

## Epochale Niedrigzinsen

Für den Erfolg einer Wirtschaft spielt die Allokation von Kapital eine entscheidende Rolle. Fehlallokation führt zu Ineffizienz, während kluge Allokation Wachstum und Produktivität steigert.

Die üblichen Kapitalquellen lauten Fremd- und Eigenkapital. Klassisches Beispiel für Fremdkapital ist der Bankkredit. Die Konditionen für Bankkredite hängen wesentlich von der Bonität des Schuldners und der Zinsstrukturkurve am Zinsmarkt ab. Die Europäische Zentralbank (EZB) fühlt sich seit der großen Finanzkrise 2007-2009 für die Steuerung der Zinsstrukturkurve verantwortlich. Ihr Wunsch war und ist es unter anderem, durch historisch niedrige Zinsen entlang der gesamten Zinsstrukturkurve die Kreditvergabe an die Wirtschaft anzuregen, um so für wirtschaftliche Dynamik zu sorgen.

Tatsächlich wurde die Kreditvergabe in der Eurozone bislang nicht in dem Umfang ausgeweitet, wie klassische ökonomische Modelle dies erwarten ließen. Es spricht manches dafür, dass der Zins seine Lenkungsfunktion für die Kapitalallokation zurzeit eingebüßt hat. Man erkennt dies vor allem am Verhalten der Sparer, welches sich trotz negativer Realzinsen kaum verändert hat. Hohe Zuflüsse in Zinsprodukte zeugen

vom fanatischen Festhalten an traditionellen Spargewohnheiten. Im Sinne kluger Kapitalallokation ist dieses Verhalten für die Wirtschaft nicht günstig: Angesichts der negativen realen Renditen führen die Zinsanlagen zu Kaufkraftverlusten, die für eine geschmälernte künftige Konsum-



nachfrage sorgen. Andererseits hilft das unbeeindruckte Festhalten an Zinsprodukten der EZB, ihre ultralockere Geldpolitik zum Dauerphänomen werden zu lassen. Denn solange die Anleger keine höheren Zinsen verlangen, können die Emittenten problem-

los Anleihen mit Minikupons am Markt platzieren. Nehmen wir etwa die Bundesrepublik Deutschland, deren jüngste zehnjährige Anleihe einen Zinskupon von 0,5% aufweist und für heutige Käufer angesichts eines Kurses von 101,91 mit 0,3% vor Kosten und Steuern rentiert (zum Vergleich: die Dividendenrendite des DAX beträgt laut Bloomberg derzeit 2,5%).

Wer kauft diese Anleihen und welches Ziel verfolgen die Käufer dabei? Reale Vermögensmehrung, wie es in den klassischen Modellen zur Kapitalanlage unterstellt wird, kann jedenfalls als Motiv nicht herhalten. Das vermeintlich irrationale Anlageverhalten institutioneller und privater Anleger deutet darauf hin, dass die vielen bestehenden Vorschriften, Gepflogenheiten und Regeln einer ökonomischen Allokation zunehmend im Wege stehen. Solange aber die Nachfrage nach Zinsprodukten nur eine geringe Zinselastizität aufweist, gibt es für die EZB keinen Druck, eine Zinswende einzuleiten. Und die Notenbank hat überdies bereits

mitgeteilt, dass sie selbst noch für das Jahr 2020 mit einem Unterschreiten ihres Inflationsziels von 2% rechnet und deshalb von fortgesetzten Nullzinsen ausgeht.

Höchst rational geht es indes bei den Anleihe-Emittenten zu. Hier dominieren zweckrationale ökonomische Gesetzmäßigkeiten, wie an der starken Emissionstätigkeit privater und staatlicher Anleiheschuldner in den letzten Jahren deutlich abzulesen ist. Kluge Kapitalallokatoren – amerikanische Unternehmen allen voran – nutzen die Ultraniedrigzinsphase zur teilweisen Substitution von Eigenkapital durch billigeres Fremdkapital. Angesichts dieses

Befundes nimmt es nicht Wunder, dass die Zinsmärkte im Volumen heute größer als jemals zuvor sind. Von einem Abbau der hohen Verschuldung, die ja immerhin zur Subprime-Krise und der nachfolgenden großen Finanzkrise geführt hat, kann überhaupt nicht die Rede sein.

Das Erstaunlichste an der Situation ist freilich, dass die Aktienmärkte angesichts der Dauerniedrigzinsen nicht viel höher stehen, als sie es ohnehin schon tun. Der Grenzanleger verhält sich rational und wird, vor die Wahl zwischen Anleihen und Aktien gestellt, auch künftig die Eigenkapitalmärkte präferieren. Unweigerlich

geht die Vermögensschere zwischen Aktien- und Zinsbesitzern weiter auf, solange die Zinsseite sich nicht rational verhält. In Reaktion darauf wird der Staat fortgesetzt versuchen, durch höhere Abgaben und Steuern das Rationalverhalten von Aktieninvestoren zusätzlich zu belasten.

Aus Chicago

Ihr



Dr. Christoph Bruns