

Gerhard Massenbauer

NIE WIEDER ZINSEN

Vorwort

Ich habe in den letzten 18 Jahren meiner trendanalytischen Tätigkeit so viel Klarheit über die derzeit aktuellen Entwicklungen und Fakten gewonnen, dass ich es wichtig finde, dieses Buch zu schreiben und dabei dem Satz treu zu sein: *Si tacuisses philosophus mansisses* (»Hättest du geschwiegen, wärst du Philosoph geblieben«, was so viel bedeutet wie: Sprich nur dann, wenn du weißt, dass du mit dem Gesagten höchstwahrscheinlich richtig liegst).

Ich treffe viele Menschen, die spürbare Unsicherheit beklagen. Es erscheint mir wichtig und möglich, einen Anker zu setzen, der eine Orientierung schafft, wo wir heute stehen. So lassen sich Zweifel hoffentlich reduzieren. Viele Ereignisse in der Vergangenheit konnten im Vorfeld auf logischer Basis eingeschätzt und beschrieben werden, bevor sie ihre Wirkung voll entfalteten. »**Der Massenbauer-Ansatz**« (<http://www.gerhardmassenbauer.com/info/ansatz>) hat dies in den Jahren 1998 bis heute konsistent ermöglicht. Der Massenbauer-Ansatz fußt auf folgender Annahme: **Die Erkenntnis über Entwicklungen, die gerade beginnen und in der Folgezeit für alle erkennbar werden, ist möglich.**

Ich setze dies seit 1998 um und stelle mit Freude und Verwunderung fest, dass eine neue philosophische Richtung – ein »Neuer Realismus« – diese Erkenntnis seit 2009 ins Gespräch bringt. Tatsächlich hat sich durch den Konstruktivismus, der in den letzten 100 Jahren in der Philosophie vorherrschte, eine unselige Denkweise etabliert. Sie erklärt es für aussichtslos, Entwicklungen korrekt zu beurteilen und ihre Ableitungen richtig einzuschätzen.

Ich beobachte seit 1998 eindeutig die Möglichkeit, Entwicklungen zu antizipieren, weil aus gewissen Parametern die zu erwartenden Folgen ganz logisch ableitbar sind! Zugegeben, der Massenbauer-Ansatz ist keine einfache Methode, die sich in mathematische Modelle pressen lässt, sondern eine situativ-reaktive, breit gefächerte Analysehaltung, die ein ungewöhnlich hohes Maß an Reflexion erfordert, eine wirklich breite Allgemeinbildung und im Moment der Herausforderung auch die Bereitschaft, eigene Erfahrungssätze über Bord zu werfen. Jede einzelne Eigenschaft ist dabei zwingend notwendig. Diese dürften nur wenige Menschen mitbringen. Es gibt weltweit nur wenige, die nachhaltig und überprüfbar dazu in der Lage sind.

Mein Buch enthält drei wesentliche Abschnitte:

Im ersten Teil (Kapitel 1–4) geht es darum, die Grundlagen/Prämissen der Analyse darzustellen, von der die darin zugrunde gelegten Annahmen ausgehen.

Im zweiten Teil (Kapitel 5–7) wird intensiv über Änderungsnotwendigkeiten nachgedacht, die ein erfolgreiches und positives Zukunftsszenario ermöglichen. Die Aussicht auf eine positive Zukunft ist gesellschaftlicher Kitt und hilft dabei, friedlich zu koexistieren.

Der dritte Teil (Kapitel 8–10) bietet eine konkrete Betrachtung der wesentlichen Anlageklassen und ihrer Funktionsweise im Zusammenhang mit der Kapitalmarktgleichung, die sich aus *Nie wieder Zinsen* ergibt.

Dankwort an meinen Koautor

Michael Kordovsky vereint Sachkenntnis mit Integrität – ein Umstand, der es mir leicht machte, ihn als Koautor auszuwählen. Dass er sich bereit erklärte, dieses Buch mit mir gemeinsam zu schreiben, ehrt und freut mich. Er komplettierte diese Arbeit mit inhaltlichen und formalen Einwänden und unterstützte mich maßgeblich bei der Recherche zu einigen wichtigen Fakten.

Wichtige Hinweise zum Lesen dieses Buchs

Die Passagen in der »Ich-Form« sind Aussagen des Autors, Gerhard Massenbauer. Michael Kordovsky lieferte indessen Beispiele, Zahlen, Daten und Fakten sowie diverse ergänzende Impulse aus seinem eigenen Erfahrungsschatz.

Wo stehen wir? Wo beginnen wir in diesem Buch?

Die heutige Lage ist nicht innerhalb weniger Jahre entstanden, sondern das Produkt einer jahrzehntelangen Entwicklung von Steuerung und Fehlsteuerung. In vielen wirtschaftlichen, rechtlichen und gesellschaftlichen Bereichen haben wir Extremzustände erreicht. Es entstehen laufend neue Faktoren, die auf diese Extremzustände treffen, diese noch extremer werden lassen, sie abschwächen oder zumindest für einige Zeit in den Hintergrund drängen.

Diese Faktoren zu erkennen und in ihrem Zusammenspiel einigermaßen korrekt zu beurteilen, ist möglich, entgegen dem weitverbreiteten, aber falschen Urteil, dass Entwicklungen nicht rechtzeitig korrekt eingeschätzt werden können.

Dieses Buch ist eine Hilfestellung für die Zukunft

Wir müssen akzeptieren, dass wir zumindest eine längere Pause in der Entwicklung und Ausdehnung unseres Wohlstands erleben könnten.

Ich schreibe dieses Buch auch in dem Bewusstsein, viel Widerspruch zu ernten und damit dem einen oder anderen zu nahe zu treten. Dies tue ich nicht aus Freude am Widerspruch oder gar als Akt der Aggression, außer im wortwörtlichen Sinn (*aggredi* = auf jemanden zugehen): Ich gehe auf Sie zu, nicht in Kampf Stimmung, sondern zum Austausch. Meine Vergangenheit als Trendbruchanalyst bestätigt Realismus und dokumentiert meine fehlende Neigung zur Panikmache. Wenn ich die eine oder andere Entwicklung aufzeige, die Sie als düster empfinden, betrachten Sie sie als realistisches Sze-

nario, auf das Sie sich ab sofort einstellen können. Diese Einflussmöglichkeit, sich vorbereiten zu können, sollte eigentlich beruhigend wirken.

Es ist besser, zu wissen, womit man es zu tun hat, und keiner Überraschung zu unterliegen, als hilflos zuzusehen, wenn ein ungewollter Zustand sich manifestiert.

Einladung zur Widerlegung

Dieses Buch ist auf Grundüberlegungen aufgebaut, die ich zu Beginn offenlege. Wer meine Schlussfolgerungen kritisieren will, ist herzlich dazu eingeladen, das zu tun. Ich lerne gern dazu. Allerdings ist Kritik nur dann sinnvoll, wenn sie bei den Prämissen (Grundüberlegungen) ansetzt, da sie andernfalls zur Diskussion inhaltlich nichts beizutragen vermag. Nur das Ergebnis abzulehnen, weil es einem nicht gefällt, ist erkenntnistheoretisch wertlos. Es handelt sich dabei nicht um echte Kritik, sondern um eine Tirade.

Kritik nehme ich ernst, Tiraden amüsieren mich bestenfalls.

Verständlichkeit ist wichtiger als Wissenschaftlichkeit

Menschen, die nichts zu sagen haben, kleiden ihre Aussagen gerne in eine Form, die nicht allgemein verständlich ist. Mein Ziel ist es, so gut wie möglich verstanden zu werden. Dazu soll eine grundlegende humanistische Bildung verbunden mit einem Quantum an Aufmerksamkeit genügen. Komplexe Fachbegriffe versuche ich zu vermeiden. Manche Begriffe werden sich allerdings nicht vermeiden lassen. Diese erkläre ich so gut wie möglich direkt dort im Text, wo ich sie verwende. So möchte ich Ihnen auch mühseliges Blättern in einem Glossar ersparen.

In meinem beruflichen Leben habe ich mir bestimmte Leitlinien angeeignet, denen ich folge. Diese sind:

- Wer den Dingen auf den Grund gehen will, muss sich grundlegend mit ihnen auseinandersetzen. Wer glaubt, es genüge, sich nur oberflächlich damit zu befassen, täuscht sich gründlich.
- Einfache Schlussfolgerungen, die sich als richtig erweisen, gründen auf sehr vielen und zum Teil gewachsenen Grundüberlegungen. Am Ende sind es aber nur wenige Beweggründe, die Stein des Anstoßes sind.
- Wer einseitig denkt, kann die Vielfalt des Lebens nicht begreifen.
- Die Hoffnung ist das letzte Übel aus der Büchse der Pandora. Wer glücklich leben will, muss grundlegende Ziele formulieren und diese mit großem Eifer verfolgen. Wer scheitert, hat das falsche Ziel gewählt oder es auf ungeeignete Weise zu erreichen versucht. Seine Ziele alleine auf Hoffnung zu gründen, führt zum Scheitern.
- Wer nicht fragt, bleibt dumm.
- Menschliches Verhalten ist, wenn es um Geld geht, von Angst getrieben – Angst, Geld zu verlieren, oder Angst, eine Gelegenheit zu verpassen (= Gier). Weil Ängste nicht einfach entstehen, sondern auf Ereignissen gründen, die wir beobachten können, sind sie auch maßgeblich, um das Verhalten von Marktteilnehmern einschätzen zu können. Je extremer eine Ausgangslage ist, desto leichter ist es zu erkennen, in welche Richtung die Angst der Marktteilnehmer diese treibt.
- Erkenntnis ist möglich. Nur wer daran glaubt, wird Fortschritte erzielen können. Wer diese Einsicht verweigert, ist zu feige, zu faul oder einfach nicht klug genug. Jeder kann entscheiden, wo er steht und worin seine Motive liegen.

Welches Ziel verfolge ich mit diesem Buch?

Wie wir alle wissen, wurden in der Vergangenheit sehr viele Entwicklungen von der Masse der »Experten« entweder nicht vorhergesehen oder in katastrophaler Weise unterschätzt.

Manche Analysten trafen hin und wieder, nur sehr wenige immer wieder den Kern der Problematik oder auch der Chance, die eine Entwicklung in sich barg. Was für mich zudem fast schon ärgerlich ist, ist der Umstand, dass viele Experten ihre Schlussfolgerungen zum Besten geben, dies auch einigermaßen begründen, aber selten die Grundlagen aufschlüsseln, wie sie zu ihren Folgerungen kommen. Ich betrachte das nicht als sehr redlich, weil damit der Idealisierung Tür und Tor geöffnet sind. Vor allem aber kann man Ableitungen (logische Schlüsse) nicht hinterfragen, wenn die Grundannahmen, über die man dazu gelangte, nicht offengelegt werden. Ich habe mich bemüht, dies in meinem Buch anders zu machen. Sie lesen in den ersten sieben Kapiteln, worum es geht und woraus ich meine Aussagen ableite. Ich beziehe mich dabei auf belastbare Fakten, die, wie sich am Ende erweist, in einem Sinnzusammenhang stehen, der sich logisch nachvollziehbar ergibt. Ab Kapitel 7 komme ich dann zum Hauptteil des Buchs: Hier zeige ich Ihnen, wie Sie in der heutigen Zeit noch Rendite erzielen können.

Ich gehöre zu jenen, die immer wieder richtig auf Entwicklungen hingewiesen haben. Nach fast 20 Jahren konsistenter Arbeit in diesem Bereich erscheint es sinnstiftend, darauf besonders hinzuweisen und diese Analysearbeit auch zur Verfügung zu stellen:

- Es stehen uns sehr viele große Entwicklungen bevor, die nur dann zu meistern sein werden, wenn man entschlossen und zeitgerecht (nicht zu früh, nicht zu spät) handelt.
- Viele Informationsträger bringen nur Nachrichten, also Informationen, über die im *Nachhinein* (»hergerichtet«) ein passender Bericht gestrickt wird. Danach zu handeln, was man in der

Zeitung liest oder im Fernsehen hört, ist demgemäß nicht nur nutzlos, sondern in bewegten Zeiten sogar schädlich, weil die Information aus diesen Medien mit einer deutlichen Zeitverzögerung beim Konsumenten eintrifft.

- Ich biete eine klare Grundlage für Entscheidungen, die in die Zukunft reichen: Die Nullzinsen und Negativzinsen sind die Basis für die Folgen von Investitionen, die ohne massiven Aufwand und Bewegung (Innovation) keinen positiven Ertrag erbringen können. Wer diese Prämisse nicht teilt und sich nicht ihr gemäß verhält, **kann in Zukunft kein Geld verdienen**. Diesen Zusammenhang – bei 0 % Zinsen kann man ohne Aufwand und Risiko kein Geld verdienen – zu erklären, ist die Hauptaufgabe dieses Buchs. Negative Zinsen führen logischerweise zu negativen Investitionserträgen. Im Grunde ist das gar nicht so schwer zu verstehen.
- Es geht mir darum, grundlegende Zusammenhänge aufzuzeigen und weitverbreitete Irrtümer zu beleuchten.
Warum ist das Zinsniveau nicht nur wichtig für die Wertentwicklung von Anleihen, sondern auch von Liegenschaften? Warum sind heute beide als sicher geltende Investitionsarten nur noch »zinsloses Risiko«?
Warum steigen Anleihenurse, wenn die Zinsen fallen? Warum fallen sie, wenn die Zinsen steigen?
Warum steigen Immobilienpreise, wenn die Zinsen fallen? Warum fallen sie, wenn die Zinsen steigen?
- Wenn negative Zinsen negative Investitionserträge nach sich ziehen, ändert sich unglaublich viel. Eine ruhige Hand bei Investitionen (gründlich überlegen, entscheiden, investieren und sich nach einer gewissen Zeit über die Erträge freuen) ist Geschichte. Eigene Bewegung nach Überlegung und ständige Aufmerksamkeit im Hinblick auf die kleineren und größeren Erschütterungen im System werden die einzige Möglichkeit sein, Anlageerfolge zu erzielen.
- Ich möchte meine Leser dazu motivieren, die Augen offen zu halten und sich mit Fragen der Gesellschaft, der Wirtschaft

und des Rechts aktiv auseinanderzusetzen. Wir werden sehr viele Veränderungen erleben, und viele davon werden uns mit falschen Motiven oder Begründungen nähergebracht werden. Nicht alle Institutionen wollen uns jederzeit die Wahrheit sagen! Diese Umbrüche werden in unser Leben eingreifen und dann auch Folgen zeigen. Sie haben es für sich in der Hand zu entscheiden, wie weit diese Folgen Sie treffen, wie sehr diese Veränderungen Ihr Leben günstig oder ungünstig beeinflussen können. **Bewusstsein** ist der Schlüssel zum persönlichen Erfolg. **Logisch denken** kann jeder – das Problem für die meisten ist die richtige Festlegung der Grundlagen (= Prämissen). Dieses Buch soll dabei helfen, mit (Vor-)Urteilen aufzuräumen, die ein realistisches Denken behindern.

Falls Sie bereits dieses Vorwort herausfordernd finden: Das Leben wird uns künftig sehr viel mehr abverlangen als ein bisschen Denkarbeit. Viel Freude beim Lesen dieses Buchs!

Vorwort des Koautors Michael Kordovsky

Ich kenne Gerhard Massenbauer seit 2007 persönlich. Schon damals fiel er durch eine Reihe von Aussagen jenseits des Mainstreams auf. Früh warnte er auch vor den Gefahren der Finanzkrise 2008/2009, und zur rechten Zeit riet er wieder zum Einstieg. Anfangs war ich sehr skeptisch gegenüber seiner unkonventionellen Denkweise. Doch ich habe seine Aussagen und Trendwechsellsignale über einen mehrjährigen Zeitraum verfolgt und war positiv überrascht. Seine Analysen erschienen mir von Tag zu Tag plausibler. Ich fasste Vertrauen, investierte sogar in den von ihm gemanagten Fonds CENSEO Variabel und begann eine konstruktive Zusammenarbeit mit ihm.

Eines Tages kam er auf die Idee, seine These der Kapitalmarktgleichung als Konsequenz aus der Nullzinspolitik der Notenbanken in Buchform zu Papier zu bringen. Als langjähriger Finanzjournalist, Autor diverser Studien und Koautor mehrerer Fachbücher war ich von dieser Idee begeistert. Deshalb habe ich Gerhard Massenbauer bei der Umsetzung und Gestaltung der Publikation gerne aktiv unterstützt.

DIE KAPITALMARKT- GLEICHUNG

Die Kapitalmarktgleichung ist eine einfache, aber treffende Beschreibung dessen, was wir in den letzten Jahren ohnehin festgestellt haben. Man spricht von »blutleerem Wachstum« oder beklagt: »Das Geldmengenwachstum kommt in der Wirtschaft nicht an.« »Die Geldschwemme schafft keine Arbeitsplätze.« Das sind Tatsachen. Die Kapitalmarktgleichung beschreibt die Ursachen und die darauf folgenden Entwicklungen!

o % Zinsen + o % Investitionsneigung + o % Wirtschaftswachstum => o % Anlageertrag – Kosten – Inflation

Die Kapitalmarktgleichung in Worten

Wenn die Zinsen langfristig niedrig sind, geht die Neigung, Investitionen zu tätigen, in der Gesamtwirtschaft deutlich zurück oder behindert deren wirtschaftlichen Erfolg. Das wiederum schwächt das Wirtschaftswachstum. Wer in diesem Umfeld Geld anlegen will oder muss, wird vor diesem Hintergrund keine sicheren Kapitalanlagen finden, in die er investieren kann. Auch die risikoreichen Kapitalanlagen werden auf längere Sicht keinen Ertrag abwerfen, obwohl sie mitunter stark schwanken und dabei auch Ausschläge nach oben zeigen.

Wir haben einen Punkt in unserer Zivilisation und in unserem Wirtschaftssystem erreicht, der eine Grundlage für diese Gleichung bietet. Aus einer umfassenden Betrachtungsweise heraus ist

kein anderer Schluss möglich als der, dass diese Aussage wahr ist. Wer kein Risiko eingeht und nicht dazu bereit ist, seine Vermögenswerte zu bewegen (zu kaufen und zu verkaufen), wird keine Erträge erzielen, wenn die Zinsen nicht noch tiefer sinken. Es gibt einfach keine nachhaltigen Gewinne zu erzielen, die mit einer Kaufen-und-Halten-Strategie zu erreichen sind.

KAPITEL I

DIE ZINSEN

Das Zinsniveau liegt in allen westlichen Volkswirtschaften knapp über oder unter 0 %. In einigen Ländern (Deutschland, Dänemark, Schweiz, Japan) sind die kurz- und mittelfristigen Zinsen sogar negativ. Das ist nicht normal und verstößt gegen das jahrtausendealte Grundverständnis des Geldwesens. An dieser Stelle sollte man sich einmal fragen: **Was bedeutet Zins?**

Zins ist das Entgelt für das Ausleihen von Geld. Wer sich Geld leiht, zahlt also mehr zurück, als er ausleiht. Bei **negativen Zinsen** bekommt derjenige Geld, der sich welches ausleiht.

1.1 ZINSEN AUS HISTORISCHER PERSPEKTIVE

Bereits 1800 vor Christus existierte mit der Stele des Codex Hammurapi, einer Sammlung von Gesetzestexten aus dem alten Babylon, ein Dokument, das die Höhe der Zinsen regelte. Dieses setzte einen maximalen Zinssatz von 20 % für Silberkredite und $33 \frac{1}{3}$ % für Gerstenkredite fest. Voraussetzung für Kredite in der heutigen Form ist aber das Vorhandensein eines einheitlichen Zahlungsmittels (z. B. Münzen) als Wertmaßstab, sprich eines Geldwesens, das in der griechischen und römischen Antike erst im Aufbau war.

Im 6. Jahrhundert vor Christus führte in Athen der Staatsmann Solon eine neue Währung auf Silberbasis ein. Im 5. Jahrhundert vor Christus begannen weitere griechische Stadtstaaten, eigene Münzen

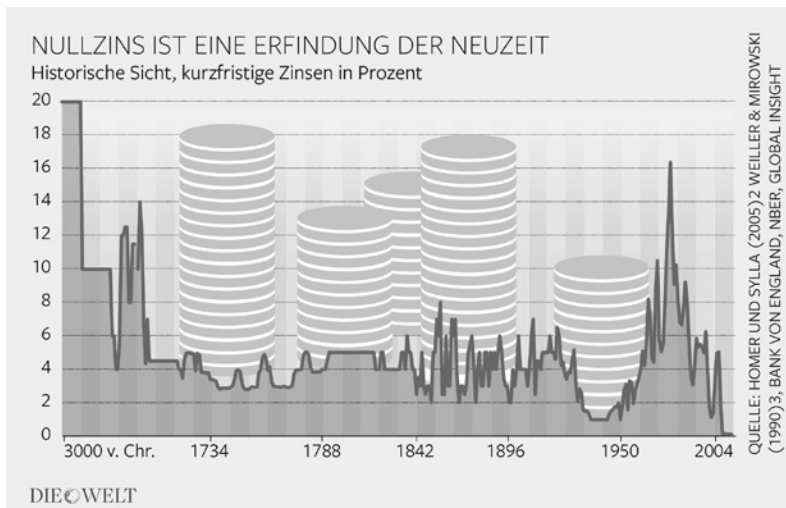
zu prägen. Ein erster Schritt in der Entwicklung des Bankwesens war die Entstehung des Geldwechsler-Berufsstands. Da fremde Händler und reisende Kaufleute zum Einkauf von Waren die jeweils gültigen Münzen als Zahlungsmittel benötigten, waren Geldwechsler erforderlich. Das Einlagengeschäft beschränkte sich noch auf die sichere Verwahrung von Münzen, sodass die ersten Pfandleiher tätig wurden. Kredite waren noch äußerst selten, und aus antiken griechischen Dokumenten geht ein üblicher Zinssatz von 12 % hervor. Im Römischen Reich galten 12 % als Obergrenze. Zinssätze von 6 bis 10 % waren durchaus realisierbar. Diese hohen Zinsen lassen sich damit begründen, dass die Kreditverträge meist zwischen einem Geldverleiher und *einer* Person abgeschlossen wurden. In manchen Fällen vergaben die Verleiher auch Kredite an *mehrere* Personen. Im Gegensatz zu den heutigen Banken mit Tausenden von Kreditkunden waren die Ausfallrisiken sehr hoch, weshalb der hohe Zins als entsprechende Risikoprämie zu verstehen ist.

5000 Jahre lang herrschten höhere Zinsen

Im Mittelalter untersagte die Kirche die Einnahme von Zinsen. Doch man konnte im Prinzip nicht darauf verzichten. Im Gewerbe und Handel war es üblich, dass die Produzenten bzw. Verkäufer von Waren die dafür benötigten Rohstoffe als Kredit bekamen (Tischler erhielten beispielsweise Holz und Schneidern gab man Tücher und Garn). Erst nach dem Verkauf des Endprodukts erfolgte die Rückzahlung des Kredits. Aus Kapitalmangel fand häufig auch ein Warentausch statt. Echte Darlehensgeschäfte führten die Juden ein; im Spätmittelalter bzw. zu Beginn der Renaissance wurde dieses Vorgehen auch von den Lombarden (italienische Kaufleute, die als Bankiers am Niederrhein tätig waren) und dem Bürgertum übernommen. Aufgrund der geringen Verfügbarkeit von Krediten herrschte allerdings ein hohes Zinsniveau vor. 20 % waren um 1200 durchaus üblich, ehe im 14. Jahrhundert 5 bis 10 % folgten, als sich in Norditalien ein funktionierendes Bankwesen etablierte. Dieses ermöglichte in der Renaissance guten Schuldnern die Geldaufnahme zu nur 4 %

Zinsen. In den folgenden Jahrhunderten entwickelte sich bereits ein modernes Bank- und Börsenwesen. Die Zinssätze für Staatsanleihen stabiler Staaten lagen im 18. und 19. Jahrhundert zwischen 3 und 5 %, und das Bürgerliche Gesetzbuch (Deutschland) vom 8. August 1896 legte in § 246 den gesetzlichen Zinssatz auf 4 % fest.

Der Chefökonom der Bank of England, Andrew Haldane, erforschte die Entwicklung des Zinsniveaus über einen Zeitraum von 5000 Jahren hinweg und erstellte auf Basis des gefundenen Datenmaterials ein Zinsdiagramm ab 3000 vor Christus. Dieses enthält die kurzfristigen Zinssätze im jeweils wichtigsten Finanzmarkt. Seine wichtigste Erkenntnis: »Niedriger als heute waren die Zinsen in den letzten 5000 Jahren noch nie.«



Quelle: DIE WELT

Wesentlich häufiger als heute gab es in vergangenen Jahrhunderten lange Perioden gleichbleibender Zinsen. Beispielsweise änderte die 1694 gegründete Bank of England in den ersten 128 Jahren ihres Bestehens ihren wichtigsten Leitzinssatz nur sechs Mal, und zwischen Mai 1719 und Mai 1822 blieb er sogar für 103 Jahre unver-

ändert. Erst mit der Industriellen Revolution kam ab der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts Bewegung ins Zinsgefüge. Die Zin-

Die Nebenwirkungen fehlgeleiteter Geldpolitik aus anthropologischer Sicht

Negative Folgen der ultralockeren Geldpolitik kommen so sicher wie das Amen in der Kirche. Wann immer Menschen in der Vergangenheit unbekannte Maßnahmen ergriffen oder Neuerungen einführten, haben sie Erfahrung gesammelt. Erfahrung ist die Summe aller positiven und negativen Eindrücke zu einer neuen Maßnahme. Nachdem wir bislang fast ausschließlich positive Effekte aus der Einführung von Null- und Negativzinsen erlebt haben, ist die Erwartung, dass diese auch negative Entwicklungen zur Folge haben können, nur folgerichtig. Es ist definitiv zu erwarten, dass die Notenbanken die Folgen ihres heutigen Tuns nicht einschätzen können. Sie tun etwas, zu dem es keinerlei Erfahrungsschätze gibt. Daher muss man die weitere Entwicklung genau beobachten, um systematische Umbrüche rechtzeitig zu erkennen.

sen blieben – trotz starker zyklischer Schwankungen – bis in die 1990er-Jahre hinein teils noch auf relativ hohem Niveau.

Null- und Negativzinsen auf breiter Front sind also ein Präzedenzfall der heutigen Zeit und können als Experiment mit schädlichen Folgen betrachtet werden. Doch auch früher schon gab es erste Vorboten stärkerer Abweichungen von den langjährig üblichen 3 bis 4 % an risikolosem Zins.

Wie kam es zur Entwicklung des Nullzinsniveaus?

Bereits in den letzten 50 Jahren kam es **auf globaler Ebene** zu ganz erheblichen Abweichungen von diesem jahrhundertlang währen-