

MANUEL AMMANN

Die Zeitbombe der Nullzinsen



Das Jahr 2012 wird nicht als Jahr des wirtschaftlichen Booms in die Geschichte eingehen. Trotzdem haben sich die Börsen hervorragend entwickelt, ebenso die Immobilienpreise in einigen Ländern, insbesondere in der Schweiz. Der Anstieg kann nicht mit dem Wachstum der Unternehmensgewinne oder der Mieterträge erklärt werden; die hielten sich in Grenzen. Die Börsen und Immobilienmärkte angetrieben hat vielmehr eine Geldschwemme beispiellosen Ausmasses der Notenbanken. In der Schweiz sind unter anderem dadurch die Zinsen auf null gefallen. Der Zins ist aber der zentrale Bewertungsmechanismus für alle Anlagen. Sinkt er, müssen zukünftige Coupons, Dividenden und Mieterträge weniger stark abgezinst werden. Folglich steigt der Wert von Obligationen, Aktien und Immobilien. Im Gegenzug fallen die in der Zukunft erwarteten Renditen. Sinkende Zinsen sind deshalb in der Regel gute Nachrichten für Anleger. Gleich bleibend tiefe oder gar Nullzinsen wie in der Schweiz hingegen weniger, denn die Anlagen werfen dann nur noch eine geringe

«Um die gleiche Rendite erwarten zu dürfen, muss man mehr Risiken eingehen»

oder gar keine Rendite mehr ab. Unter Umständen kann diese nicht einmal mehr die Inflation kompensieren.

Bei Tiefstzinsen ist zudem die Gefahr von Fehlallokationen des Kapitals besonders akut. Die aufgeblähten Vermögenswerte und die geringen Zinsen verleiten

Anleger dazu, von risikoarmen Anlagen, welche keinen Zins mehr abwerfen, auf risikoreichere Anlagen umzusteigen, welche zumindest noch eine bescheidene Rendite versprechen. Diese Rendite ist eine Risikoprämie. Um die gleiche Rendite erwarten zu dürfen, muss man bei sinkenden Zinsen immer mehr Risiken eingehen.

Gut möglich, dass auch 2013 nochmals ein gutes Aktien- und Immobilienjahr wird. Doch irgendwann sind die durch sinkende Zinsen erzeugten Aufwertungsgewinne erschöpft. Bei Obligationen in Schweizer Franken ist dieser Punkt heute schon erreicht, denn unter Null können die Zinsen dauerhaft nicht fallen. Bei Aktien und Immobilien besteht möglicherweise noch weiteres Aufwertungspotenzial. Danach winken aber nur mehr geringste Renditen – wenn nicht die Unternehmensgewinne und Mieterträge über Erwarten stark ansteigen. Und sobald die Zinsen wieder steigen, geht die Bewertungsanpassung in die andere, schmerzhaftere Richtung. So angenehm die immer tiefer sinkenden Zinsen bisher für die Anleger waren, so teuer können sie zu stehen kommen.