



## KAPITALMÄRKTE

# Gefährliche Abhängigkeit

*Philipp Vorndran*

**Negative Zinsen sind ein Ausdruck von Verrücktheit. Heute versuchen Unternehmen, ihre Steuern so schnell wie möglich beim Finanzamt abzuliefern, weil zu viel Geld auf dem Konto bedeutet, mit Strafzinsen belastet zu werden. Verrückt ist auch, dass der Staat – und mittlerweile auch verschiedene Großkonzerne – Geld für das Schuldenmachen bekommen.**

Für viele Menschen scheint dieser Zustand mittlerweile völlig normal! In einer Sonntagszeitung war kürzlich zu lesen, dass die Auffassung, nach der ein negativer Zins Ausdruck von Verrücktheit ist, inzwischen weitgehend überwunden sei. Tatsächlich sind negative Zinsen ein Novum in der Geschichte. Seit es schriftliche Überlieferungen gibt – also rund 5.000 Jahren – war der Zins niemals negativ. Das Argument, die hohe Verschuldung in den entwickelten Ländern bremsen das Wirtschaftswachstum, erklärt zwar ein niedriges Zinsniveau, nicht aber ein negatives. Gewöhnlich treiben hohe Schulden den Zins sogar in die Höhe – weil die Kreditwürdigkeit des Schuldners leidet. Nicht aber in der Welt der Notenbanken.

Und da wären wir beim wahren Grund für die Minuszinsen, der Geldpolitik. Eine Politik, von der die Zentralbanker glauben, sie könne auf Knopfdruck Inflation erzeugen und das Wirtschaftswachstum ankurbeln. Heute sind die Notenbanker mächtiger als viele Regierungschefs. Es scheint, sie verstehen sich nicht mehr nur als Hüter der Geldwertstabilität, sondern zunehmend als zentrales Steuerungsorgan für Wirtschaft (Wohlstand) und Finanzmärkte (Stabilität). Ihr Aufgabenfeld ist immer größer geworden. Sie haben es selbst erweitert.

Niemals waren die Finanzmärkte derart abhängig von den Notenbanken, was wiederum deren Handlungsspiel drastisch einschränkt. Die Zentralbanken können praktisch nur noch das tun, was die Finanzmärkte von ihnen erwarten, ansonsten droht ein Kollaps. Ein Teufelskreis.

Dennoch lassen die Notenbanker keine Zweifel am Erfolg und der Richtigkeit ihres Tuns. „Unsere Maßnahmen sind effektiv, sie tragen zur Erholung der Wirtschaft sowie zur Verbesserung des Arbeitsmarkts bei“, sagte Mario Draghi, der Chef der Europäischen Zentralbank (EZB), kürzlich vor dem Deutschen Bundestag. Tatsächlich ist die EZB Gefangene ihrer eigenen Politik. Genauso die US-Notenbank Federal Reserve (Fed). Die hat zwar im vergangenen Dezember eine kleine Zinserhöhung gewagt.

Die angekündigte Zinswende ist jedoch ausgeblieben. Mehr als alle anderen Notenbanken muss die Fed die globalen Konsequenzen ihrer Politik bedenken. Darunter leidet ihre Glaubwürdigkeit. Die Zinsprognosen der Mitglieder des Fed-Offenmarktausschusses („Dot Plots“) sind der Beleg. Seit Jahren liegen sie meilenweit daneben. Die Bank of Japan (BoJ) wiederum legt Planziele fest, die den früheren Sowjet-Planern zur Ehre gereicht hätten. Die Bank of England (BoE) muss möglichen Konsequenzen eines Brexits vorbeugen und die EZB nebenbei auch noch den Euro retten.

Einen Erfolg dürfen sich die Notenbanken aber zuschreiben: Mit ihren gigantischen Hilfen lindern sie die Finanznot der hochverschuldeten Staaten. Fallende Zinsausgaben eröffnen neue finanzielle Möglichkeiten und mindern den Druck, schmerzhafteste Strukturreformen umsetzen zu müssen. Und das ist noch nicht alles. Ein Schelm ist, wer in den massiven Anleihekäufen auch eine innovative Form der Staatsentschuldung sieht.

Japan erweist sich auch hier als Vorreiter. Die BoJ besitzt heute bereits 39 Prozent der Zentralstaatsanleihen und damit 32 Prozent der gesamten Staatsverschuldung. Berücksichtigt man diesen „Eigenbestand“, beträgt Japans Staatsschuldenquote „nur“ noch 171 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und damit deutlich weniger als die offiziell ausgewiesenen 250 Prozent. Ende 2017 wird die Staatsschuldenquote dann voraussichtlich nur noch 158 Prozent betragen. Wenn die BoJ so weitermacht, kann sich der japanische Staat praktisch selbst entschulden. Diese Form der „Schuldentilgung“ könnte auch von Baron Münchhausen oder Charles Ponzi erdacht worden sein.

### **Die Schweizer kaufen Aktien**

Die BoJ baut aber nicht nur den Schuldenberg Japans ab, sondern ist auch zum Staatsfinanzier der letzten Instanz geworden. So kann z.B. ein großes Magnetschwebbahnprojekt von Tokio nach Osaka umgesetzt werden, weil die Finanzierung praktisch nichts mehr kostet. Das könnte man auch als Helikoptergeld bezeichnen, obwohl es in diesem Fall der Bahn zugutekommt. An dieser Stelle hätten wir noch vor wenigen Jahren den Einwand erhoben, dass eine derart offensichtliche Form von Staatsfinanzierung und Entschuldung zu einem massiven Vertrauensverlust der Menschen in die Währung führen würde. Dem ist aber nicht so – im Gegenteil. Der japanische Yen hat in diesem Jahr im Vergleich zu allen anderen bedeutenden Weltwährungen deutlich an Wert gewonnen.

Offensichtlich gibt es einen Gewöhnungseffekt. So wie negative Zinsen zunehmend als normal bezeichnet werden, scheint es auch niemanden mehr zu stören, dass die Notenbanken den Staaten die Schulden abkaufen. Bemerkenswert ist allerdings, dass ausgerechnet eine Notenbank erkannt hat, dass es Zeit wird, sich auf die langfristigen Folgen der Gelddruckerei vorzubereiten. Bezeichnenderweise handelt es sich dabei um eine Notenbank, die – relativ zu ihrer Größe – bislang am meisten Geld gedruckt hat: die Schweizerische Nationalbank (SNB). Um am Tag der Wahrheit nicht nur Staatsanleihen im Depot zu haben, die der Inflation schutzlos ausgeliefert sind, kauft die SNB Aktien.

Um zu vermeiden, dass der Schweizer Franken weiter aufwertet, hatte sie in den vergangenen Jahren riesige Mengen an Euro und US-Dollar gekauft, damit vorzugsweise Staatsanleihen



geordert. Die Bilanzsumme der SNB ist seit Ende 2010 von 270 auf heute 690 Mrd. CHF gestiegen. Mittlerweile gilt die SNB als achtgrößter öffentlicher Investor in der Welt (nach den großen Staatsfonds). Bei vielen Großkonzernen zählt sie heute zu den bedeutendsten Anteilseignern. Im Gegensatz zu Staatsfonds kann eine Notenbank aber Geld drucken, also praktisch aus dem Nichts schöpfen. Sie benötigt dazu keine Steuereinnahmen – und auch kein Öl, das sie veräußert, um Aktien kaufen zu können. Ein Knopfdruck oder ein Telefonat genügen, und die SNB schreibt dem Verkäufer der Aktien den Betrag auf dessen Konto (bei der SNB) gut.

Das alles geschieht offiziell mit dem hehren Ziel, die Aufwertung des Franken zu begrenzen und die erworbenen Euro und US-Dollar sinnvoll anzulegen. Dass die Schweizer sich nicht darüber beschweren, ist allzu verständlich. Anteile an global führenden, produktiven Unternehmen sind langfristig unseres Erachtens eine wesentlich bessere Anlage als nahezu unverzinsten Anleihen.

---

**Rechtlicher Hinweis:**

**Dieses Dokument dient unter anderem als Werbemitteilung.**

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen der Flossbach von Storch AG zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung der Flossbach von Storch AG wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück. Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung. Aussagen zu steuerlichen oder rechtlichen Themen ersetzen nicht die fachliche Beratung durch einen steuerlichen oder rechtlichen Berater. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen, deren Nationalität, Wohnsitz oder sonstigen Umstände den Zugang zu den darin enthaltenen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Präsentation unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

© 2016 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

