bei noch niedrigerer Zeitpräferenzrate (z. B. minus 2 % oder minus 3 %) dem Sparen nicht zwingend entgegenstehen. Das Phänomen Stagnierendes Wachstum in Kombination mit geringen Inflationsraten wird auch als »Japanifizierung«<sup>44</sup> oder »Japanische Krankheit«<sup>45</sup> bezeichnet.

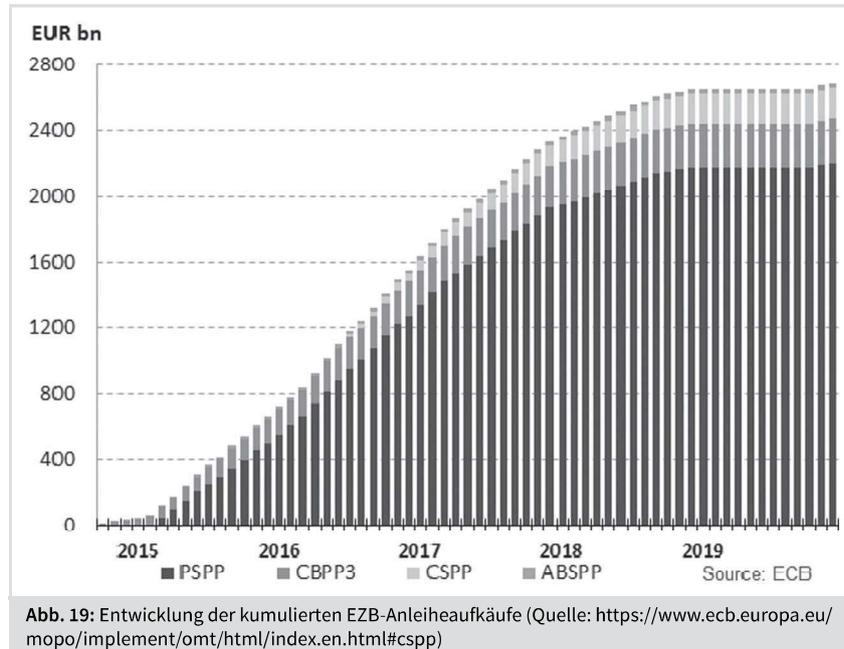
**Niedrigzinspolitik der EZB – Problemlösung oder Problemverschleppung?**

Seit Mai 2009 hat die EZB – mit einer Unterbrechung von Januar bis Oktober 2019 – eine Vielzahl von Anleihe-Aufkaufprogrammen durchgeführt. Die Abfolge und klingenden Namen der einzelnen Programme können Sie bei Interesse der Endnote entnehmen.<sup>46</sup> Mehr als nur viele Zahlen zeigt die nachstehende Grafik – es ist auch sehr gut die »Ruhephase« im Jahr 2019 erkennbar.



**Abb. 18:** Struktur und Gesamtvolumina der monatlichen EZB-Anleihe-Aufkäufe (Achtung: Nettowerte) (Quelle: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html#cspp>)

**Nettowerte:** Um die Diskussion um die Anleihekäufe korrekt zu verstehen, sollten Sie beachten, dass es sich jeweils um **zusätzliche** Käufe – also eine weitere Ausweitung der Geldmenge – handelt. Werden Anleihen endfällig, so erwirbt die EZB von dem rückfließenden Geld zeitnah neue Anleihen. Dies wird in der kumulativen Betrachtung gut deutlich (siehe nachfolgende Abbildung).



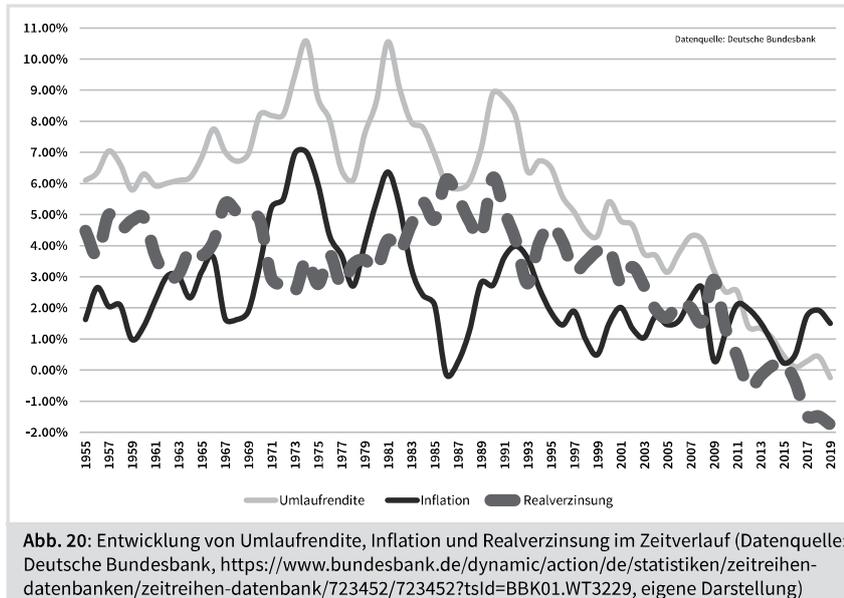
Bitte beachten Sie, dass die Grafiken der EZB in englischer Sprache dargestellt sind, es handelt sich also hier nicht um 2.800 Billionen, sondern um 2.800 Milliarden – oder 2,8 Billionen Euro –, was immer noch eine Menge Geld ist.

Da die Interpretation solch großer Zahlen stets schwerfällt, hier zwei Vergleichswerte: Das unverzinsliche Geldvermögen der Deutschen betrug zum Jahreswechsel 2019/2020 rund 2,5 Billionen Euro (vgl. Kapitel 5.2) und der Maximalstand der deutschen Target-2-Forderungen an die EZB knapp 1 Billion Euro.

#### Direkte Folgen der Niedrigzinspolitik

Die unmittelbaren Folgen des sukzessiven Anleihe-Aufkaufs sowie ergänzender geldpolitischer Maßnahmen lassen sich gut an der Entwicklung der Umlaufrendite erkennen.

### 3.3 Das Ende positiver Zinsen – Null ist nicht die kleinste Zahl

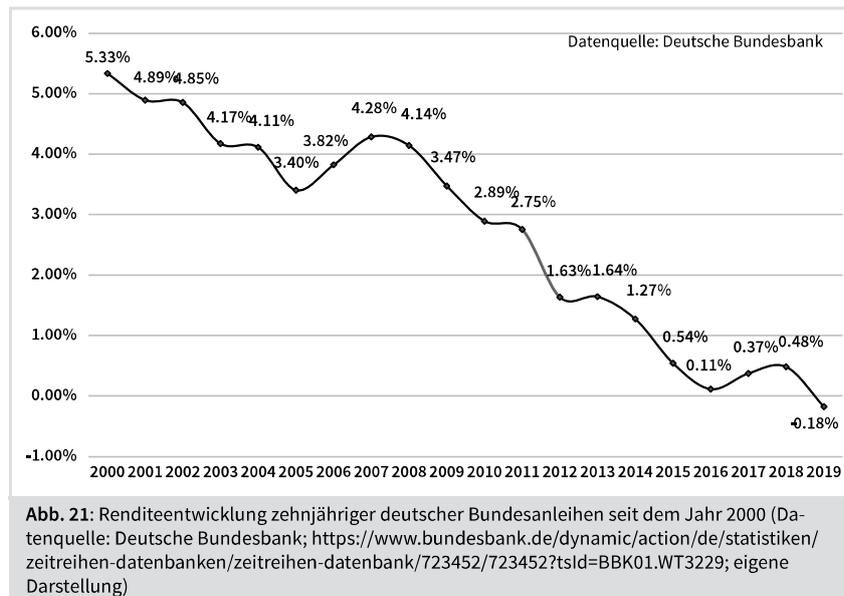


Parallel zur Umlaufrendite (graue Funktion) wurden die Inflationsrate (schwarze Funktion) sowie die Realverzinsung vor Steuer (gepunktete Linie) ausgewiesen. Einerseits wird erkennbar, dass seit der Euro-Einführung sowohl die Umlaufrendite als auch die Inflationsrate – unter Schwankungen – immer weiter gefallen sind. Andererseits wird jedoch auch erkennbar, dass die Tendenz zu sinkenden Inflationsraten und sinkenden Umlaufrenditen bereits seit den achtziger Jahren und damit weit vor der Euro-Einführung begann. Dies könnte ein Hinweis auf eine nachlassende Wachstumsdynamik sowie die Auswirkungen einer veränderten Bevölkerungsstruktur und Alterspyramide sein – ein weiteres Indiz dafür, dass die häufig zu hörenden Schuldzuweisungen in Richtung Geldpolitik nur die halbe Wahrheit sind. Es könnte also sein, dass die Geldpolitik vor allem auf veränderte güterwirtschaftliche Verhältnisse reagiert.<sup>47</sup>

Für einen ergänzenden Blick auf die Entwicklung der Zinsen im langfristigen Laufzeitenbereich wird traditionell die zehnjährige Bundesanleihe verwendet. Dies, weil die deutsche Bundesanleihe als bonitätsstärkste Staatsanleihe in der Eurozone gilt

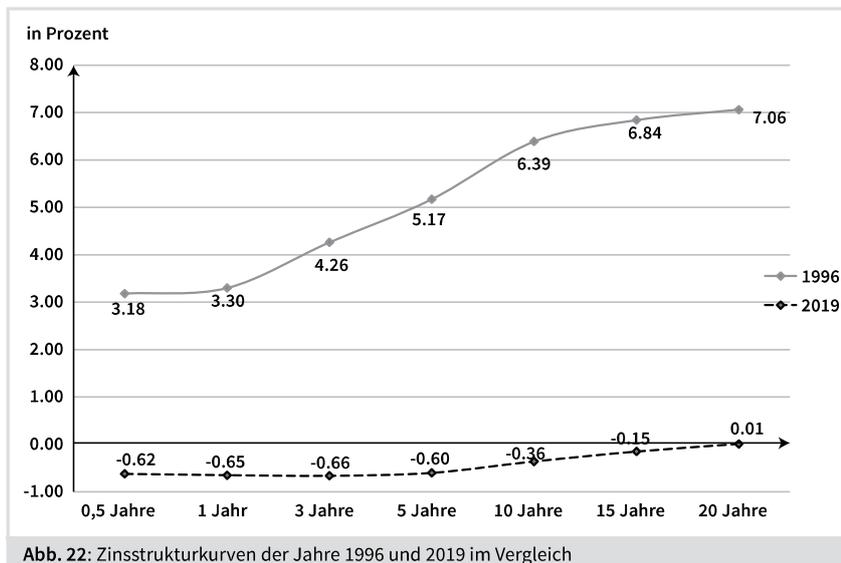
### 3 Harte Fakten

und somit die geringste Bonitätsprämie enthält. Nachfolgend der Verlauf seit dem Jahr 2000:



Renditen um bzw. leicht unter Null für eine zehnjährige Laufzeit lassen sich nicht allein durch die Anleihekäufe der EZB erklären, sondern sind auch ein Indiz für die durchschnittliche Zinserwartung langfristig orientierter Marktteilnehmer. Mit anderen Worten: Würde ein großer Teil der Marktteilnehmer erwarten, dass es sich nur um ein kurzfristiges Zinstief handelt, so wäre der Renditeabstand zwischen kurzen und längeren Anleihelaufzeiten größer. Die sogenannte Zinsstrukturkurve wäre steiler.

Die nachstehende Abbildung zeigt die Zinsstrukturkurven im November der Jahre 1996 und 2019 in der direkten Gegenüberstellung.



Bemerkenswert an der aktuellen Zinsstrukturkurve (gestrichelte schwarze Linie) sind nicht nur die negativen Zinssätze bei kurzen Laufzeiten, sondern die extreme Flachheit, d. h. das Fehlen von sogenannten Laufzeitprämien, also einer vom Markt gebotenen Mehrverzinsung dafür, dass Anleger eine längere Bindungsdauer eingehen. Die sich hieraus ergebenden Folgen für das Geschäftsmodell der Kreditinstitute werden nachstehend in Kapitel 3.4 näher erläutert. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Niedrigzinspolitik der EZB eine prinzipiell sachdienliche Reaktion auf güterwirtschaftliche und demografische Probleme der Eurozone ist, durch ihre Nebenwirkungen jedoch gleichzeitig eine Vielzahl neuer Probleme schafft.

### 3.4 Folgen der Null- und Negativzinspolitik

#### Kann es sein, dass die Medizin schlimmer als die Krankheit ist?

Es fällt den meisten Bürgern schwer, sich vorzustellen, in wie viele unterschiedliche Bereiche das Phänomen Nullzins oder Negativzins letztlich hineinwirkt, da die Aufmerksamkeit fälschlicherweise primär auf den **nominellen** Verzinsungen von Spar- und Geldmarktkonten liegt. Dies ist zwar die offensichtlichste, aber keineswegs die