

No. 506

Volker Brühl, Uwe Walz

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld in Deutschland

The CFS Working Paper Series

presents ongoing research on selected topics in the fields of money, banking and finance. The papers are circulated to encourage discussion and comment. Any opinions expressed in CFS Working Papers are those of the author(s) and not of the CFS.

The Center for Financial Studies, located in Goethe University Frankfurt's House of Finance, conducts independent and internationally oriented research in important areas of Finance. It serves as a forum for dialogue between academia, policy-making institutions and the financial industry. It offers a platform for top-level fundamental research as well as applied research relevant for the financial sector in Europe. CFS is funded by the non-profit-organization Gesellschaft für Kapitalmarktforschung e.V. (GfK). Established in 1967 and closely affiliated with the University of Frankfurt, it provides a strong link between the financial community and academia. GfK members comprise major players in Germany's financial industry. The funding institutions do not give prior review to CFS publications, nor do they necessarily share the views expressed therein.

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld in Deutschland

Ökonomische Effekte auf private Haushalte und ausgewählte institutionelle Investoren

Dr. Volker Brühl, Prof. Dr. Uwe Walz

INHALTSVERZEICHNIS

1. AUSGANGSSITUATION	2
2. NOMINALE UND REALE ZINSENTWICKLUNG: ENTWICKLUNG UND HINTERGRÜNDE	4
2.1 Entwicklung hin zu historisch niedrigen Nominalzinsen	4
2.2 Die langfristige Entwicklung der realen Zinsen.....	12
2.3 Ursachen und Hintergründe.....	16
3. AUSWIRKUNGEN ANHALTEND NIEDRIGER ZINSEN AUF PRIVATE HAUSHALTE	22
3.1 Die Allokation des privaten Geldvermögens in Deutschland.....	22
3.2 Auswirkungen auf die Sparquote und das Konsumverhalten	29
3.3 Auswirkungen auf die Altersvorsorge	32
3.4 Private Haushalte – Vermögenseffekte.....	35
4. AUSWIRKUNGEN AUF INSTITUTIONELLE INVESTOREN	39
4.1 Lebensversicherungen	39
4.2 Banken.....	42
5. FAZIT	45

Arbeitsstand 15.4.2015

1. Ausgangssituation

Seit geraumer Zeit sind die Auswirkungen des anhaltenden Niedrigzinsumfelds Gegenstand der politischen Diskussion und in der breiteren Öffentlichkeit. Sparer erhalten für ihre Einlagen nahezu keine Nominalverzinsung mehr. Die Verzinsung von deutschen Bundesanleihen kurzer und mittlerer Laufzeit ist negativ und erreicht am langen Ende z.B. bei 10-jährigen Bundesanleihen nur sehr geringe positive Werte (vgl. Deutsche Bundesbank (2015)). Unter Berücksichtigung der zwar niedrigen aber dennoch positiven Inflationsrate ergibt sich daraus eine reale Negativverzinsung, so dass sich faktisch bei vielen Anlegern ein Kaufkraftverlust des Nominalvermögens einstellt. Dieser Effekt wird auch als „schleichende Enteignung“ der Sparer bezeichnet. Dieser Umstand hat zu einer inzwischen oftmals recht emotionalen Diskussion über Ursachen und Auswirkungen dieser Faktenlage geführt (vgl. z.B. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2015). Ein wichtiges Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, neben einer sorgfältigen Analyse der gegenwärtigen Situation, Erkenntnisse der wissenschaftlichen Diskussion einzubringen und damit auch zur Versachlichung der Debatte beizutragen.

Die vorliegende Studie untersucht in einem ersten Schritt (Kapitel 2) die Entwicklung der nominalen und realen Zinsen in Deutschland. Dabei werden die derzeitigen Zinsniveaus auch in einen historischen Kontext gestellt. Es wird der Frage nachgegangen, ob wir uns derzeit tatsächlich in einer viel zitierten Ausnahmesituation befinden, oder ob es ähnliche Phasen schon in der Vergangenheit gegeben hat. Die Ergebnisse zeigen, dass die sehr niedrigen bzw. sogar negativen Nominalzinsen in der Tat eine Ausnahme darstellen, dass dies aber mit Blick auf die negativen realen Zinsen (also unter Berücksichtigung der Inflation) nicht gilt. Vielmehr konnte man in der Bundesrepublik Deutschland in der Vergangenheit bereits einige Phasen mit negativen Realzinsen beobachten. In einem zweiten Schritt werden die Ursachen der gegenwärtig niedrigen (Nominal-) Zinsen betrachtet. Es wird gezeigt, dass es neben der weit verbreiteten monetären Erklärung („lockere“ Politik der Europäischen Zentralbank (EZB)) auch sehr profunde realwirtschaftliche Gründe für ein niedriges Zinsniveau gibt. Die Ursachenanalyse macht dabei auch deutlich, dass die Phase niedriger nominaler und insbesondere realer Zinsen mit hoher Wahrscheinlichkeit mittel- wenn nicht sogar langfristig anhalten wird.

Im Anschluss werden im dritten Kapitel die Auswirkungen auf das Spar- und Konsumverhalten sowie die Vermögensentwicklung der privaten Haushalte in Deutschland betrachtet. Dabei ist ebenfalls zu berücksichtigen, dass die geringen Zinsen nicht nur negative Auswirkungen haben, sondern dass davon auch Haushalte, die in einer Schuldnersituation sind oder sich in eine solche begeben (etwa bei einem Immobilienkauf), durchaus profitieren. Dies gilt natürlich auch für die öffentlichen Haushalte, und dies keineswegs nur in den besonders hoch verschuldeten GIIPS-Staaten (Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien), die sich trotz hoher Risikoprämien aufgrund des niedrigen Zinsniveaus über Entlastungen ihrer öffentlichen Haushalte freuen können, sofern sie denn Zugang zu den Kapitalmärkten haben.

Neben den Auswirkungen auf die öffentlichen und privaten Haushalte gibt es vielfältige Auswirkungen des anhaltenden Niedrigzinsumfelds auf institutionelle

Investoren wie Banken, Lebensversicherungen und Pensionskassen. Im vierten Kapitel werden die Implikationen für ausgewählte institutionelle Investoren anhand von Lebensversicherungen und Banken diskutiert. Ein letztes Kapitel fasst die wichtigsten Ergebnisse zusammen.

2. Nominale und reale Zinsentwicklung: Entwicklung und Hintergründe

2.1 ENTWICKLUNG HIN ZU HISTORISCH NIEDRIGEN NOMINALZINSEN

Betrachtet man die historische Entwicklung der nominalen Verzinsung deutscher Staatsanleihen, ist festzustellen, dass man sich gegenwärtig in den unterschiedlichen Laufzeitbändern (10 Jahre, 5 Jahre, 1 Jahr) auf historisch niedrigem Niveau befindet. Abbildung 1 veranschaulicht die Entwicklung der Nominalverzinsung deutscher Staatsanleihen in den betreffenden Laufzeitbändern von Anfang der 1970er Jahre bis 2015. Zwar gab es in Abhängigkeit von der jeweils verfolgten Geld- und Fiskalpolitik und dem konjunkturellen Umfeld hohe Schwankungen bei den nominalen Renditen, aber der Trend geht insbesondere seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 deutlich nach unten. Im Januar 2015 lagen die Renditen deutscher Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 5 Jahren erstmalig im negativen Bereich.

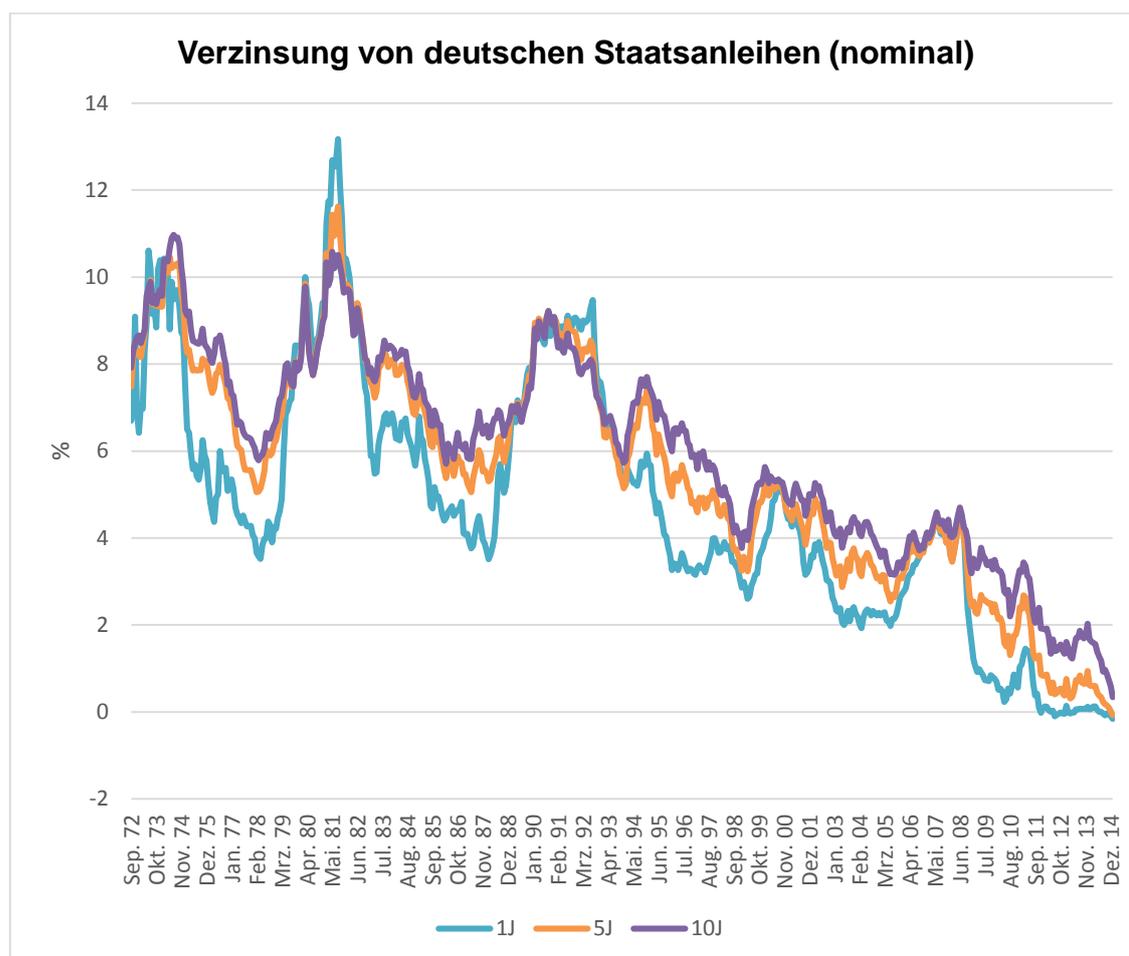


Abbildung 1. Aus der Zinsstruktur abgeleitete Renditen für Bundeswertpapiere mit jährl. Kuponzahlungen, 1972-2014. Restlaufzeiten von 1, 5 und 10 Jahren. Quelle: Deutsche Bundesbank: Zinsstatistik 2014

Die Effekte der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007-2010 (oft als „Große Rezession“ oder sogar als „Zweite Große Depression“, vgl. DeLong (2013) bezeichnet) auf die Verzinsung von Wertpapieren mit geringem (Ausfall-)Risiko sind ausgeprägt. Abbildung 2 zeigt, dass die Verzinsung deutscher Staatsanleihen mit einjähriger Restlaufzeit von durchschnittlich 4,1% p.a. im Jahr 2007 auf einen negativen Wert von -0,16% p.a. im Januar 2015 gesunken ist. Ähnliches gilt für die länger laufenden Anleihen. Die Renditen von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von 5 Jahren sind seit 2007 von 4,2% p.a. auf -0,07% p.a. im Januar 2015 gesunken, während die Bundespapiere mit einer 10-jährigen Restlaufzeit von 4,3% auf unter 0,5% gefallen sind.

In der wissenschaftlichen Diskussion ist es weitgehend unstrittig, dass die Geldpolitik einen maßgeblichen Einfluss auf die kurzfristige Verzinsung in den Geld- und Kapitalmärkten hat, insbesondere bei Laufzeiten von bis zu einem Jahr. Durch verschiedene geldpolitische Maßnahmen sind die Zentralbanken in der Lage, die kurzfristigen Zinssätze am Geldmarkt zu steuern. Besonders deutlich wird dies im Rahmen der sogenannten Taylor-Regel, die die kurzfristigen Zinssätze als Steuerungsinstrument der Zentralbanken in Abhängigkeit von erwarteten Abweichungen vom Inflationsziel und vom gleichgewichtigen makroökonomischen Outputniveau beschreibt (vgl. z.B. Burda/Wyplosz (2012)). Umstritten ist dagegen der Einfluss geldpolitischer Maßnahmen auf die Zinsentwicklung im mittleren bis langfristigen Bereich. Insbesondere die Entwicklung der langfristigen Zinsen wird u.a. von den Inflationserwartungen, der Produktivitätsentwicklung im realen Sektor und der Staatsverschuldung beeinflusst, die teilweise oder ganz außerhalb des Einflusses der Zentralbanken liegen.

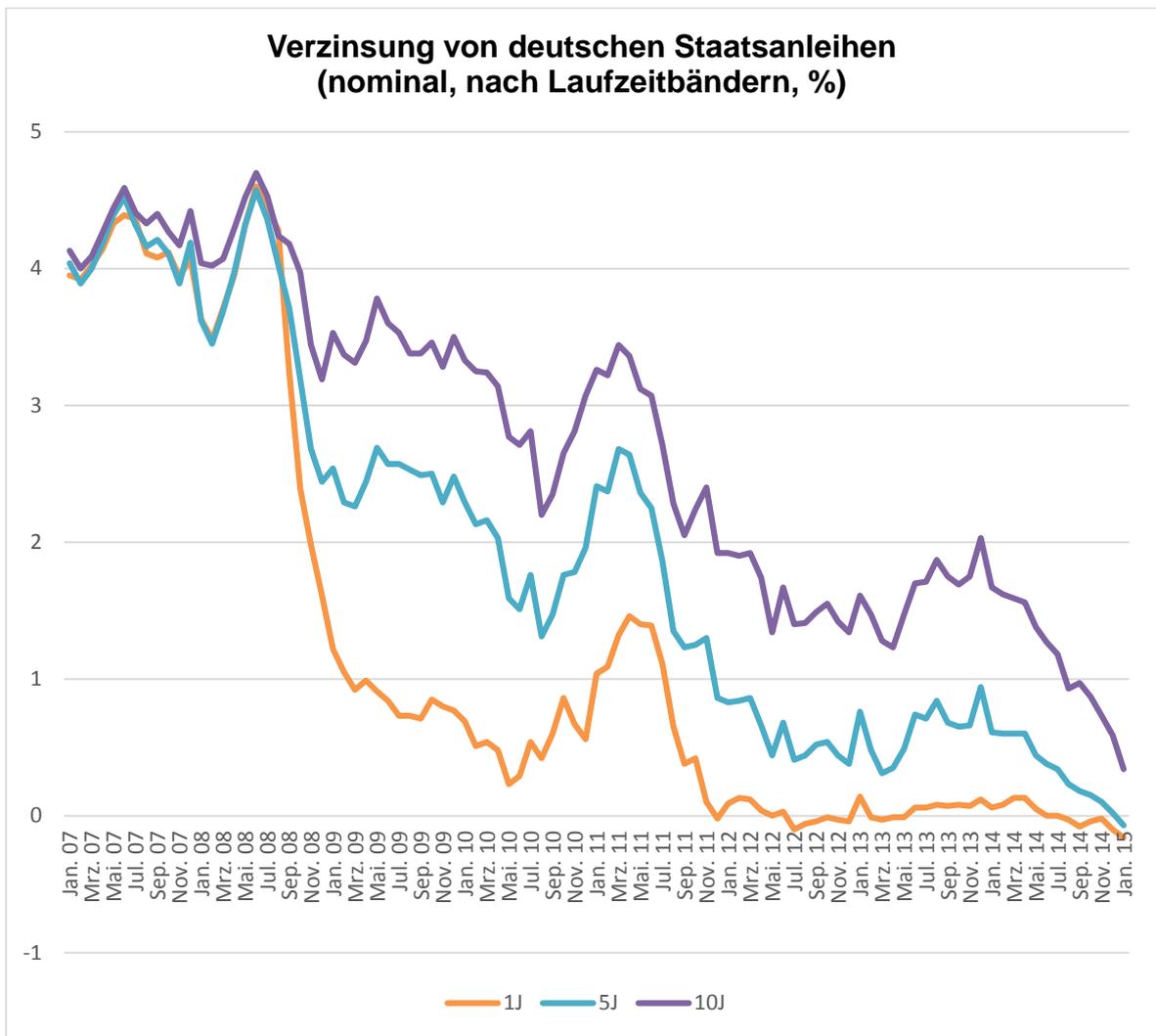


Abbildung 2. Aus der Zinsstruktur abgeleitete Renditen für Bundeswertpapiere mit jährl. Kuponzahlungen, 2007-2014. Restlaufzeit von 1, 5 und 10 Jahren. Quelle: Deutsche Bundesbank: Zinsstatistik, 2014

Geldpolitik der Europäischen Zentralbank

Seit der Finanzkrise in den Jahren 2007 bis 2009, die insbesondere durch den Kollaps auf den US-amerikanischen Märkten für Immobilienfinanzierungen ausgelöst wurde („Subprime-Krise“), haben die Notenbanken weltweit die Auswirkungen der Krise mit entsprechenden Stützungsmaßnahmen abzufedern versucht. Nicht zuletzt aufgrund der Erfahrungen aus der Großen Depression in den 1930er Jahren und der Erkenntnis, dass die damalige kontraktive Zentralbankpolitik krisenverschärfend wirkte (vgl. etwa Friedman/Schwartz (2008)), verfolgten die Notenbanken weltweit von Anfang an eine expansiven Geldpolitik, um der Krise zu begegnen. Sowohl die US-amerikanische Notenbank, die Federal Reserve, als auch die EZB (vgl. Abbildung 3) sowie die Bank of England haben ihre Leitzinsen stufenweise reduziert und die Liquiditätszufuhr in das Bankensystem deutlich ausgeweitet. Dies hatte zum Ziel, die Liquidität des Bankensystems zu sichern und damit dem Vertrauensverlust der Banken untereinander und dem in der Folge austrocknenden Interbankenmarkt entgegenzuwirken. Darüber hinaus waren die geldpolitischen Maßnahmen darauf ausgerichtet, den Transmissionsmechanismus

der Geldpolitik über den Bankensektor zu gewährleisten und dadurch die Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise abzuschwächen (vgl. Winkler (2013)).

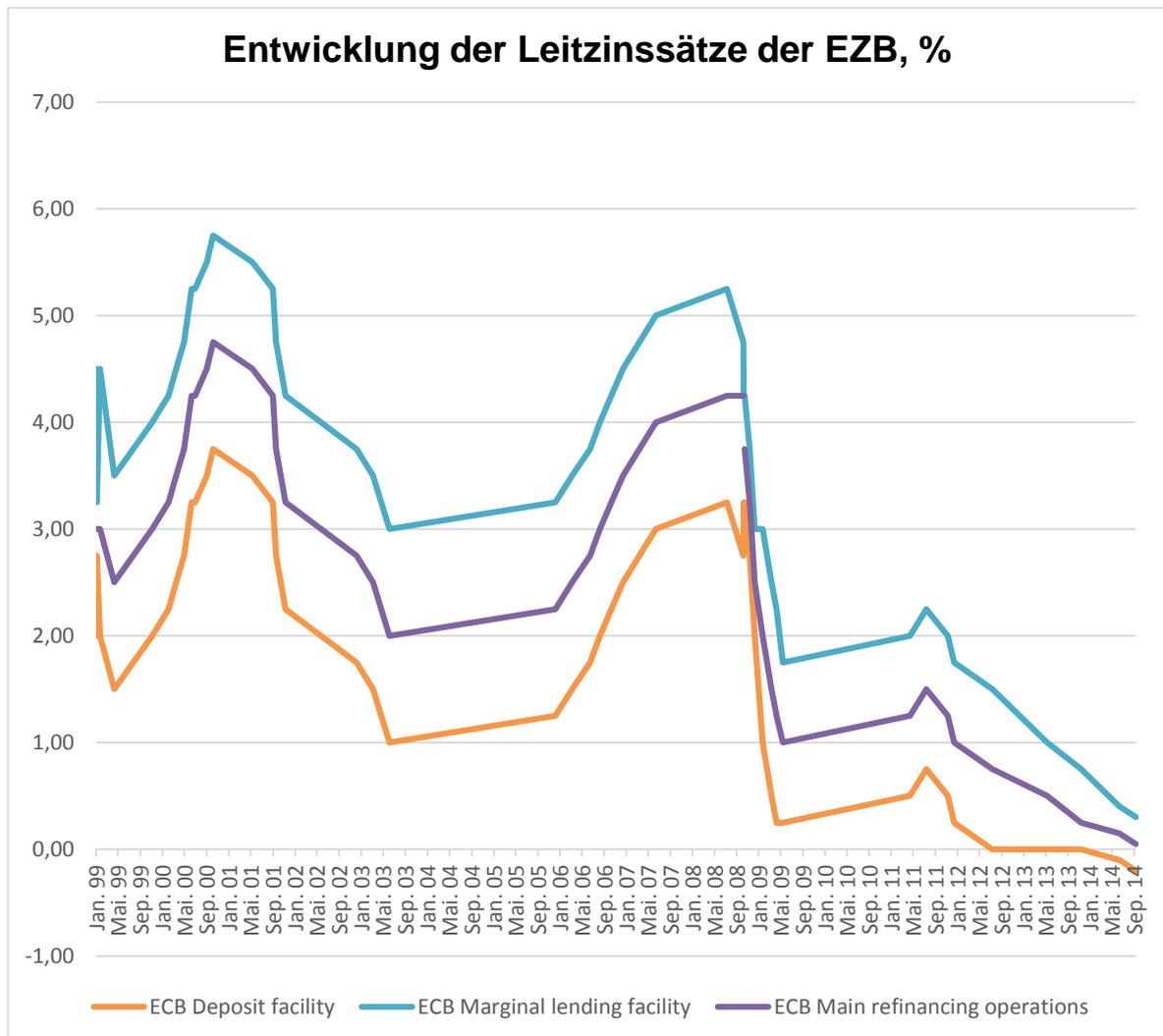


Abbildung 3. Euro-Leitzinssätze. Quelle: Europäische Zentralbank, 2014

Die Verwerfungen der Finanz- und Wirtschaftskrise fanden in Europa ihre Fortsetzung in der nachfolgenden Staatsschuldenkrise, deren Entstehung durch die Finanzkrise begünstigt wurde – ein historisch nicht seltenes Phänomen (vgl. z.B. Reinhardt/Rogoff (2009)). Aufgrund unterschiedlicher Einflussfaktoren (Platzen einer Immobilienblase, Konjunkturprogramme, Bailout nationaler Banken) kam es in etlichen Staaten der Eurozone zu einer erheblichen Steigerung der ohnehin vielfach schon strukturell hohen Staatsschulden, die wiederum Zweifel an der nachhaltigen Finanzierbarkeit der öffentlichen Haushalte in manchen europäischen Ländern nährte. Die Folge war eine tiefgreifende Vertrauenskrise auf den Kapitalmärkten, in der die Stabilität des europäischen Währungsraums und damit letztlich der Fortbestand des Euros als Gemeinschaftswährung in Zweifel gezogen wurde. Ausgelöst wurde dies im Oktober 2009, als sich das tatsächliche Ausmaß der griechischen Staatsverschuldung zeigte. Mit der Staatsschuldenkrise ging auch die Gefahr der Wiederholung einer systemischen Krise einher, da die wesentlichen

Halter von nunmehr risikobehafteten Staatsanleihen die Banken in der Eurozone sind, insbesondere in den Peripheriestaaten (vgl. Battistini (2014)).

Die Regierungen der Eurozone reagierten darauf mit der Etablierung verschiedener Mechanismen und Institutionen zur Stabilisierung der Situation. Im Jahr 2010 wurde zuerst der EFSF (European Financial Stability Facility) und dann der dauerhafte Europäische Stabilitätsmechanismus ESM (European Stability Mechanism) im Jahr 2012 installiert, mit dem das Vertrauen der Kapitalmärkte in die Solvenz der hoch verschuldeten Staaten der Eurozone wiederhergestellt werden sollte. Neben Griechenland wurden insbesondere Irland, Spanien und Portugal durch den ESM gestützt.

Eine wesentliche Rolle bei der Wiederherstellung der Finanzstabilität in Europa kam der EZB zu. Sie hat den Hauptrefinanzierungssatz als Leitzins in mehreren Stufen von 4,25% im Oktober 2008 auf derzeit 0,05% abgesenkt. Im Januar 2015 wurde erstmals ein negativer Zins in Höhe von -0,2% auf Einlagen bei der EZB erhoben. Parallel wurde mit Hilfe verschiedener struktureller Maßnahmen (sog. Long-Term Refinancing Operations (LTRO)) mehrfach das Liquiditätspolster im Bankensektor verbessert.

Die Volkswirtschaften in der Eurozone haben sich bislang noch immer nicht von den Folgen der „Doppelkrise“ (Finanz- und Staatsschuldenkrise) erholt. Die wirtschaftliche Aktivität liegt in den meisten Ländern noch unter dem Niveau des Jahres 2009. Nicht zuletzt aufgrund der schwachen wirtschaftlichen Aktivität und der Fragilität des Bankensektors in Europa bleibt auch die monetäre Entwicklung in der Eurozone hinter der Zielsetzung der EZB zurück. So ist die Bilanzsumme der EZB nach dem Erreichen eines Spitzenwertes seit 2012 wieder deutlich rückläufig (siehe Abbildung 4).

Um der schwachen monetären Entwicklung und der Gefahr einer Deflation entgegenzuwirken sowie um die Zielsetzung einer zweiprozentigen Inflationsrate in der Eurozone zu erreichen, hat die EZB jüngst weitere Maßnahmen getroffen. Diese sollen zu einer Belebung des Kreditangebotes und damit – so die Hoffnung – zu einer Ankurbelung der Konjunktur und in der Konsequenz auch zu der Vermeidung von Deflationsgefahren beitragen. Am 22. Januar 2015 hat die EZB verkündet, dass sie ab März 2015 Anleihen von im Euroraum ansässigen Staaten, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen aufkaufen wird. Insgesamt sind monatliche Ankäufe von Vermögenswerten in Höhe von 60 Mrd. EUR geplant. Die Ankäufe sollen mindestens bis September 2016 erfolgen. In einem Umfeld, in dem die Leitzinsen der EZB ihre Untergrenze (sog. zero lower bound) erreicht haben, sollen Ankäufe von Vermögenswerten monetäre Anreize für die Wirtschaft setzen. Das Programm wird das Ankaufprogramm für Asset-Backed Securities (ABSPP) und das Ankaufprogramm für gedeckte Schuldverschreibungen (CBPP3) einschließen. Beide Programme wurden erst Ende 2014 aufgelegt.

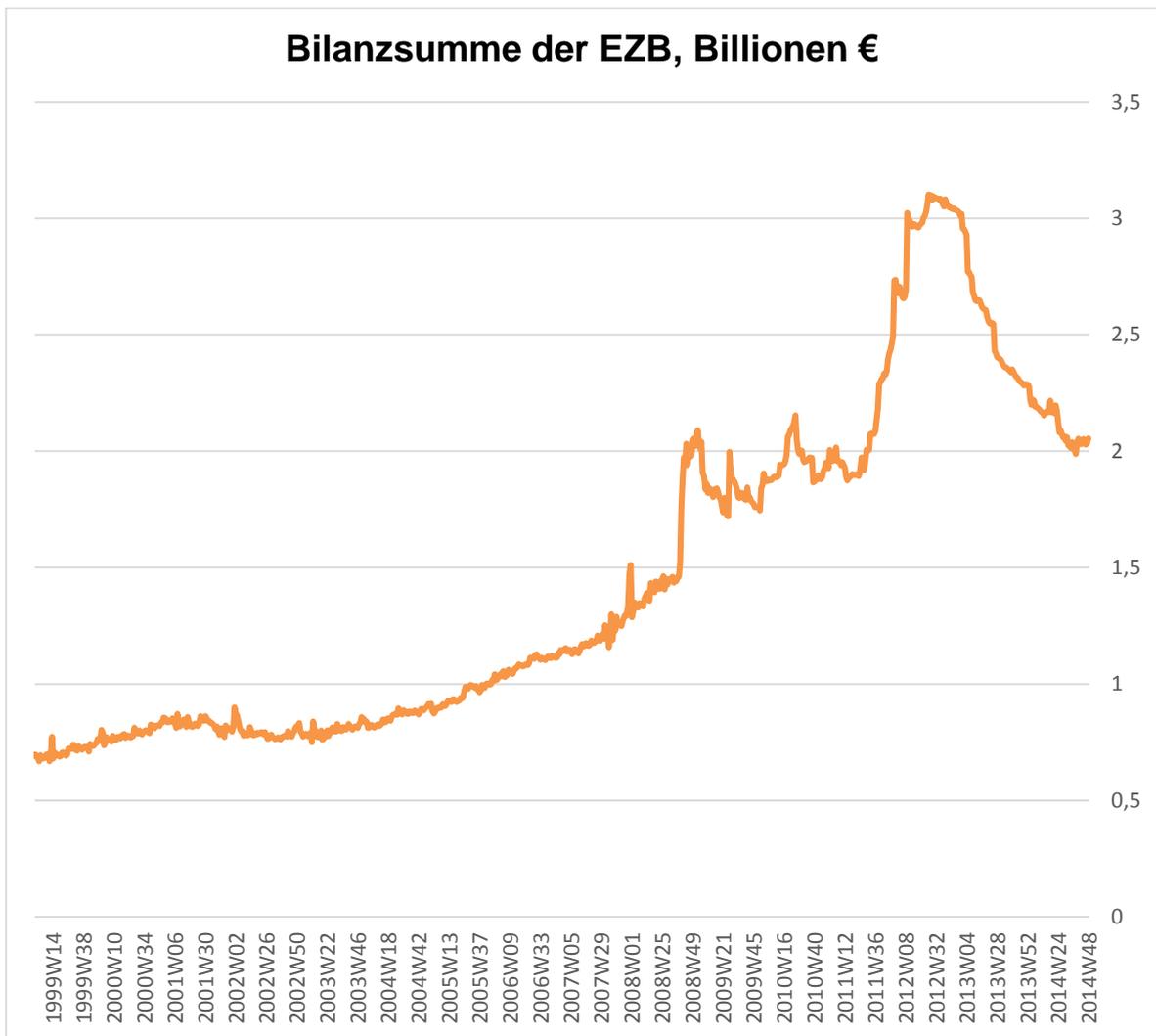


Abbildung 4. Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, 2014

Abbildung 4 zeigt die Entwicklung der Bilanzsumme der EZB seit Ende 1999. Durch die Maßnahmen zur Bekämpfung der Finanz- und Staatsschuldenkrise ist die Bilanzsumme der EZB im Zeitraum 2007 bis 2012 um ca. 2 Billionen EUR auf zeitweise mehr als 3 Billionen EUR angewachsen. Allerdings hat die EZB ihre Bilanzsumme seither wieder auf einen Wert von ca. 2 Billionen EUR reduziert, indem bestimmte sich expansiv auf die Geldbasis auswirkende strukturelle Maßnahmen nicht verlängert wurden bzw. die Banken die entsprechenden Fazilitäten z.T. vorzeitig zurückgeführt haben. Wie sich die zuletzt angekündigten Maßnahmen auf die Bilanz der EZB auswirken werden ist heute noch nicht absehbar.

Man kann jedoch festhalten, dass die Federal Reserve im Vergleich zur EZB eine deutlich expansivere Geldpolitik verfolgt hat, die sich auch in einem wesentlich stärkeren Anstieg der Bilanzsumme niedergeschlagen hat. Denn die Bilanzsumme der Federal Reserve hat sich seit Ende 2007 von ca. 900 Mrd. USD auf ca. 4 Billionen USD Ende 2014 mehr als vervierfacht (vgl. Federal Reserve (2015)). Es bleibt abzuwarten, ob und wann sich die eingeleitete Kurskorrektur der Federal Reserve in einer Verringerung der Bilanzsumme niederschlagen wird.

Betrachtet man die Entwicklung der Geldmenge in den unterschiedlichen Aggregaten (M1, M2, M3) im Euroraum, ist festzustellen, dass diese trotz der zahlreichen Maßnahmen der EZB – beispielsweise mit einer Zunahme von M3 in Höhe von 7,7% von Ende 2009 bis Ende 2014 – nur moderat gewachsen ist. Dies ist primär auf die anhaltend schwache Kreditnachfrage in der Eurozone zurückzuführen (Abbildung 5).

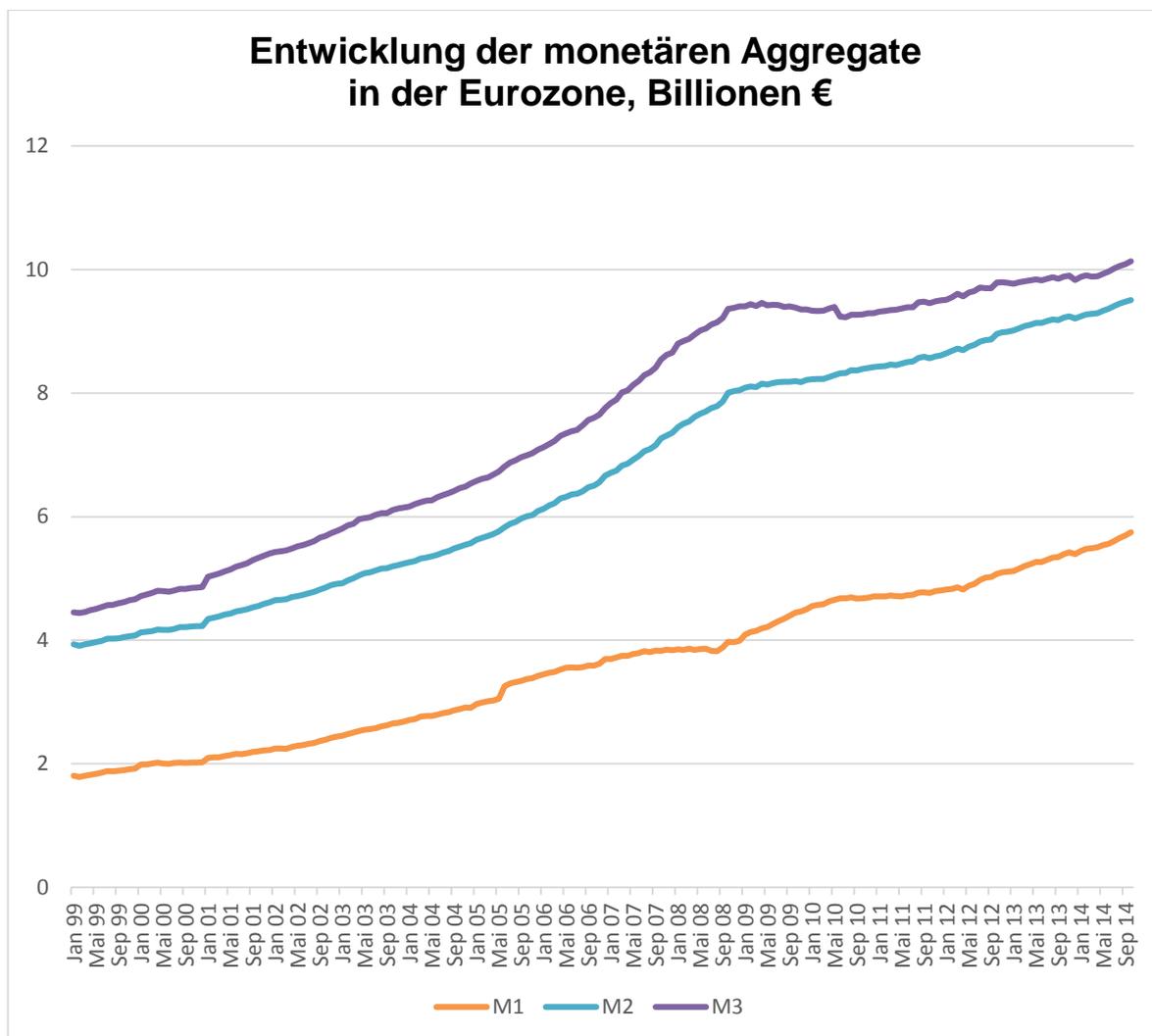


Abbildung 5. EZB-Geldmengenaggregate. Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, 2014

Entwicklung der Inflationsraten

Im Februar 2015 lag die Inflationsrate nach Berechnungen von Eurostat in der Eurozone bei ca. -0,3% p.a. und damit deutlich unter dem von der EZB als Zielmarke ausgegebenen Wert von 2% (Abbildung 6). Angesichts des nach wie vor verhaltenen Wirtschaftswachstums und der moderaten Wachstumserwartungen im Euroraum ist davon auszugehen, dass sich die Strategie der EZB – niedrige Zinsen in Verbindung mit einer Ausweitung des Geldangebotes – auf absehbare Zeit nicht verändern wird. Dies bedeutet für die Marktteilnehmer aus heutiger Sicht, dass das gegenwärtige Niedrigzinsumfeld mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht von kurzer Dauer sein wird, sondern man sich auf eine länger anhaltende Niedrigzinsphase am kurzen und mittleren Ende der Zinskurve einstellen muss.

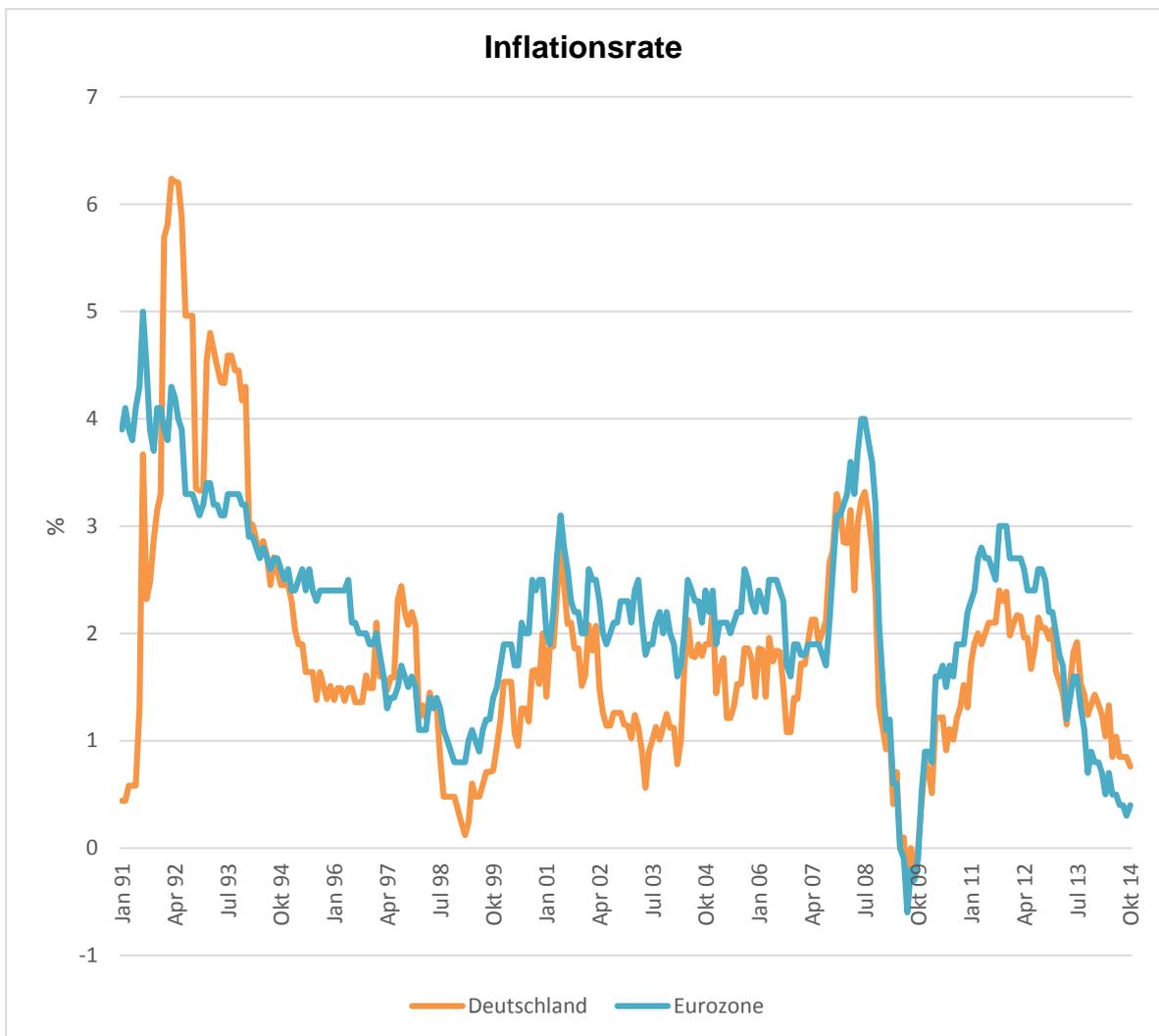


Abbildung 6. Inflationsraten Deutschland und Eurozone: harmonisierter Verbraucherpreisindex. Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, 2014

2.2 DIE LANGFRISTIGE ENTWICKLUNG DER REALEN ZINSEN

Um die Auswirkungen des gegenwärtigen Zinsumfelds auf die Vermögensentwicklung privater Haushalte und die Situation institutioneller Anleger beurteilen zu können, ist es erforderlich, die reale (d.h. inflationsbereinigte) Verzinsung der jeweiligen Anlageformen sowie die Allokation des Geldvermögens der privaten Haushalte auf die unterschiedlichen Anlageklassen zu betrachten. Die reale Verzinsung berücksichtigt, dass ein Teil der nominalen Verzinsung die erwartete Inflationsrate – also den Rückgang der Kaufkraft des investierten Kapitals – beinhaltet. Vor diesem Hintergrund ist für Ökonomen oftmals der reale Zinssatz die eigentlich relevante Größe für Anlagenentscheidungen sowie für den Aufbau des volkswirtschaftlichen Kapitalstocks. Daher soll im Folgenden kurz die Entwicklung der realen Zinssätze in der historischen Perspektive nachgezeichnet werden und anschließend untersucht werden, inwieweit die aktuellen sehr niedrigen realen Zinsen tatsächlich eine Ausnahmesituation darstellen.

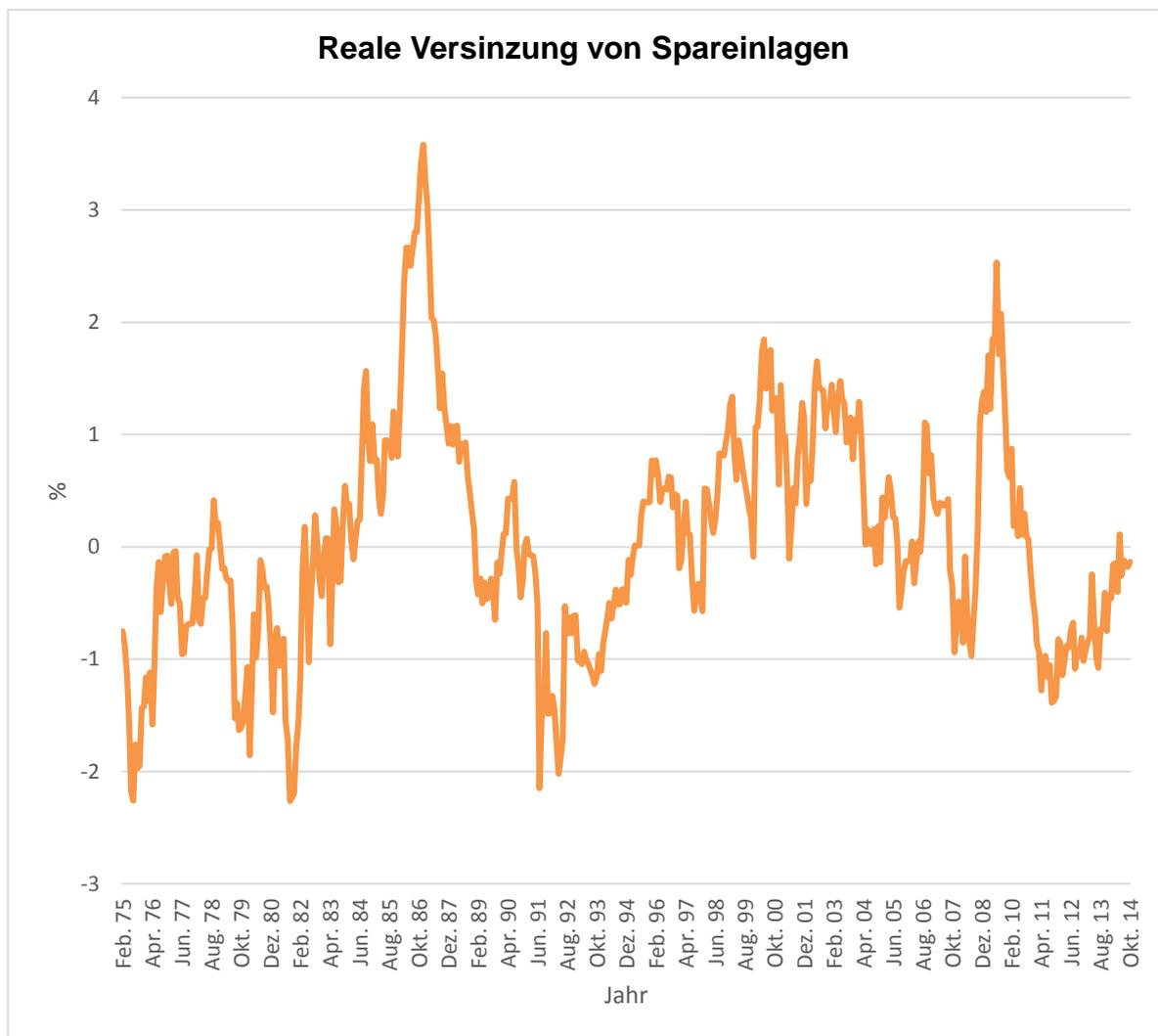


Abbildung 7. Quelle: Bundesbank: Zinsstatistik, 2014

Abbildung 7 zeigt die Entwicklung der durchschnittlichen realen Verzinsung der Spareinlagen seit 1975. Man stellt fest, dass es in der Vergangenheit durchaus Phasen negativer Realzinsen gegeben hat, das Phänomen also per se nicht neu ist. Deutschland befindet sich seit etwa Anfang 2010 erneut in einer Phase, in der

die reale Verzinsung von Spareinlagen negativ ist. Dem ging eine recht lange Phase positiver Realverzinsung auf Spareinlagen voraus. Seit Ende der neunziger Jahre bis zum Ausbruch der Subprime-Krise im Jahre 2007 waren sowohl die nominale als auch die reale Verzinsung der Spareinlagen in Deutschland durchgehend im positiven Bereich. Abbildung 7 macht deutlich, dass wir uns aber mit Blick auf die reale Verzinsung von Spareinlagen (einer der Hauptanlageklassen deutscher Haushalte, siehe unten) keineswegs in einer Ausnahmesituation befinden, sondern dass sich die reale Verzinsung von Spareinlagen im langjährigen Mittel nur knapp über der Nulllinie befindet. Dies bedeutet, dass ein realer Vermögensaufbau (also unter Berücksichtigung der Inflationsrate) auf diese Weise langfristig kaum darstellbar ist. Hochliquide und relativ risikoarme Produkte haben in den letzten Jahrzehnten nur einen geringen realen Ertrag abgeworfen. Dass diese Tatsache von privaten Anlegern offenbar nur wenig berücksichtigt wird und die aktuelle Situation niedriger (realer und nominaler) Zinsen als besonders problematisch empfunden wird, ist wohl auch auf die weit verbreitete „Geldillusion“ bei privaten Haushalten in Deutschland zurückzuführen. Auch empirische Untersuchungen belegen, dass vielfach inflationäre Effekte bei Geldanlagen vernachlässigt werden (vgl. Boes et al (2007)).

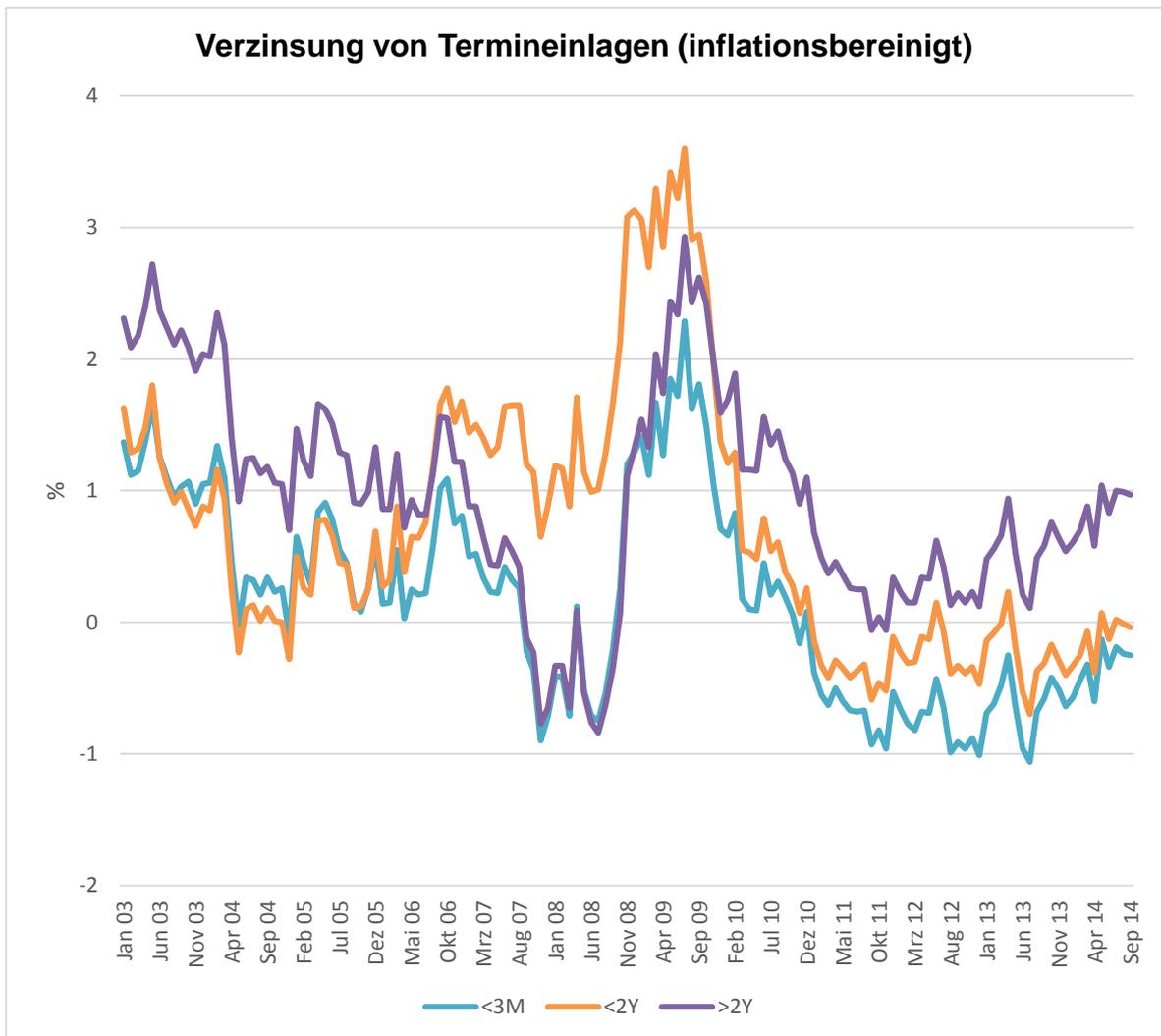


Abbildung 8. Einlagezinsen nach Laufzeitbändern: < 3 Monate, < 2 Jahre, > 2 Jahre. Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, 2014

Eine niedrige oder sogar negative reale Verzinsung findet man ebenfalls bei anderen liquiden und risikoarmen Anlageformen. Auch bei Termineinlagen hat es zeitweise eine negative Realverzinsung gegeben (Abbildung 8). Bei kurzfristigen Termineinlagen (< 3 Monate) und Termineinlagen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren ist die Verzinsung real seit Anfang 2011 negativ. Lediglich bei Termineinlagen mit einer Laufzeit von mindestens 2 Jahren war die reale Verzinsung außer zu Zeiten der Finanzkrise von Ende 2007 bis Anfang 2009 in den letzten 10 Jahren positiv.

Ein anderes Bild ergibt die Betrachtung der realen Verzinsung von deutschen Staatsanleihen. Diese lag im Mittel der letzten dreißig Jahre bei ca. 2% p.a. Dies bedeutet, dass sich mit Anlagen in langfristige Staatsanleihen, die keinem bzw. nur einem sehr geringen Ausfallrisiko ausgesetzt waren (Bundesanleihen), im Durchschnitt sehr wohl positive reale Erträge erwirtschaften ließen (Abbildung 9). Dabei ist zu berücksichtigen, dass Anleihen einem Zinsänderungs- bzw. Kursrisiko unterliegen. Abbildung 9 verdeutlicht ferner, dass bei insgesamt hoher Volatilität ein deutlicher Trend nach unten in den letzten zwanzig Jahren zu erkennen ist. Derzeit ist die reale Verzinsung in den kurz- bis mittelfristigen Laufzeiten negativ, im Bereich der 10-jährigen Laufzeit oszilliert die Realverzinsung derzeit um die Nullmarke (Abbildung 9).

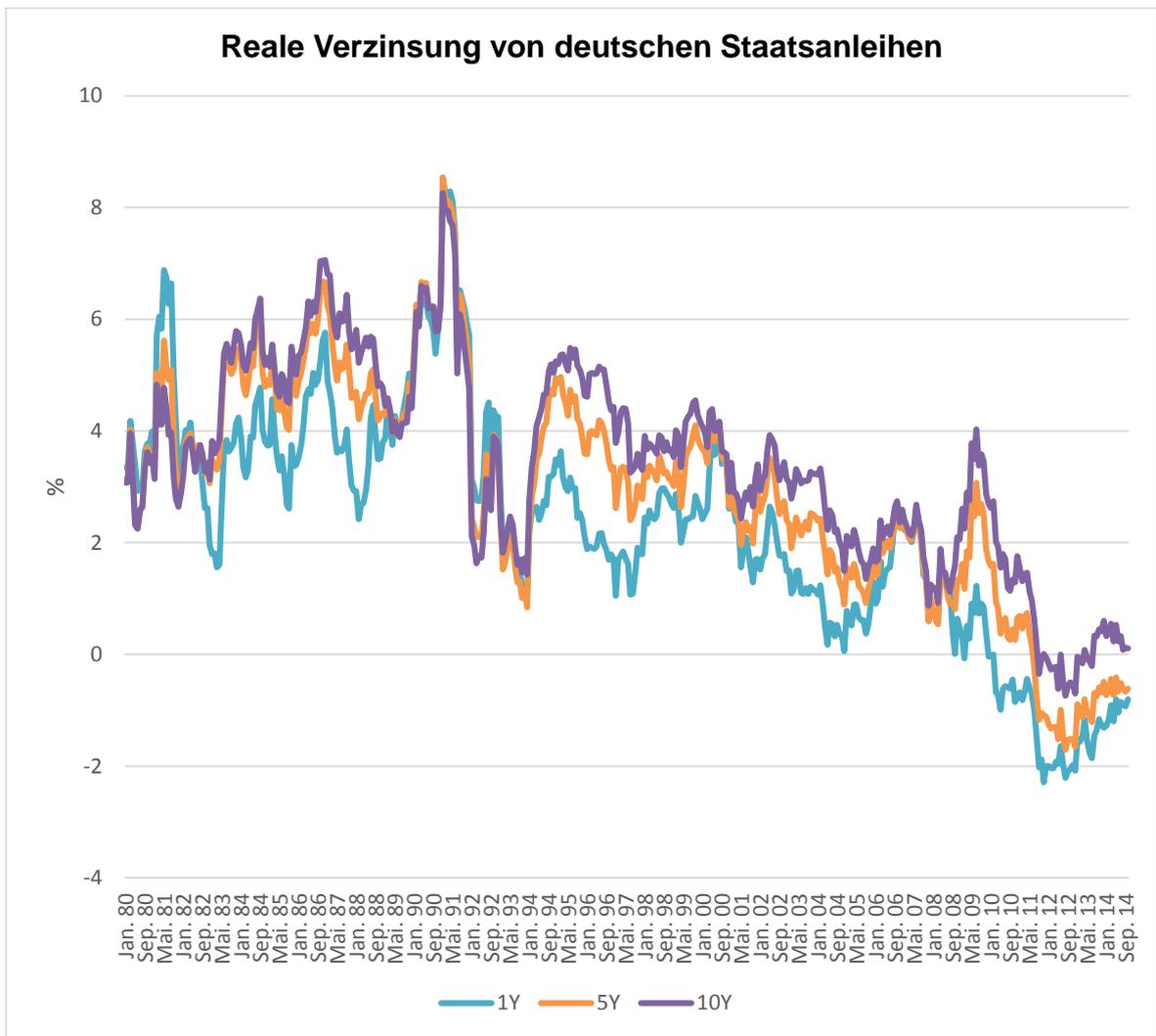


Abbildung 9. Inflationsbereinigte Verzinsung von deutschen Staatsanleihen (nach Laufzeitbändern: Restlaufzeit von 1, 5 und 10 Jahren). Quelle: Deutsche Bundesbank: Zinsstatistik, 2014, eigene Berechnungen

Interessant sind die Erwartungen auf den Kapitalmärkten mit Blick auf die Entwicklung der realen Verzinsung von Bundesanleihen. Einen Hinweis liefert die reale Verzinsung langlaufender inflationsgeschützter Anleihen, die derzeit leicht über -0,5% p.a. liegt. Das bedeutet, dass die Märkte durchaus von einem anhaltenden Umfeld negativer Realrenditen ausgehen (Abbildung 10). Wichtig ist in diesem Zusammenhang eine sorgfältige Ursachenanalyse, um nicht nur einen Ausblick auf die weitere Entwicklung geben zu können, sondern auch die gerade skizzierten Markterwartungen besser zu verstehen.

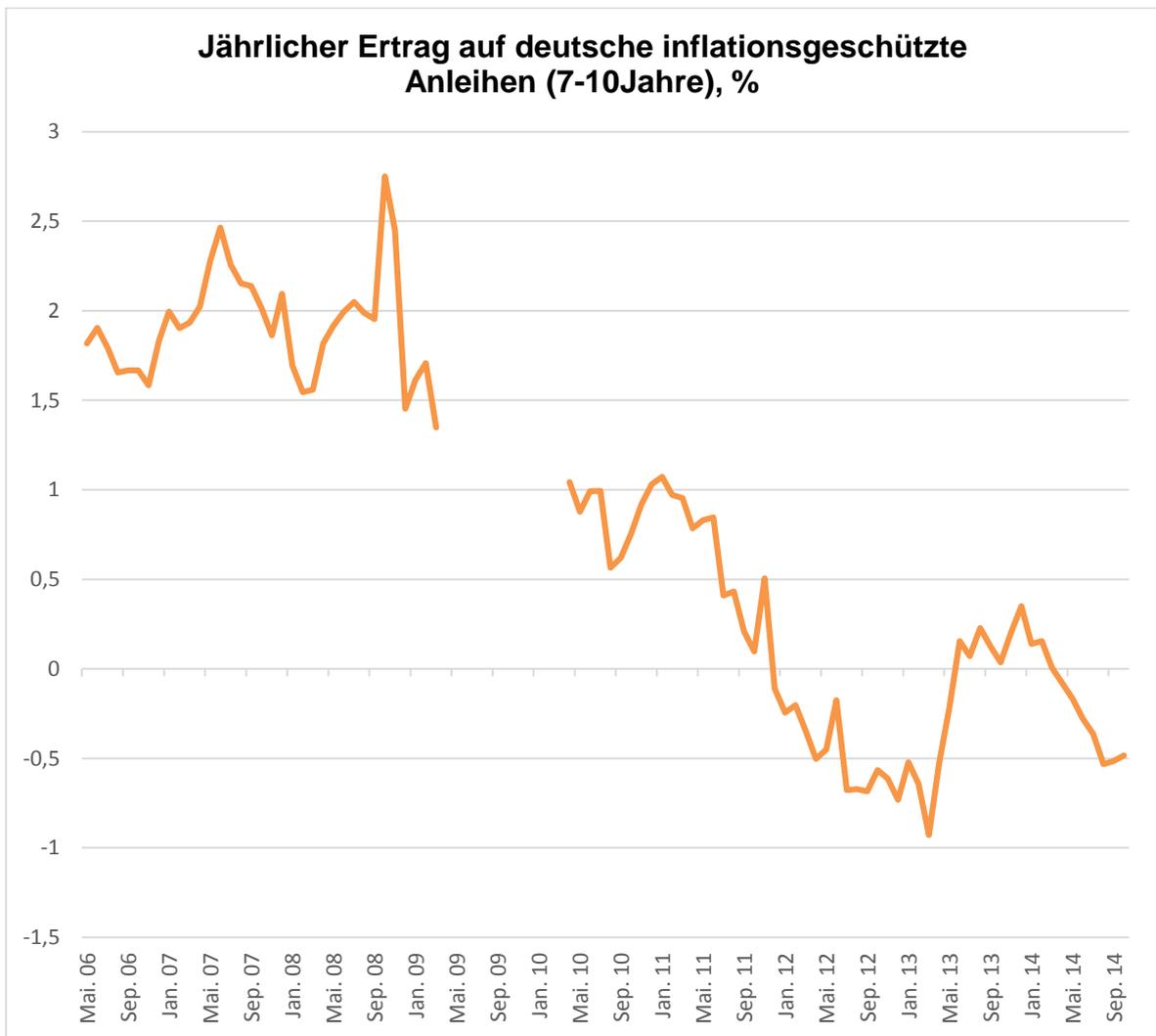


Abbildung 10. Quelle: Bloomberg, 2014. Die Daten basieren auf dem von Barclays entwickelten Index für inflationsgeschützte deutsche Staatsanleihen (BEID5Y Index), der aufgrund einer zu geringen Datenbasis nach einer Unterbrechung erst wieder ab Anfang 2010 ermittelt werden konnte.

2.3 URSACHEN UND HINTERGRÜNDE

Grundsätzlich lassen sich zwei Einschätzungen über die möglichen Ursachen für die derzeitige Niedrigzinssituation unterscheiden. Eine Sichtweise ist, dass die gegenwärtige Situation der niedrigen realen und nominalen Zinsen am kurzen und langen Ende vollständig oder ganz überwiegend auf die Geldpolitik der EZB zurückzuführen ist. Diese Interpretation scheint in der aktuellen öffentlichen Diskussion vorzuherrschen. Eine alternative Hypothese über die Ursachen der niedrigen und sinkenden (realen) langfristigen Zinsen ist eine realwirtschaftliche Erklärung: Aufgrund langfristiger Trends, insbesondere aufgrund des demographischen Wandels, steigt das Kapitalangebot, während gleichzeitig aufgrund des strukturellen Wandels (neue Industrien im digitalen Zeitalter benötigen weniger physisches Kapital) die Kapitalnachfrage sinkt. Beide Faktoren können zu einer Reduktion des langfristigen realen Zinssatzes (vgl. Teulings/Baldwin (2014)) beitragen.

Geldpolitik als Ursache für niedrige langfristige Zinsen?

Die Entwicklung der kurzfristigen nominalen Zinssätze (und indirekt natürlich auch der kurzfristigen realen Zinssätze) in der Eurozone sind maßgeblich vom geldpolitischen Kurs der EZB geprägt. Im Hinblick auf die mittel- bis langfristigen Zinsen (für Anlagen mit über 5-jährigem Anlagehorizont) ist dies wesentlich weniger offensichtlich. Das folgende Beispiel soll dies illustrieren: Betreibt die Zentralbank eine expansive Politik mit entsprechend niedrigen Zentralbankzinsen wird dies im Normalfall über die üblichen Transmissionsmechanismen zu höheren Inflationserwartungen für die Zukunft führen. Aufgrund dieser höheren Inflationserwartungen werden die Anleger höhere Nominalzinsen für Anleihen mittlerer und langer Laufzeit fordern. Diese Sichtweise wird durch eine ganze Reihe theoretischer und empirischer makroökonomischer Studien gestützt (vgl. z.B. Evans/Marshall (1998)). Diese Untersuchungen beziehen sich allerdings auf „normale“ Marktphasen, in denen langfristige Ankündigungen die große Ausnahme sind. So weisen etwa Demiralp/Jorda (2004) darauf hin, dass der schwache Zusammenhang zwischen der aktuellen Geldpolitik und den aktuellen langfristigen Zinsen auch eine Folge des diskretionären graduellen Ansatzes der Zentralbank sein kann. Oder anders formuliert: Erwarten die Marktteilnehmer, dass die gerade expansive Geldpolitik (mit niedrigen kurzfristigen Zinsen) in 2 bis 3 Jahren wieder in eine kontraktive Geldpolitik (mit hohen kurzfristigen Zinsen) überführt wird, werden die langfristigen Zinsen diese Markterwartungen reflektieren. Es besteht dann kein direkter Zusammenhang zwischen aktueller Geldpolitik und den langfristigen Zinsen.

Die gegenwärtige Marktsituation ist jedoch insofern außergewöhnlich, als die Zentralbanken derzeit eine Politik der langfristigen Ankündigung betreiben (sog. „forward guidance“). Daher ist durchaus ein stärkerer Einfluss der aktuellen Geldpolitik auf die langfristigen Zinsen zu erwarten. So hat der EZB-Rat zum ersten Mal im Juli 2013 eine langfristige, allerdings auf die Inflationsrate abstellende Ankündigung gemacht. Demnach sollen die Zentralbankzinsen so lange auf dem sehr niedrigen Niveau verbleiben wie die schwache wirtschaftliche Dynamik, aber auch die zu geringen Inflationsraten fortbestehen (vgl. EZB (2015b)). Dies wurde durch den EZB-Rat im Jahr 2014 mehrfach bestätigt. Insgesamt kann man daher im aktuellen Umfeld durchaus von einem stärkeren Einfluss der EZB-Politik auf die langfristigen Zinsen ausgehen.

Es stellt sich die Frage, ob die aktuelle Geldpolitik in der Eurozone lediglich den Herausforderungen des makroökonomischen Umfelds, d.h. niedrige Inflationsraten in Verbindung mit schwachen Wachstumserwartungen, geschuldet ist, oder aber die EZB-Politik auch im Lichte gängiger geldpolitischer Strategien als außergewöhnlich einzustufen ist. Dazu kann man die historische Entwicklung der Leitzinsen der EZB mit denjenigen rechnerischen Zinssätzen vergleichen, die sich nach der sogenannten Taylor-Regel ergeben würden. Nach der Taylor-Regel, die oftmals von Analysten zur Beurteilung einer geldpolitischen Stoßrichtung herangezogen wird, sollte das durch die Geldpolitik definierte Zinsniveau („Taylor-Zins“) dem gewichteten Durchschnitt der Abweichungen vom jeweiligen Inflationsziel und der volkswirtschaftlichen Outputlücke entsprechen.

In Abbildung 11 werden nun die Leitzinsentwicklung der EZB und der theoretische Zinssatz, der sich aus der Taylor-Regel ergibt, gegenüber gestellt. Es zeigt sich, dass der tatsächliche Zins und der „Taylor-Zins“ (mit unterschiedlichen Definitionen der Inflationsraten) auch in jüngster Vergangenheit relativ parallel verlaufen.

Dies kann man als Indiz dafür werten, dass die EZB-Politik – zumindest auf der Basis der Taylor-Regel – eine Reaktion auf die makroökonomischen Herausforderungen niedrigen Wachstums- und Inflationsraten ist. Dann wäre die gegenwärtige Strategie der EZB nicht per se außergewöhnlich, sondern eine durchaus nachvollziehbare Antwort auf die gesamtwirtschaftliche Situation. Unabhängig davon, ob man diese Logik teilt oder nicht – denn auch die Taylor-Regel kann man durchaus kritisch hinterfragen (vgl. Svensson (2003)) – , stellt diese Geldpolitik private wie institutionelle Anleger vor immense Herausforderungen, auf die in den folgenden Kapiteln eingegangen wird.

In der Konsequenz bedeutet dies, dass angesichts der gesamtwirtschaftlichen Prognosen für den Euroraum mittelfristig, also etwa für die kommenden 4 bis 5 Jahre, von einer Fortsetzung der Politik niedriger Zentralbankzinsen auszugehen ist. Wie sich dies dann auf die Entwicklungen der langfristigen Zinssätze auswirken wird, kann angesichts der Vielzahl potenzieller Einflussfaktoren kaum vorhergesagt werden. Wenn man jedoch unterstellt, dass die EZB sich näherungsweise entsprechend einer Taylor-Regel verhält und die Phase geringer Wachstumsraten in der Eurozone noch mehrere Jahre anhält, dürften sich auch die mittel- bis langfristigen Zinsen auf absehbare Zeit kaum erholen. Für eine solche Einschätzung sprechen durchaus auch realwirtschaftliche Gründe, die im nächsten Kapitel beleuchtet werden.

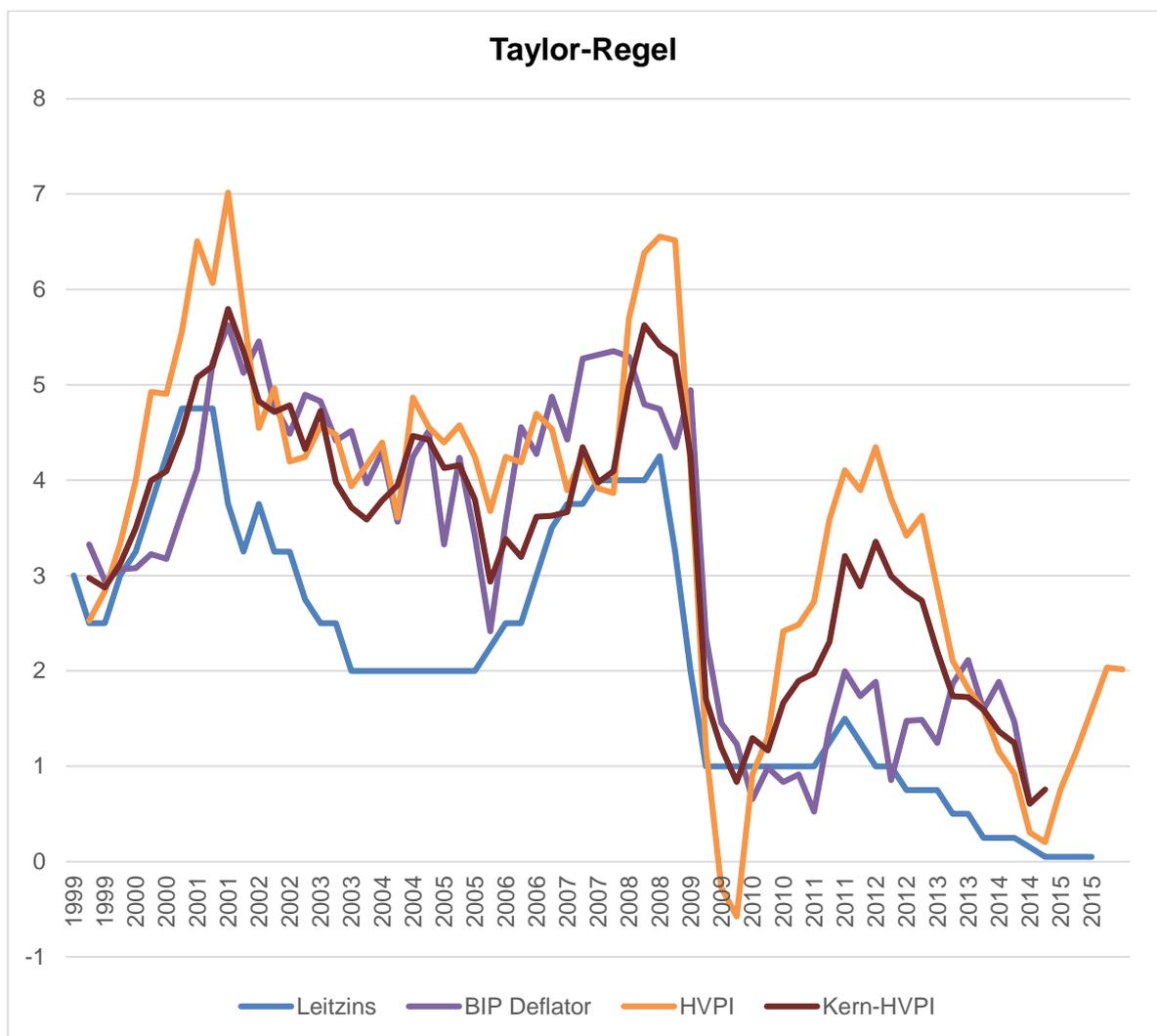


Abbildung 11. Taylor-Regeln: drei Varianten mit unterschiedlichen Inflationsraten (HVPI: harmonisierter Verbraucherpreisindex, Kern-HVPI und BIP-Deflator) im Vergleich zum Leitzins (Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte, %). Quellen: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Statistisches Bundesamt), Jahresgutachten 2014; Europäische Kommission; EZB.

Realwirtschaftliche Begründungen niedriger realer Zinsen

In der jüngeren Vergangenheit ist eine Diskussion über eine mögliche „säkulare Stagnation“ entstanden, die weltweit intensiv unter Makroökonomien geführt wird (vgl. für eine Einführung Teulings/Baldwin (2014)). Die grundlegende Hypothese adressiert einen Rückgang der langfristigen Wachstumsrate in den entwickelten Volkswirtschaften und damit letztlich auch die Entwicklung der langfristigen realen Zinssätze. Diese Diskussion findet auch vor dem Hintergrund des zu beobachtenden Rückgangs der langfristigen realen Zinsen in den letzten drei Dekaden statt. Abbildung 12 verdeutlicht, dass mit Schwankungen die realen (Kredit-)Zinssätze im Durchschnitt der entwickelten Volkswirtschaften in den letzten drei Jahrzehnten deutlich abgesunken sind. Führende Wissenschaftler (darunter der frühere US-Finanzminister und Harvard-Ökonom Larry Summers, der Nobelpreisträger Paul Krugman sowie der aktuelle Chefvolkswirt des Internationalen Währungsfonds Olivier Blanchard) erklären diese Entwicklung durch

das Zusammenwirken von einer strukturellen Ausweitung des weltweiten Kapitalangebots und einem gleichzeitigen Rückgang der Nachfrage nach physischem Kapital.

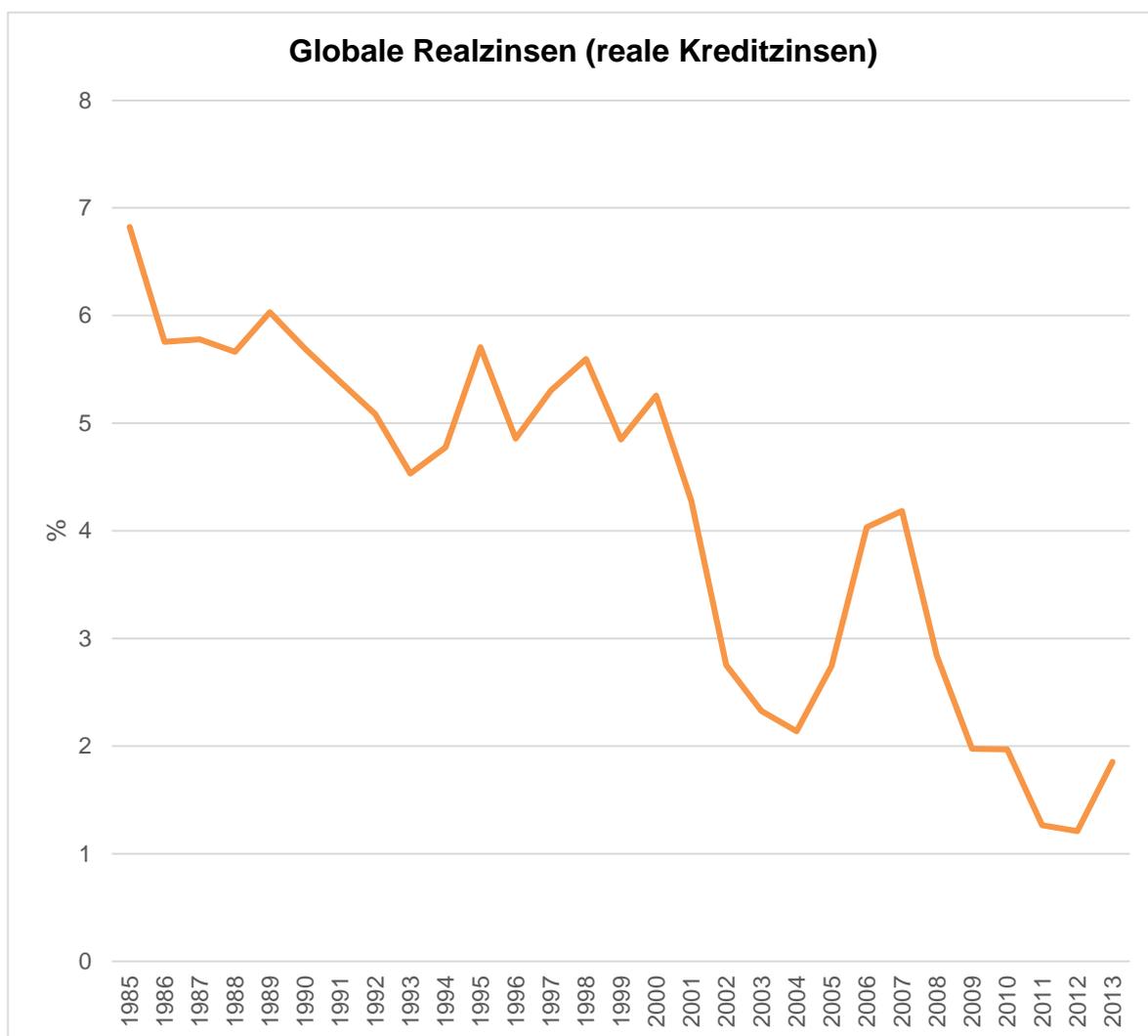


Abbildung 12. BIP-gewichtete reale Kreditzinsen in den USA, Japan, Großbritannien, Italien, den Niederlande und Kanada. Quelle: Weltbank DataBank, 2015

Die Zunahme des globalen Kapitalangebotes kann auf unterschiedliche Faktoren zurückgeführt werden. Zum einen durchlaufen viele entwickelte Volkswirtschaften einen Alterungsprozess. Niedrige Geburtenraten und eine steigende Lebenserwartung führen dazu, dass sich die Menschen in diesen Volkswirtschaften einem Rückzug der klassischen, umlagefinanzierten Rentensysteme gegenübersehen und eine längere Rentenbezugszeit antizipieren. Die Lebenszyklushypothese des Konsums sagt in einem solchen Szenario langfristig höhere Sparquoten der aktiven Bevölkerung bei konstantem Zinssatz voraus (siehe auch Teulings/Baldwin (2014)). Hinzu kommen die wachsenden Kapitalangebote in aufstrebenden Volkswirtschaften wie China oder Südkorea sowie den rohstoffexportierenden Ländern aus dem Nahen Osten und Südafrika. Insgesamt

lässt sich z.B. für die 2000er Jahre eine Erhöhung der weltweiten Sparquote um 1,7% (vgl. Blanchard et al. (2014)) feststellen.

Mit Hilfe von makroökonomischen Modellen kann gezeigt werden, dass dieser Mechanismus auch in offenen Volkswirtschaften zu deutlichen Rückgängen des realen Zinssatzes führt (vgl. Krüger/Ludwig (2007)).

Gleichzeitig sinkt die weltweite Nachfrage nach Sachkapital, da sich die industrielle Landschaft weg von kapitalintensiven Industrien hin zu digitalen Sektoren entwickelt, deren Wachstum mit einem deutlich geringeren Kapitalbedarf verbunden ist. Glaeser (2014) argumentiert z.B., dass die deutlich größere Rolle von IT-Industrien die Kapitalnachfrage nach unten gedrückt hat. Unternehmen wie Google, Microsoft, Amazon und Facebook generieren zwar eine hohe Wertschöpfung, haben aber einen relativ geringen Kapitalbedarf. Ähnlich argumentiert Summers (2014), dass Whatsapp zwar eine höhere Marktkapitalisierung als Sony hat, aber beinahe kein physisches Kapital benötigt. Abbildung 13 veranschaulicht dieses Argument: Wenn sich die weltweite Kapitalnachfrage verringert und gleichzeitig das Kapitalangebot zunimmt, pendelt sich der langfristige reale Zinssatz für Sachkapital auf einem niedrigeren Niveau ein.

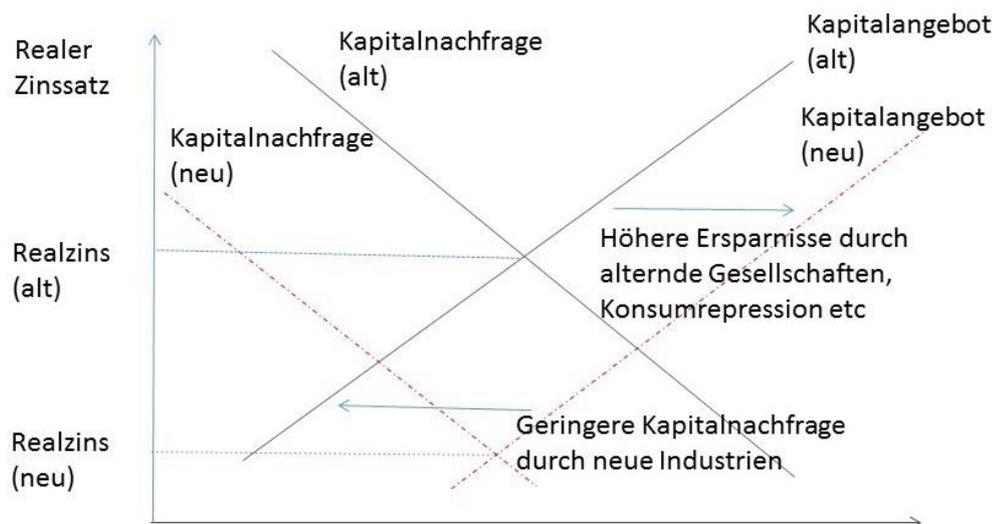


Abbildung 13. Realwirtschaftlicher Ansatz: Säkulare Stagnation

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sowohl monetäre aber noch stärker realwirtschaftliche Erklärungsansätze dafür sprechen, dass von einer länger anhaltenden Phase niedriger nominaler und realer Zinsen ausgegangen werden kann.

Vor diesem Hintergrund werden in den folgenden Abschnitten die potenziellen Auswirkungen dauerhaft niedriger Zinsen auf die Vermögensbildung privater Haushalte und die Implikationen für ausgewählte institutionelle Investoren analysiert.

3. Auswirkungen anhaltend niedriger Zinsen auf private Haushalte

In einem ersten Schritt wird die tatsächliche Allokation des Geldvermögens privater Haushalte in Deutschland im Zeitverlauf betrachtet. Anschließend werden die Auswirkungen niedriger Zinsen auf das Konsum- bzw. Sparverhalten untersucht sowie in einem einfachen Simulationsmodell die Auswirkungen auf den Vermögensaufbau und die Altersvorsorge analysiert.

3.1 DIE ALLOKATION DES PRIVATEN GELDVERMÖGENS IN DEUTSCHLAND

Unter dem Geldvermögen privater Haushalte versteht man die Summe der von privaten Haushalten gehaltenen Bargeldbestände bzw. der bargeldnahen Sicht- und Termineinlagen des Wertpapiervermögens (Aktien, Renten, Fondsanteile etc.) sowie die von privaten Haushalten gehaltenen Pensions- und Versicherungsansprüche. Es handelt sich um eine Bruttobetrachtung, da die Vermögen nicht mit einer etwaigen Verschuldung der Haushalte saldiert werden.

Wenn man sich die Entwicklung des so definierten Geldvermögens über die letzten 15 Jahre ansieht, erkennt man trotz zwischenzeitlicher Einbrüche beispielsweise zu Zeiten der „Finanz- und Wirtschaftskrise 2007-2009“ einen klar ansteigenden Trend. Zum Ende des Jahres 2013 lag das Geldvermögen privater Haushalte in Deutschland erstmalig bei einem Wert von mehr als 5.000 Mrd. EUR (Abbildung 14).

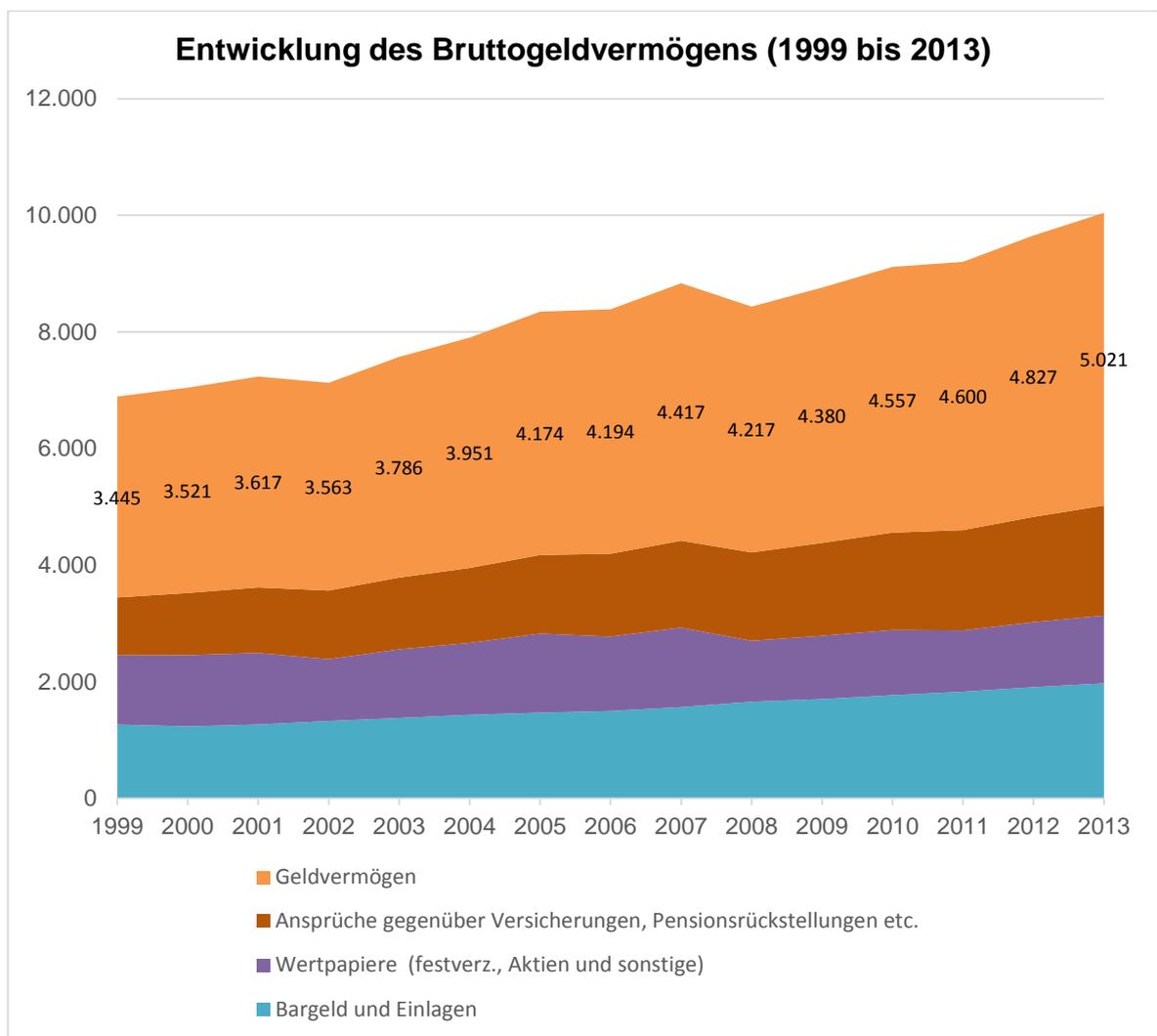


Abbildung 14. Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank: Geldvermögen und Verbindlichkeiten Statistiken, 1999 - 2013, eigene Berechnungen

Die Allokation des Geldvermögens auf die drei Vermögenskategorien „Bargeld und Einlagen“, „Wertpapiere“ sowie „Versicherungsansprüche“ weist für denselben Zeitraum trotz gewisser Schwankungen eine bemerkenswerte Stabilität auf. So ist der Anteil von „Bargeld und Einlagen“ seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 von bis dato ca. 35% auf mehr als 39% angestiegen. Im Gegenzug ist der Anteil des Wertpapiervermögens am Gesamtportfolio im gleichen Zeitraum trotz positiver Bewertungseffekte von ca. 30% auf 23% gesunken (Abbildung 15).

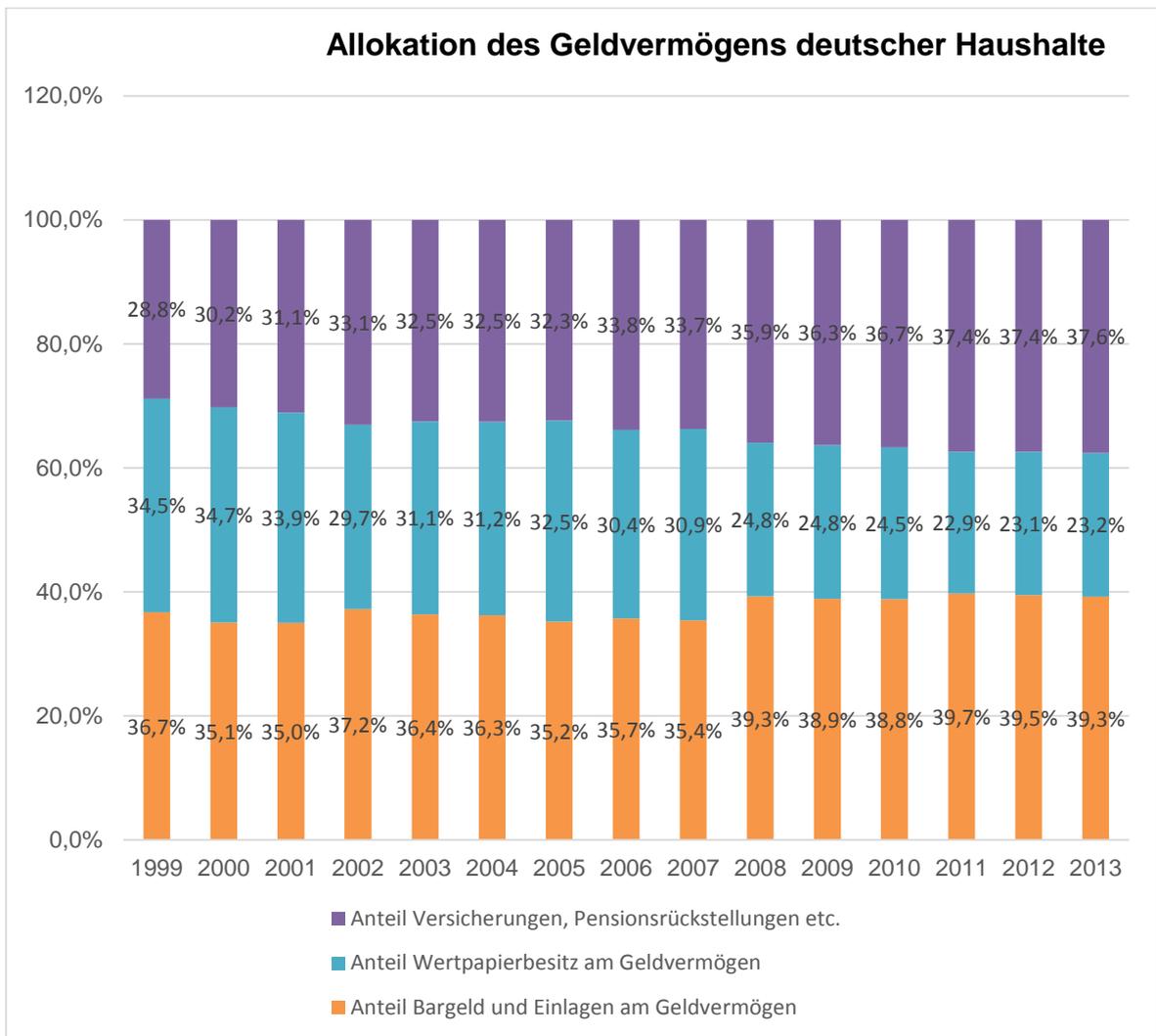


Abbildung 15. Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank: Geldvermögen und Verbindlichkeiten Statistiken, 1999 - 2013, eigene Berechnungen

Ebenfalls ist festzustellen, dass der Anteil der Versicherungsansprüche von 34% auf 37% angestiegen ist. Vor allem der kombinierte Zuwachs von Barvermögen und Versicherungsansprüchen deutet darauf hin, dass private Anleger sich trotz niedriger Verzinsung sehr risikoscheu verhalten und sich statt einer Anlage in Wertpapiere verstärkt für andere Verwendungen ihres verfügbaren Einkommens entscheiden.

Trotz boomender Aktienmärkte (Abbildung 16) ist keine nennenswerte Vermögensumschichtung bei den privaten Haushalten erfolgt. Im Gegenteil: Die Anzahl der Aktionäre unter den Privatanlegern ist nach einer aktuellen Untersuchung des Deutschen Aktien Instituts im Jahr 2014 erneut gesunken (vgl. Deutsches Aktieninstitut (2015)). Rund 500.000 Menschen haben sich im Jahr 2014 von Aktien oder Anteilen an Aktienfonds komplett getrennt. Die Zahl der Aktienanleger sinkt damit weiter – und zwar trotz steigender Kurse. Nur noch 8,4

Millionen Menschen (13,1% der Bevölkerung über 14 Jahren) sind demnach am Aktienmarkt engagiert.

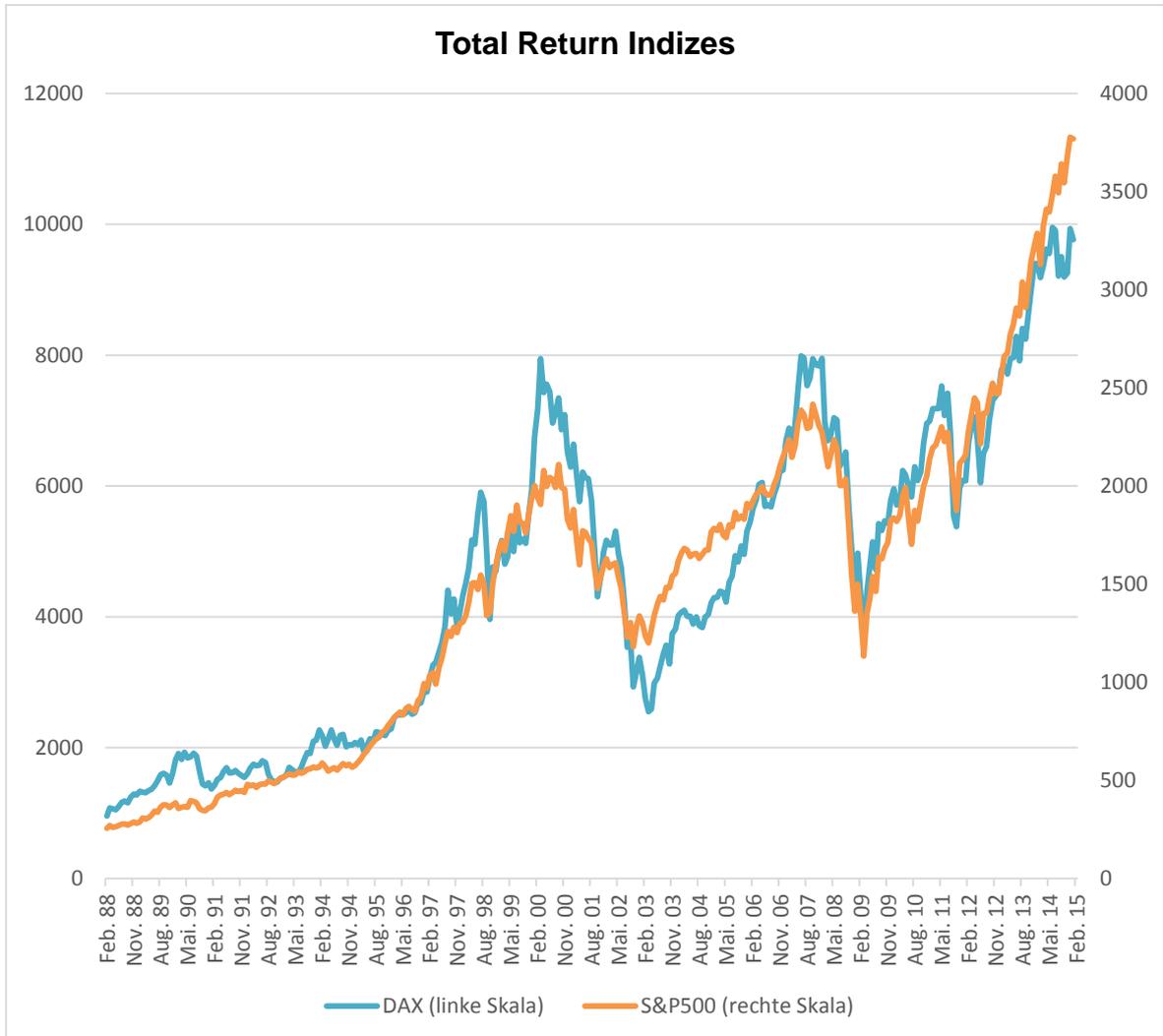


Abbildung 16. Aktienindizes: Deutschland und USA. Quelle: Thomson Reuters, 2014

Zahlreiche empirische Studien belegen, dass sich vor allem auf längere Sicht deutlich bessere Renditen mit einem breit diversifizierten Aktienportfolio erzielen lassen als mit einer risikolosen festverzinslichen Anlage. Das erzielbare Renditedifferential ist natürlich nichts anderes als die Prämie für das damit übernommene Risiko. Dabei ist zu beachten, dass sich durch eine möglichst breite Diversifikation das sog. „unsystematische Risiko“ von Einzelanlagen weitgehend eliminieren lässt, sodass der Investor letztlich nur das systematische, d.h. das durch die Volatilität des Gesamtmarktes induzierte Risiko tragen muss. Betrachtet man exemplarisch in einem fiktiven Beispiel die erzielbaren historischen Renditen für Anlagen in den DAX 30 zu unterschiedlichen Zeitpunkten und mit Halteperioden von 5, 10 und 20 Jahren, stellt man fest, dass es in den letzten 50 Jahren keine 20-Jahresperiode mit einem kumulierten Verlust aus einer solchen Anlagestrategie gegeben hat. Studien haben gezeigt, dass die durchschnittliche Rendite eines breit

gestreuten Aktienportfolios um ca. 6% -7% p.a. höher als eine alternative Investition in kurzfristige, sichere Anleihen liegt. Dies bedeutet nichts anderes als eine Kompensation der Anleger für die Übernahme des systematischen, also nicht durch weitere Streuung zu reduzierendes, Marktrisikos (vgl. Mehra/Prescott (1985) in ihrem bahnbrechenden Artikel zu diesem Thema). Dabei ist zu berücksichtigen, dass eine Investition in den DAX 30 keineswegs als ein allzu breit diversifiziertes Portfolio betrachtet werden sollte. So zeigen etwa Studien, dass deutsche Anleger, die ausschließlich in deutsche Aktien investieren, signifikante Ertragseinbußen von bis zu 2,4% p.a. relativ zu einem international orientierten Portfolio hinnehmen müssen (vgl. z.B. Bluetghen (2008)). Der sogenannte Home-Bias ist für deutsche Anleger (etwa relativ zu US-Anlegern) sehr ausgeprägt.

Viele deutsche private Haushalte investieren also trotz niedriger Zinsen nicht verstärkt in Aktien, sondern tätigen vermehrt Investitionen in Wohnimmobilien, sei es zum Zwecke der Eigennutzung oder zur Kapitalanlage. Abbildung 14 zeigt, dass der private Besitz von Wohneigentum im langfristigen Trend ansteigt, wobei allerdings anzumerken ist, dass die Zahlen sowohl neue Investitionen als auch eine höhere Bewertung existierenden Immobilienbesitzes umfassen. Allein im Zeitraum 2011 bis 2013 ist ein Anstieg von 11,6% zu verzeichnen. Getrieben ist diese Entwicklung auch durch die niedrigen Kreditzinsen und die geringen Renditen von festverzinslichen Anlagen mit geringem Risikogehalt.

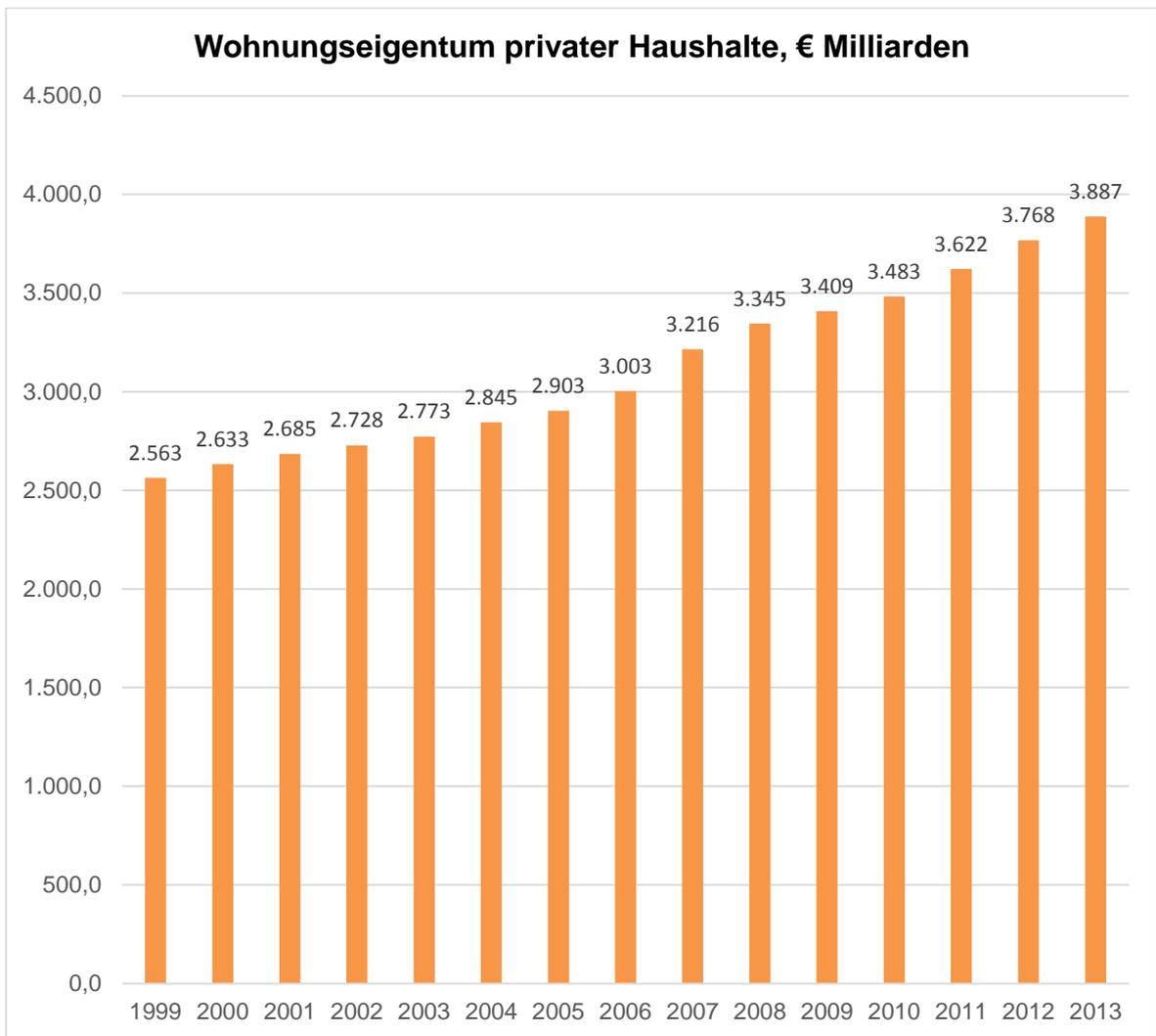


Abbildung 17. Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Vermögensbilanzen 1999 - 2013, eigene Berechnungen

In der Folge sind die durch unterschiedliche Indexkonzepte abgebildeten Häuserpreisindizes seit dem Jahr 2010 in Deutschland im Durchschnitt um mehr als 10% und damit deutlich angestiegen. Manche Marktbeobachter befürchten bereits die Entstehung einer Immobilienblase. Wenn man jedoch die Preisentwicklung von Wohnimmobilien in Deutschland in einen internationalen Kontext stellt, kann man eine Überbewertung zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht feststellen, zumal sich die nominelle Preisentwicklung in Deutschland zuvor über Jahre seitwärts bewegt hat (Abbildung 18).

Preisentwicklung deutscher Wohnimmobilien, 2010=100

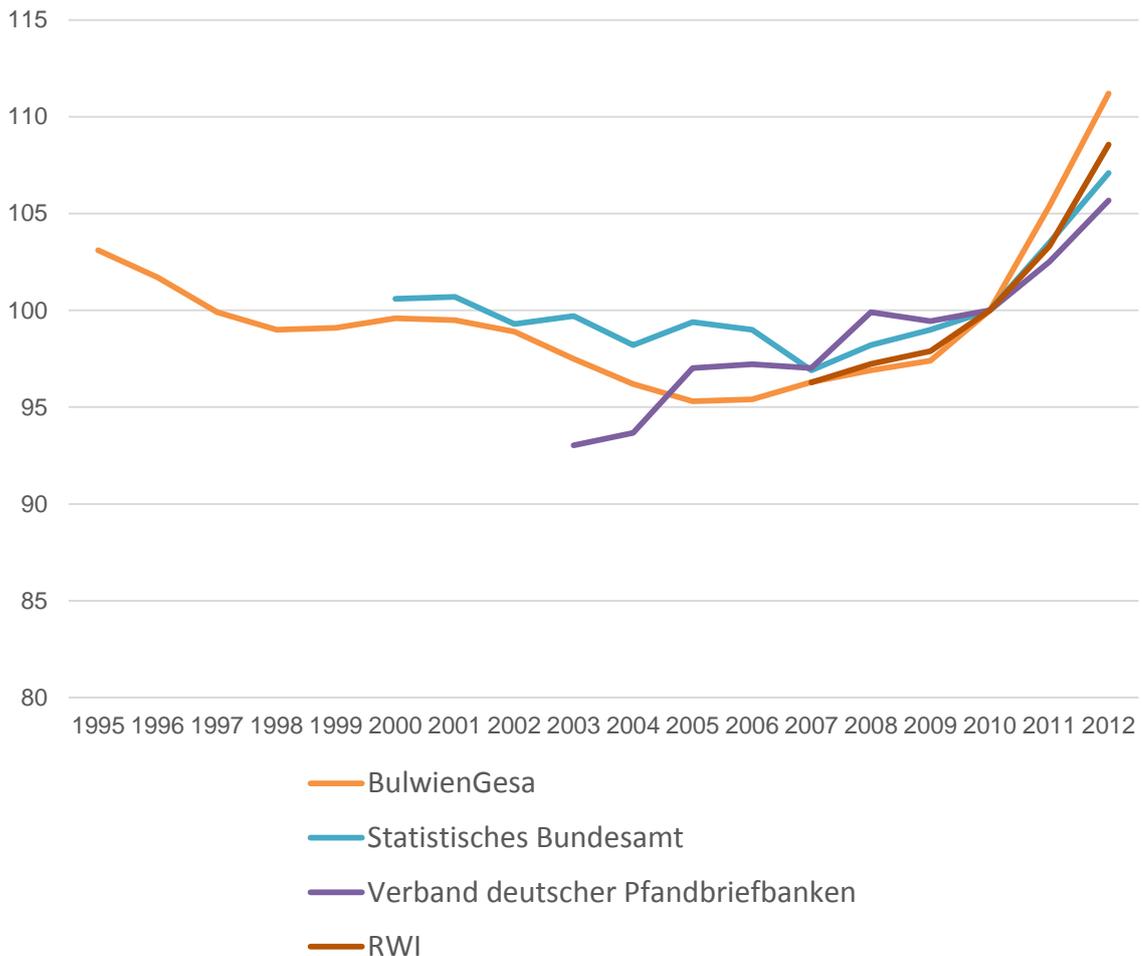


Abbildung 18. Quelle: Statistisches Bundesamt Sachverständigenrat – Jahresgutachten 2013; BulwienGesa; Verband deutscher Pfandbriefbanken; Rheinisch-Westfälischen Wirtschaftsinstitut (RWI)

Im internationalen Vergleich haben sich die Häuserpreise in Deutschland unterdurchschnittlich entwickelt (Abbildung 16). Dies gilt insbesondere im Vergleich zu den Häuserpreisentwicklungen in Ländern wie Italien, Irland oder Spanien, die noch heute unter den Folgen der letzten Immobilienblase zu leiden haben. Besonders deutlich wird dies im langfristigen internationalen Vergleich der Preise für Wohnimmobilien. Deutschland ist neben Japan das einzige Land in der OECD, in dem im 20-Jahresvergleich die Preiszuwächse für Wohnimmobilien inflationsbereinigt nicht positiv waren (siehe Abbildung 19). Dabei ist zu beachten, dass sich hinter diesen aggregierten Daten für Deutschland beträchtliche regionale Unterschiede verbergen und es vor allem in Ballungszentren und guten Lagen signifikante Zuwächse gegeben hat.

Nominale Hauspreisindizes im internationalen Vergleich, 1995=100

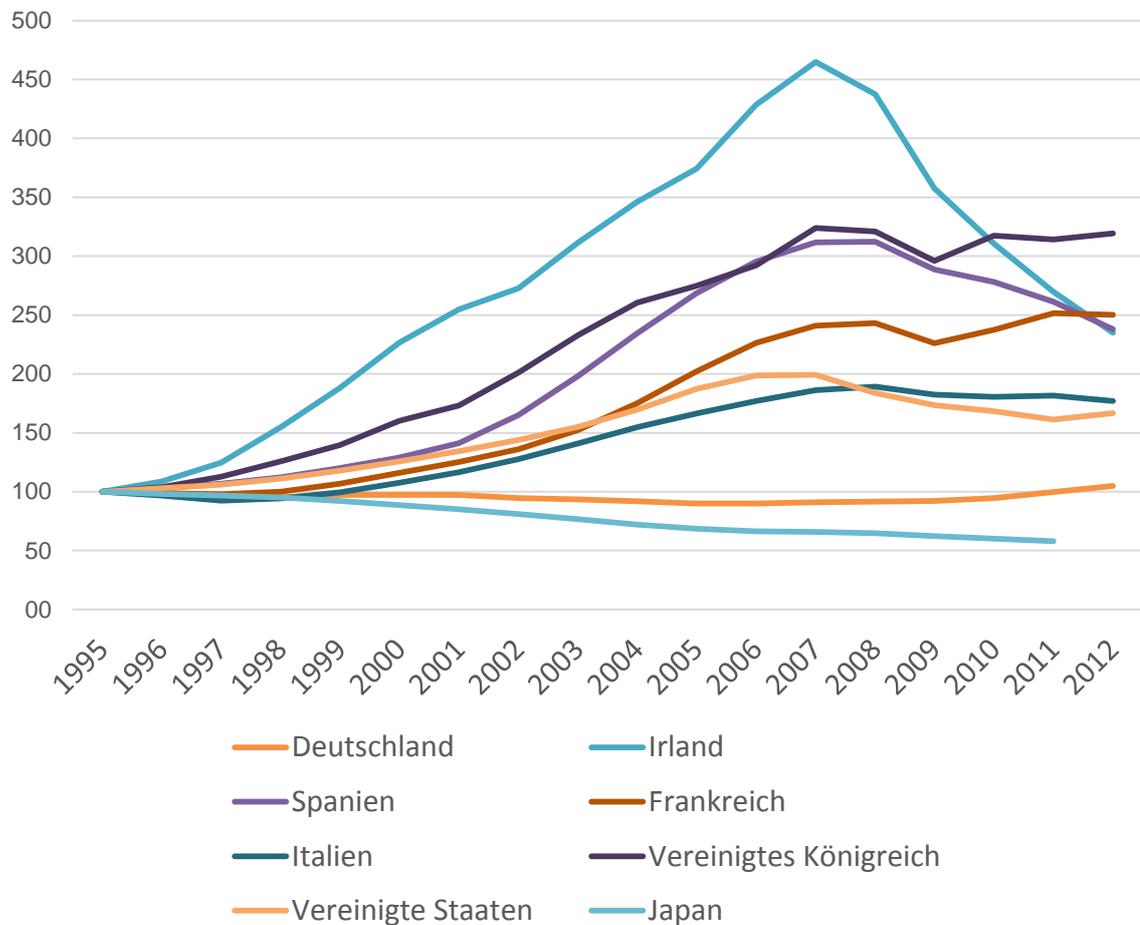


Abbildung 19. Quelle: Statistisches Bundesamt Sachverständigenrat – Jahresgutachten 2013; Deutsche Bundesbank, OECD

3.2 AUSWIRKUNGEN AUF DIE SPARQUOTE UND DAS KONSUMVERHALTEN

Im Folgenden werden die Auswirkungen der geringen Zinsen auf das Spar- und Konsumverhalten deutscher Privathaushalte betrachtet. Eine veränderte Sparquote wirkt sich perspektivisch auf die Vermögensbildung und damit auf die Altersvorsorge privater Haushalte aus.

Zunächst ist festzustellen, dass die Sparquote deutscher Privathaushalte seit dem Ende der Finanzkrise wieder sinkt bzw. die Konsumquote zunimmt und sich auf hohem Niveau zu stabilisieren scheint. Die Sparquote liegt derzeit bei ca. 9,4% (Abbildung 20).

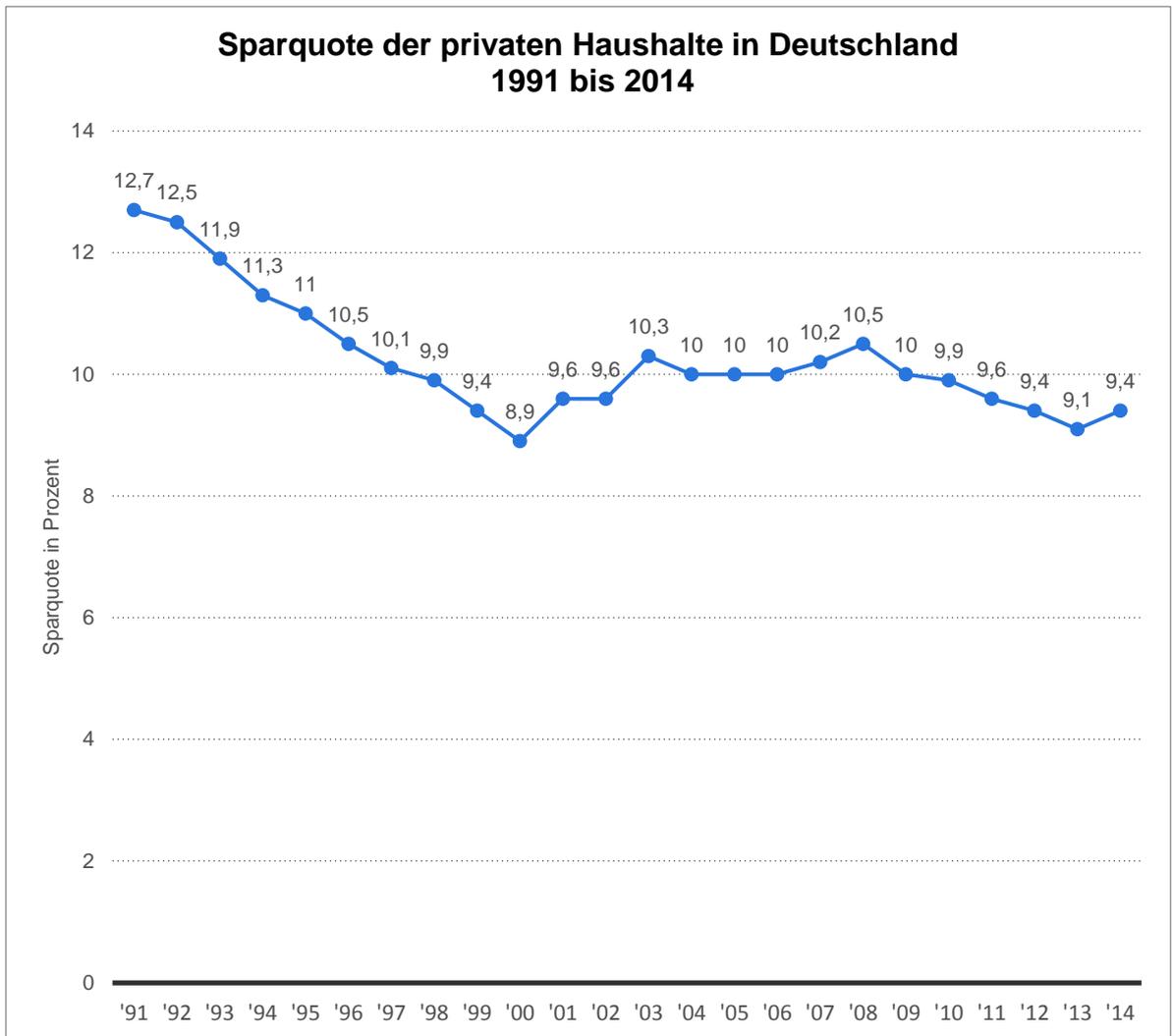


Abbildung 20. Quelle: Statistisches Bundesamt 2014

Dies schlägt sich auch in einer deutlichen Zunahme des Erwerbs langlebiger Gebrauchsgüter nieder, zu denen Haushaltsgeräte, Fahrzeuge und ähnliche Güter gehören. Abbildung 21 zeigt, dass der Wert dieses sog. „Gebrauchsvermögens“ seit 2010 um mehr als 55 Mrd. EUR auf mehr als 1.000 Mrd. EUR angewachsen ist.

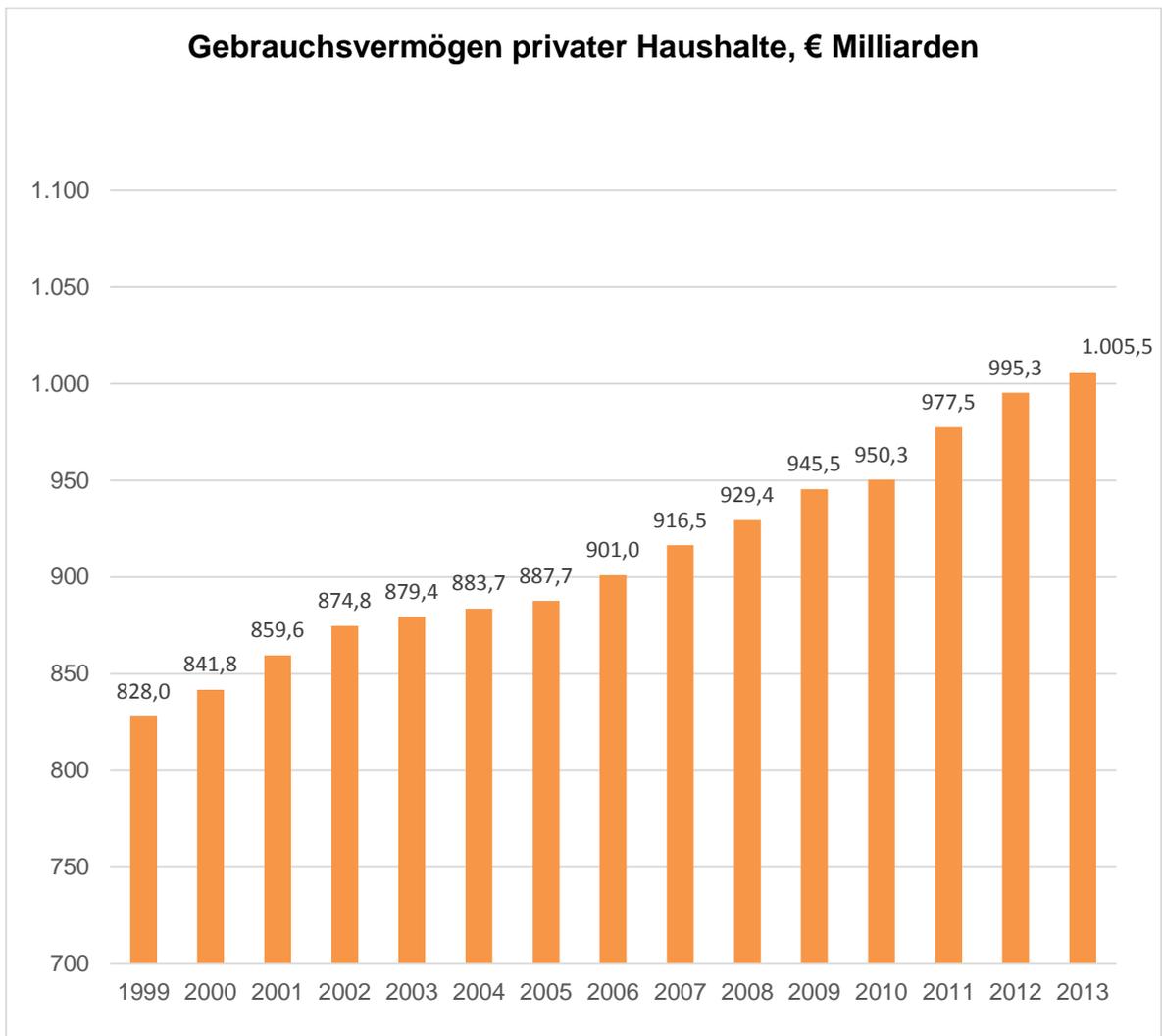


Abbildung 21. Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Vermögensbilanzen 1999 - 2013, eigene Berechnungen

Mit Blick auf die Vermögensentwicklung der privaten Haushalte in Deutschland kann man also festhalten:

- Der Wert des Vermögens der privaten Haushalte steigt seit Jahren an und befindet sich auf einem Rekordstand von mehr als 5.000 Mrd. EUR Ende des Jahres 2013.
- Trotz sehr niedriger Nominalzinsen und negativer Realverzinsung verbleibt der Anteil des Bargelds bzw. bargeldnahen Anlageformen auf hohem Niveau.
- Der Anteil des in Wertpapiere investierten Geldvermögens ist leicht rückläufig.
- Demgegenüber steigen private Investitionen in Immobilienvermögen sowie der Erwerb von langlebigen Gebrauchsgütern an.

3.3 AUSWIRKUNGEN AUF DIE ALTERSVORSORGE

Es stellt sich die Frage, wie stark sich langfristig niedrige (nominale und reale) Zinssätze insbesondere auf die Altersvorsorge privater Haushalte auswirken. Dazu soll anhand eines einfachen Simulationsmodells für einen durchschnittlichen deutschen Haushalt untersucht werden, wie hoch in alternativen Szenarien die Höhe der zu erwartenden Versorgungslücke sein könnte. In einem zweiten Schritt werden dann mögliche Anpassungsmaßnahmen besprochen.

Diese Analyse zeigt auf, dass der Zinseffekt die wesentliche Größe im gesamten Anlageprozess ist und andere Größen (wie etwa Lebenserwartung) deutlich dominiert. Oder anders formuliert: Negative Zins- und Zinseszinsseffekte haben vor allem bei langen Anlagezeiträumen einen bedeutenden Einfluss auf die künftige Vermögensbildung. Dies mag dem ökonomisch geschulten Betrachter trivial erscheinen, findet aber in der öffentlichen Diskussion kaum Beachtung und wird vielfach in der breiten Bevölkerung nicht gesehen. Dies belegen Tests zur „Finanziellen Allgemeinbildung“, die beispielsweise im Rahmen einer OECD-Studie durchgeführt wurden (vgl. Atkinson/Messy (2012)).

Um diese Effekte in einem langfristigen Ansparvorgang, der deutlich komplexer ist, zu betrachten, wird ein deutscher „Standardanleger“ unterstellt, der mit 20 Jahren einen Sparplan abschließt. Dieser soll der Deckung einer erwarteten Rentenlücke dienen und wird mit einer konstanten Sparquote auf das nominale Einkommen bespart. Ferner wird ein aktueller Sparanteil in Höhe von 9,2% des Nettoeinkommens unterstellt, der in etwa der Sparquote für sog. „Riesterrenten“ entspricht (vgl. Weber (2014)). Diese Sparquote bleibt für den „Musterhaushalt“ in dem Simulationsmodell konstant. Zudem wird von einem Anstieg des nominalen Einkommens in Höhe von 3% p.a. ausgegangen (Anstieg der Arbeitseinkommen in letzten zehn Jahren), so dass die absolute Höhe des Sparanteils über die Zeit zunimmt. In einem Basisszenario wird von einer durchschnittlichen Inflationsrate von 1,64% p.a. ausgegangen. Dies entspricht zur Zeit der Markterwartung für die Inflation in den kommenden 15 Jahren (vgl. Bloomberg). Des Weiteren unterstellt das Basisszenario eine Lebenserwartung von 85 Jahren (vgl. European Health and Life Expectancy Information System (2014)) und ein fixes Renteneintrittsalter von 64 Jahren. Im Zuge des Sparplans baut der Musterhaushalt also einen Kapitalstock auf, den er bis zu seinem Lebensende voll entnimmt (etwa im Zuge einer Leibrente). Schließlich wird eine konstante Kaufkraft der Entnahme unterstellt, d.h. die Entnahmerate steigt nominal mit der Inflationsrate. Es stellt sich die Frage, welcher Anteil des letzten Nettoeinkommens sich beim Renteneintritt durch einen solchen privaten Sparplan auffangen lässt und wie stark die Ergebnisse von den jeweiligen Parametern des Modells abhängen.

Abbildung 22 illustriert den Zeitpfad von Anspar- und Entnahmevergung für alternative reale Zinsen (für die nominalen Zinsen muss die unterstellte Inflationsrate von knapp 2% hinzuaddiert werden).

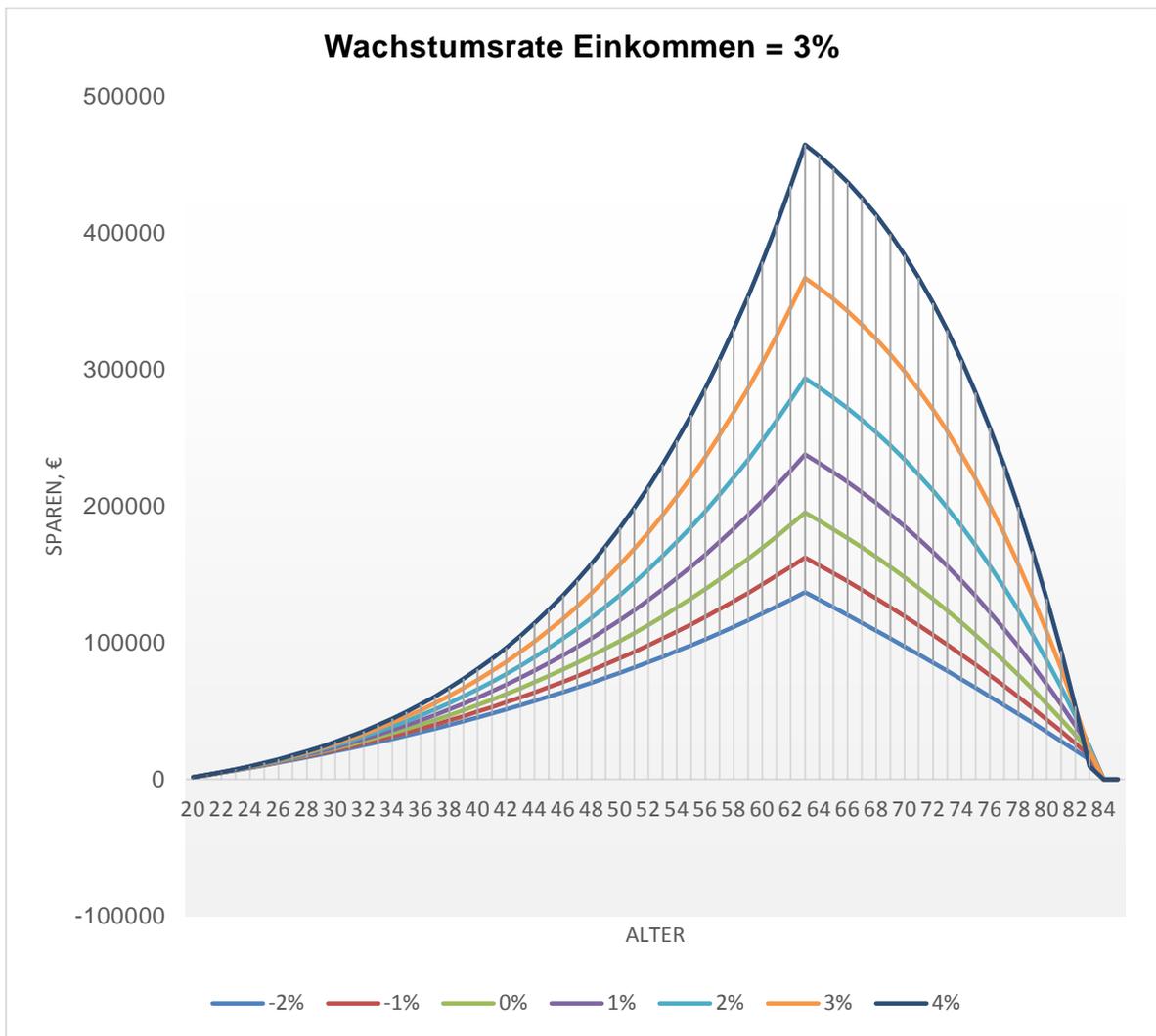


Abbildung 22. Illustration des Zeitpfades von Anspar- und Entnahmevergang, eigene Berechnungen

Der Haushalt startet mit Null Euro und entnimmt den gesamten angesparten Betrag vollständig. Je höher der Zinssatz, desto „steiler“ der Ansparprozess und desto mehr kann entnommen werden. Wie ausgeprägt diese Effekte sind und wie stark sie mit den jeweiligen Parametern variieren, zeigt Abbildung 23.

Ersatzquote in Abhängigkeit der Modellparameter

Zinsniveau (real)		-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%
Alter	20	8%	11%	14%	19%	27%	37%	51%
	30	5%	7%	9%	11%	15%	19%	25%
	40	3%	4%	5%	6%	8%	9%	12%
Sparanteil (% des Netto-Einkommens)	5	4%	6%	8%	11%	14%	20%	28%
	9,2	8%	11%	14%	19%	27%	37%	51%
	15	13%	17%	23%	32%	43%	60%	84%
Lebenserwartung	85	8%	11%	14%	19%	27%	37%	51%
	88	7%	9%	13%	17%	24%	34%	47%
	90	6%	8%	12%	16%	23%	32%	45%

Abbildung 23. Ersatzquote in Abhängigkeit der Modellparameter

Spart ein 20-Jähriger im Basisszenario beständig 9,2% seines Einkommens, kann er beim Renteneintritt für den Rest seines Lebens bei einem realen Zinssatz von 2% (knapp 4% nominal) immerhin 27% seines letzten Nettoeinkommens aus dem Sparplan ziehen. Bei einem Realzins von 0% (einem Nominalzins von knapp 2%) ist es nur knapp die Hälfte, nämlich 14%. Es entgehen dem im Modell unterstellten Standardrentner mit einem durchschnittlichen letzten Nettoeinkommen von 2000 Euro pro Monat also 3360 Euro im Jahr. Statt 540 Euro an zusätzlicher Rente sind es nur 280 Euro pro Monat. Bei einem negativen Realzins von 1% sind es sogar nur 220 Euro, während der zusätzliche monatliche Einkommensbetrag bei einem realen Zinssatz von 4% 1020 Euro beträgt. Der Zinseffekt ist also beachtlich!

Dieser Effekt ist wesentlich weniger ausgeprägt, wenn man unterschiedliche Lebenserwartungen unterstellt. Diese ändern den relativen Entnahmebetrag nur wenig, unterstellt man realistische Parameterbereiche. So reduziert ein Anstieg der Lebenserwartung um 5 Jahre bei einem realen Zinssatz von 0% die Entnahmekquote nur um 2%. Dies ist durchaus plausibel, da der Zinseffekt eben nicht nur in der Rentenphase, sondern auch in der Ansparphase eine zentrale Rolle spielt. Ähnliche Effekte wie beim Zinseffekt ergeben sich nur bei deutlichen Änderungen des Sparstarts bzw. bei der Höhe der Sparquote (siehe oben). So kann bei einem realen Zinssatz von 2% 10 Jahre später mit dem Ansparplan begonnen werden, um auf etwa die gleiche Entnahmekquote von 14% zu kommen (wie bei 0% Zinsen und einem Ansparbeginn mit 20 Jahren). Ähnliches gilt für die Sparquote, die fast um die Hälfte reduziert werden kann (wenn der Zinssatz statt 0% 2% beträgt). Konkret kann die Sparquote von 9,2% auf 5% sinken, um eine Entnahmekquote von 14% zu erreichen (vgl. Abbildung 23).

Daraus ergeben sich auch die wesentlichen Implikationen für die privaten Haushalte bei langfristig niedrigen Zinsen:

- Die Haushalte können die Konsequenzen niedriger Zinsen einfach akzeptieren und entsprechend im Alter weniger konsumieren. Dabei ist zu berücksichtigen, dass dies nur bei auskömmlichen Renten umsetzbar ist. Bei niedrigen Fällen droht vermehrte Altersarmut.
- Alternativ können sie mehr oder früher sparen, d.h. über das gesamte Erwerbsalter hinweg weniger konsumieren. Eine solche Verhaltensänderung ist zumindest derzeit nicht zu beobachten, da die Konsumquote eher steigt.
- Schließlich können sie ihr Anlageverhalten ändern, in Vermögenswerte mit einem höheren systematischen Risiko diversifiziert investieren und damit die erwartete Ertragsrate ihres Kapitals steigern. Auch dies ist nicht festzustellen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass bei einem länger andauernden Niedrigzinsumfeld signifikante Versorgungslücken ergeben werden, wenn sich nicht das Spar- und/oder Anlageverhalten der Privatanleger signifikant verändert.

3.4 PRIVATE HAUSHALTE – VERMÖGENSEFFEKTE

Wie hoch die negativen Effekte eines anhaltenden Niedrigzinsumfelds sein können, verdeutlicht auch eine alternative Betrachtungsweise, bei der versucht werden soll, den kumulativen Effekt niedriger Zinsen auf die Vermögensbildung privater Haushalte abzuschätzen. Die Höhe der potenziellen Vermögenseffekte hängt insbesondere von der Dauer der Niedrigzinsphase, der Höhe der angenommenen Zinsdifferenz zwischen der Niedrigzinsphase und einem alternativen „normalisierten“ Zinsniveau sowie der absoluten Höhe und zeitlichen Entwicklung des als Bargeld und Einlagen gehaltenen Geldvermögens ab. Zusätzlich müssen die Höhe und zeitliche Entwicklung der Verschuldung privater Haushalte berücksichtigt werden, da Haushalte mit einer positiven Nettoverschuldung von der Niedrigzinsphase ebenso profitieren wie Staaten und Teile des Unternehmenssektors.

In einem einfachen Modell sollen die kombinierten Effekte auf die Vermögensentwicklung privater Haushalte in Deutschland abgeschätzt werden. Dazu werden in einer Szenariorechnung die folgenden Annahmen zugrunde gelegt:

- Dauer der Niedrigzinsphase: 3 bis 5 Jahre
- Höhe der angenommenen Zinsdifferenz zwischen der Niedrigzinsphase und einem alternativen „normalisierten“ Zinsniveau: 1,0% p.a., 1,5% p.a. und 2,0% p.a.
- Per Ende 2013 lag das Bruttogeldvermögen privater Haushalte in Deutschland bei ca. 5.020 Mrd. EUR. Davon entfielen ca. 1.970 Mrd. EUR auf Bargeld bzw. Einlagen. Zum gleichen Zeitpunkt betrug die Verschuldung privater Haushalte ca. 1.580 Mrd. EUR.

- Zur Abschätzung der Entwicklung des Geldvermögens und der jeweiligen Allokation auf Bargeld/Einlagen wurden folgende Annahmen getroffen: Das Bruttogeldvermögen wächst in den kommenden drei bis fünf Jahren weiterhin mit einer Rate von 3,5% p.a.; dies entspricht der durchschnittlichen Entwicklung der letzten fünf Jahre. Der Anteil des auf Bargeld und Einlagen entfallenden Anteils beträgt 39% und verbleibt damit auf dem durchschnittlichen Niveau der letzten fünf Jahre.

Abbildung 24 zeigt in einer Matrix den kumulierten Vermögensverlust, der sich in Abhängigkeit von der Dauer der Niedrigzinsphase und der Höhe des Zinsdifferentials ergibt:

Sensitivitätsmatrix

(kumulierter Nettovermögensverlust über 3, 4 oder 5 Jahre), in Mrd. EUR

Zeitdauer (in Jahren)		3	4	5
Zinsdifferenz (in % p.a.)	1	15	22	29
	1,5	23	33	44
	2	31	45	59

Abbildung 24. Kumulierter Nettovermögensverlust privater Haushalte (in Mrd. EUR)

Bei einer fünfjährigen Niedrigzinsphase und einem durchschnittlichen Zinsverlust in Höhe von 2% p.a. verlieren die deutschen Privathaushalte ca. 59 Mrd. EUR. Dieser Betrag stellt den kumulierten Wert der entgangenen Zinserträge dar. Dabei sind die positiven Effekte, die Haushalten mit einer Nettoverschuldung durch eine geringere Zinsbelastung zugutekommen, berücksichtigt. Würde die Niedrigzinsphase zehn Jahre lang anhalten, würde der kumulierte Vermögensschaden mehr als 100 Mrd. EUR betragen. Abbildung 24 verdeutlicht jedoch, dass die Sensitivitäten sowohl bei der Variation des Zinsnachteils als auch bei der Dauer der Niedrigzinsphase hoch sind. Aufgrund der Unsicherheit über Länge und Intensität des gegenwärtigen Niedrigzinsumfelds und der damit verbundenen Schwankungsbreiten der ggf. entstehenden Vermögensnachteile erscheint eine Konkretisierung und Einengung des hier skizzierten Schätzintervalls nicht sinnvoll.

Allerdings können die individuellen Effekte sehr unterschiedlich sein. Einen Eindruck vermittelt die Matrix in Abbildung 24, die die Vermögensverluste für die unterschiedlichen Zinsdifferenziale und Zeitdauern für die Bruttovermögenseffekte – d.h. ohne Berücksichtigung der Verschuldung – aufführt. Bei einer fünfjährigen Niedrigzinsphase und einem Zinsdifferential von 2% p.a. beträgt der Bruttovermögensverlust ca. 224 Mrd. EUR (Abbildung 25).

Sensitivitätsmatrix

(kumulierter Bruttovermögensverlust über 3, 4 oder 5 Jahre), ohne Verschuldung, in Mrd. EUR

Zeitdauer (in Jahren)		3	4	5
Zinsdifferenz (in % p.a.)	1	63	86	110
	1,5	95	130	166
	2	128	175	224

Abbildung 25. Kumulierter Bruttovermögensverlust privater Haushalte (in Mrd. EUR)

Betrachtet man zusätzlich noch die korrespondierenden Werte pro Haushalt, ergeben sich die beiden nachfolgenden Matrizen, wenn man jeweils von 39.900.000 Haushalten in Deutschland ausgeht (Statistisches Bundesamt 2014). Bei einer fünfjährigen Niedrigzinsphase und einem Zinsnachteil von 2% p.a. beträgt der durchschnittliche Nettovermögensverlust pro Haushalt rund 1.500 EUR. Bei dieser Berechnung sind die Schulden der privaten Haushalte auf alle Haushalte verteilt (Abbildung 26).

Stellt man eine Bruttobetrachtung an, bei der man die Verschuldung nicht berücksichtigt, liegt der entsprechende Vermögensverlust bei ca. 5.600 EUR pro Haushalt.

Vermögenseffekte pro Haushalt (saldiert mit Schulden)

Zeitdauer (in Jahren)		3	4	5
Zinsdifferenz (in % p.a.)	1	389	551	730
	1,5	585	832	1104
	2	784	1117	1486

Vermögenseffekte pro Haushalt (ohne Schulden)

Zeitdauer (in Jahren)		3	4	5
Zinsdifferenz (in % p.a.)	1	1588	2158	2748
	1,5	2393	3260	4163
	2	3206	4379	5605

Abbildung 26. Kumulierte Vermögensverluste pro Haushalt (in EUR)

Diese beiden Werte würden sich annähernd verdoppeln, wenn die Niedrigzinsphase zehn Jahre anhalten würde.

Ende des Jahres 2013 lag das durchschnittliche Bruttovermögen pro Haushalt bei ca. 126.000 EUR, davon entfielen ca. 49.000 EUR auf Bargeld und Einlagen. Bezieht man den möglichen Vermögensverlust in Höhe von ca. 5.600 EUR über fünf

Jahre bei einem Zinsdifferential von 2% p.a. auf diesen Wert, so beträgt der rechnerische Vermögensverlust immerhin ca. 11%.

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ist zu berücksichtigen, dass auch die öffentlichen Haushalte zu den Profiteuren niedriger Zinsen gehören. Reduzierte Zinsausgaben erhöhen den Spielraum der öffentlichen Haushalte und können dazu beitragen, dass mehr Geld für öffentliche Investitionen oder gar Steuersenkungen zur Verfügung steht.

4. Auswirkungen auf Institutionelle Investoren

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld kann außerdem insbesondere mittelfristig Auswirkungen auf die Rentabilität und damit letztlich auch die Stabilität institutioneller Investoren haben. Die potenziellen Effekte sind vielfältig und zudem stark mit den sich verändernden regulatorischen Rahmenbedingungen der jeweiligen Investorenklasse verknüpft. Daher kann an dieser Stelle nur eine grobe Einschätzung der Auswirkungen auf Lebensversicherer und Banken gegeben werden.

4.1 LEBENSVERSICHERUNGEN

Für viele deutsche Sparer ist der Abschluss einer Lebensversicherung ein wichtiger Baustein zur Absicherung eines Sterbefalls (Risikolebensversicherung) oder ein Instrument zur privaten Altersvorsorge (Kapitallebensversicherung), das neben dem Sparziel auch eine Versicherungskomponente im Todesfall beinhaltet. In Deutschland gewähren Kapitallebensversicherungen typischerweise eine Garantieverzinsung auf den Sparanteil des eingezahlten Kapitals, der eine Mindestverzinsung der Versicherungssumme über eine vertraglich fixierte Laufzeit zum Gegenstand hat. Solange die Renditen aus dem Portfoliomanagement der Lebensversicherer deutlich höher als die gewählte Garantieverzinsung ausfallen, ist dies unproblematisch. Schwierig kann es dann werden, wenn es den Lebensversicherern aufgrund der jeweiligen Situation auf den Kapitalmärkten schwerer fällt, die erforderlichen Renditen zu erwirtschaften. In Zeiten niedriger Zinsen auch auf Staatsanleihen mit langer Restlaufzeit (flache Zinsstrukturkurve) kann sich über die Zeit eine Situation einstellen, in der es den Lebensversicherern aufgrund regulatorischer Vorgaben zum zulässigen Risikogehalt im Anlageportfolio schwerer fällt, die garantierte Mindestverzinsung zu erwirtschaften. Erschwerend kommt hinzu, dass sich die seit einigen Jahren festzustellende Reduzierung der Garantieverzinsung (Abbildung 27) von 2,25% im Jahr 2007 auf 1,25% ab dem Jahr 2015 nur auf das Neugeschäft auswirkt. Die Altbestände sind deutlich höher verzinst. Um diese bedienen zu können, müssen die Lebensversicherer nach und nach ihre Bewertungsreserven auflösen, die sie in guten Zeiten für eben solche Marktsituationen gebildet haben. Dennoch kann sich auf Dauer eine Gefahr für die Solvenz der Lebensversicherer vor allem dann ergeben, wenn der Garantiezins über dem langfristigen Marktzins liegt. Hinzu kann ein Missverhältnis bei den Laufzeiten kommen, wenn Vertragslaufzeit und Anlagehorizont nicht übereinstimmen.

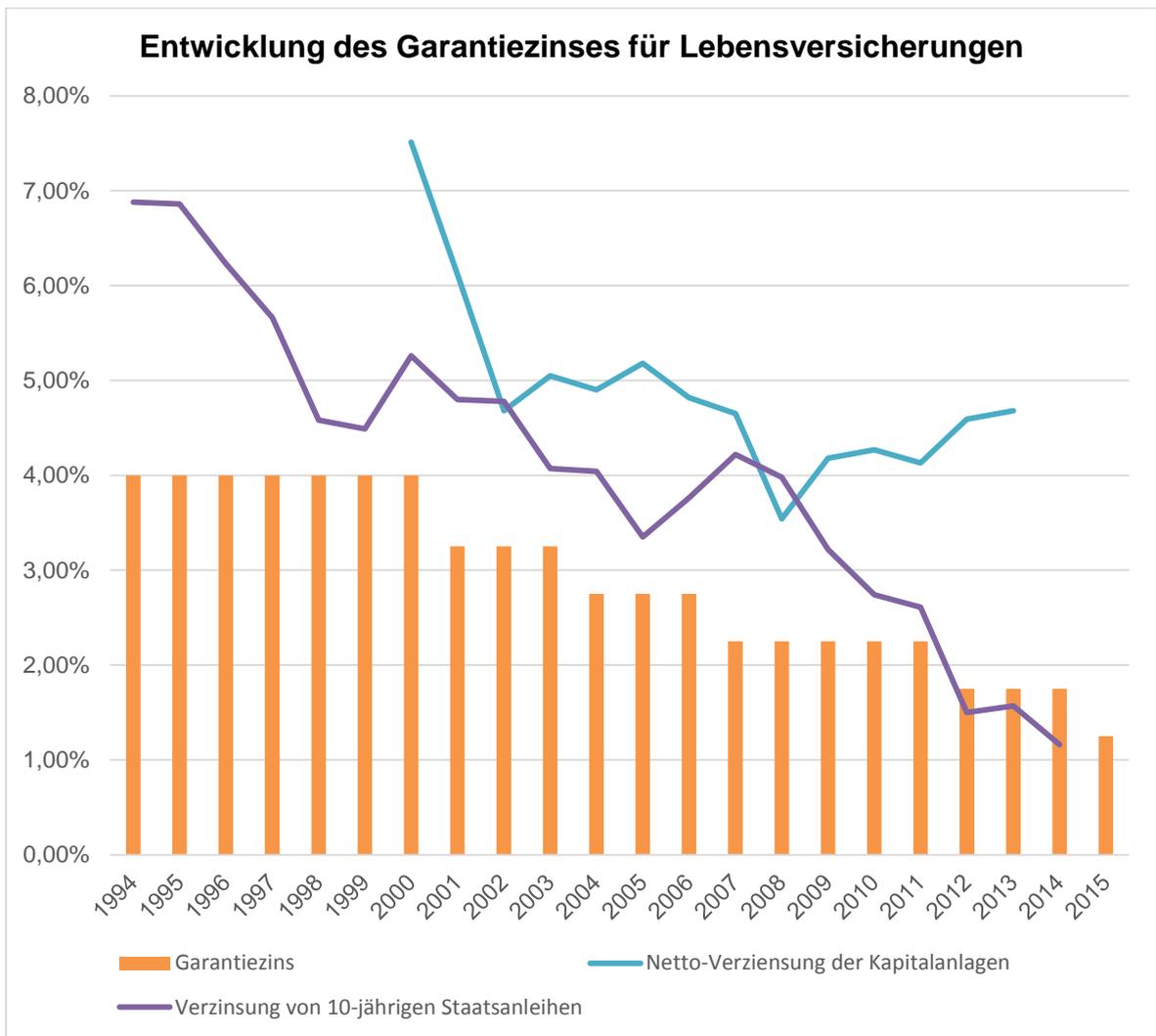


Abbildung 27. Quelle: Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V., Bundesbank, OECD, 2015

Diese Wirkungen sind in einem aktuellen Working Paper von CFS/SAFE (vgl. Berdin/Gründl (2014)) untersucht worden. Ziel war es, die potenziellen Solvenzrisiken für einen typisierten deutschen Lebensversicherer zu modellieren. Dabei wurden im Rahmen eines finanztheoretischen Modells die Entwicklungen des Wertes der Anlagen unter bestimmten Prämissen und die Implikationen für die Solvenz von Lebensversicherern abgeschätzt.

Die der Studie zugrunde liegenden Annahmen spiegeln im Wesentlichen die tatsächliche Situation in der deutschen Lebensversicherungsbranche wider. So wird von einer Struktur der Lebensversicherer ausgegangen, die im Wesentlichen auf Staatsanleihen und Pfandbriefen basiert (92%) und nur 5% Aktien bzw. 4% Immobilienanlagen beinhaltet. Die durchschnittliche Fälligkeitsstruktur der Anleihen beträgt 7-10 Jahre und ist damit deutlich geringer als die Laufzeit der Verträge. Die weiteren Annahmen verstärken eher die finalen Resultate, da sie die Situation der deutschen Lebensversicherer als zu positiv betrachten, so wird von einem permanenten Strom von Zuflüssen ausgegangen, d.h. von Vertragskündigungen abgesehen, Kreditausfallrisiken werden negiert.

Dennoch sind die Konsequenzen einer länger anhaltenden Phase niedriger nominaler Zinsen ernüchternd. Berdin/Gründl (2014) zeigen, dass eine längere Phase niedriger nominaler Zinsen sich trotz bestehender Bewertungsreserven massiv auf die Substanz der deutschen Lebensversicherer auswirken wird und sich damit auch ein deutlich erhöhtes Solvenzrisiko ergibt. Ein wesentlicher Grund für dieses Resultat liegt im Missverhältnis zwischen Verbindlichkeiten und Anlagen. Bei alten Verträgen mit hohen Garantiezinsen können die neuen Zuflüsse aktuell und in der Zukunft nur zu sehr niedrigen Zinsen angelegt werden. Die jüngst getroffenen regulatorischen Maßnahmen mildern zwar das Solvenzrisiko deutlich, dennoch bleibt ein nennenswertes Solvenzrisiko bestehen. Lediglich ein Anstieg der nominalen Zinsen kann dem entgegenwirken. In diesem Szenario wirkt der obige Mechanismus umgekehrt: Höhere Anlagezinsen treffen auf niedrige Garantiezinsen und erlauben es daher den Lebensversicherungsgesellschaften ein Polster anzulegen.

Die wesentlichen Resultate dieser Überlegungen sind zum einen, dass ein länger anhaltendes Niedrigzinsrisiko die Solvenzrisiken in der deutschen Lebensversicherungsbranche signifikant erhöht. Zum anderen bedeutet dies für Anleger auch, dass bei steigenden Zinsen angesichts der aus Sicht der Regulierer dominierenden Zielsetzung, die Solvenz der Lebensversicherer zu verbessern, mit einer Anhebung der Garantieverzinsung auf absehbare Zeit nicht gerechnet werden kann. Daher wird die klassische Lebensversicherung, traditionell ein wichtiger Anteil im Portfolio deutscher Privathaushalte, auf absehbare Zeit keine attraktive Verzinsung bringen.

Wesentliche Ursache hinter dieser Entwicklung ist nicht nur das niedrige Zinsniveau, sondern auch der Umstand, dass deutsche Lebensversicherer zu sehr großen Teilen in risikoarmen festverzinslichen Vermögenswerten investiert sind. Dies steht im deutlichen Unterschied zu Lebensversicherern und Pensionskassen in anderen OECD-Ländern (vgl. Town Watson (2014)). Insbesondere der Fall der Schweiz mag als adäquater Vergleich dienen, da die Schweizer Institutionen auch schon für längere Zeit einem Niedrigzinsumfeld ausgesetzt sind. Der zentrale Unterschied der Anlagepolitik ist nicht nur, dass die Schweizer Pensionskassen einen grundsätzlich wesentlich höheren Anteil von Aktienwerten haben (im Durchschnitt ca. ein Drittel der Vermögenswerte sind in Aktien investiert), sondern, dass die Schweizer Pensionskassen eine internationale Diversifikationsstrategie gefahren haben. Sowohl der Anteil internationaler Bonds wie auch der internationaler Aktien wurde in den letzten Jahren von Schweizer Pensionskassen deutlich erhöht (vgl. Tower Watson (2014)). Dieser Effekt ist auch in anderen Ländern zu beobachten, aber besonders stark in der Schweiz. Diese stärkere internationale Diversifikationsstrategie nicht zuletzt vor dem Hintergrund der niedrigen Zinsen in der Schweiz erlaubt einen höheren Aktienanteil bei nicht parallel steigendem Portfoliorisiko.

4.2 BANKEN

Auch die Banken leiden unter der anhaltenden Niedrigzinsphase. Abbildung 28 verdeutlicht, dass die durchschnittliche Zinsspanne der deutschen Kreditinstitute über alle Institutsgruppen hinweg nur einen leicht rückläufigen Trend aufweist.

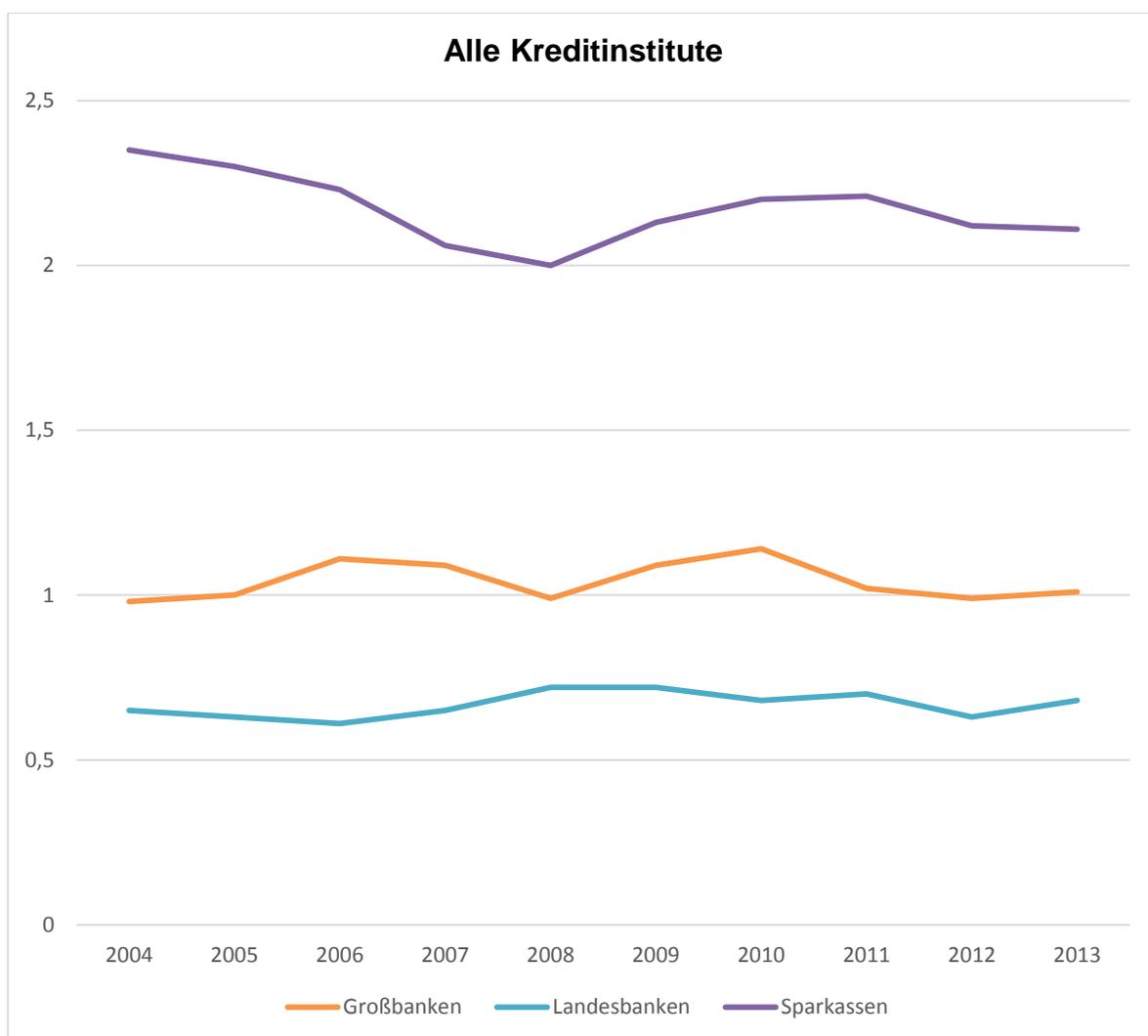


Abbildung 28. Zinserträge und Zinsaufwendungen deutscher Kreditinstitute im Zinszyklus (in % der Bilanzsumme), Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

Wenn man aber die Entwicklung der Zinsspannen nach den unterschiedlichen Institutsgruppen segmentiert, wird deutlich, dass sich sowohl die Niveaus der Brutto-Zinsspannen je nach Institutsgruppe unterscheiden als auch die Volatilität der Spannen im Zeitablauf maßgeblich von der Art der Institutsgruppe und damit letztlich auch vom Geschäftsmodell abhängt. Bei den Großbanken fällt auf, dass vor allem seit dem Ausbruch der Finanzkrise eine deutliche Verengung der Margen festzustellen ist, die sich nach einer kurzen Erholung im Verlauf der Eurokrise wieder verschärft hat (Abbildung 28a).

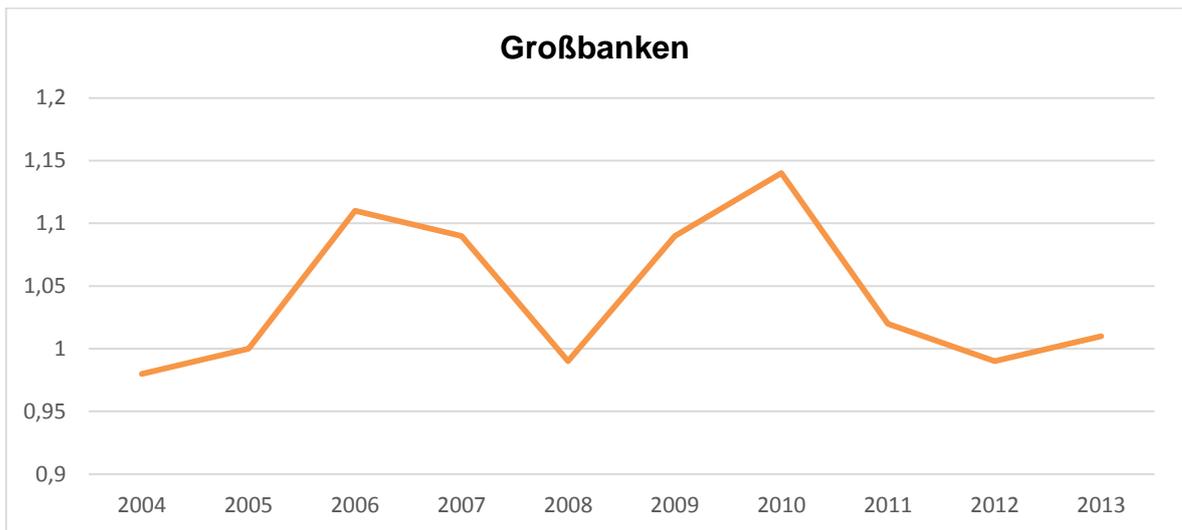


Abbildung 28a. Zinserträge und Zinsaufwendungen deutscher Großbanken im Zinszyklus (in % der Bilanzsumme), Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

Dies ist insbesondere auf die kombinierte Wirkung zweier Effekte zurückzuführen: Zum einen hat die expansive Geldpolitik der EZB zu einer hohen Liquiditätsausstattung im deutschen und europäischen Bankensystem geführt und zum anderen trifft die hohe Kreditbereitschaft der Banken auf eine nach wie vor schleppende Kreditnachfrage von Unternehmen und privaten Haushalten. In Verbindung mit strukturellen Überkapazitäten im europäischen Bankensektor führt diese Marktkonstellation zu einem erheblichen Margendruck im Kreditgeschäft. Zum Teil werden diese Effekte durch die Präferenz deutscher Sparer für liquiditätsnahe Anlagen abgeschwächt, auch wenn diese nur sehr niedrig oder gar nicht verzinst werden.

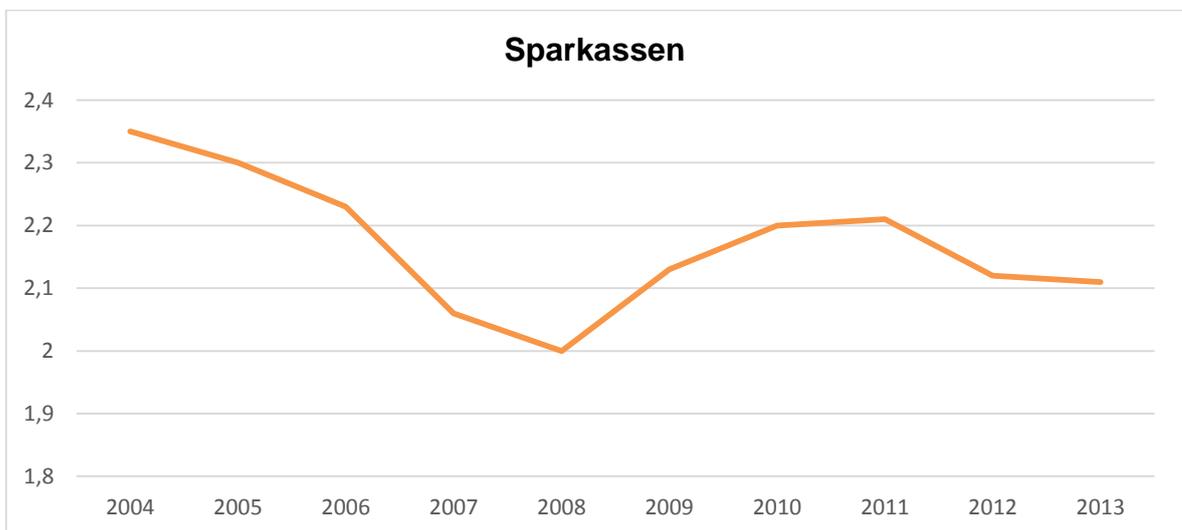


Abbildung 28b. Zinserträge und Zinsaufwendungen deutscher Sparkassen im Zinszyklus (in % der Bilanzsumme), Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

Betrachtet man die Entwicklung der Brutto-Zinsspannen der Sparkassen (Abbildung 28b), stellt man fest, dass sich die Brutto-Rentabilität des Kreditgeschäftes auf einem deutlich höheren Niveau als bei den Großbanken bewegt. Zwar kann man

auch in dieser Institutsgruppe leichte Einbußen während der Finanzkrise und der europäischen Staatsschuldenkrise beobachten, aber diese sind deutlich moderater als bei den Großbanken. Dies dürfte zum einen auf die günstigen Refinanzierungskosten der Sparkassen und zum anderen auf das vergleichsweise risikoarme Geschäftsmodell der Sparkassen zurückzuführen sein. Zum Vergleich zeigt Abbildung 28c auch die korrespondierenden Margen im Landesbankensektor, die sich auf einem insgesamt deutlich niedrigeren Niveau bewegen als bei den anderen Institutsgruppen. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass die Profitabilität der Landesbanken sehr heterogen ist.



Abbildung 28c. Zinserträge und Zinsaufwendungen deutscher Landesbanken im Zinszyklus (in % der Bilanzsumme), Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

Auf lange Sicht kann die anhaltende Niedrigzinsphase deutlich negative Auswirkungen auf die Ertragsstärke von wesentlichen Teilen des deutschen Bankensystems haben und damit letztlich auch auf die Stabilität des Finanzsystems insgesamt. Denn ein stabiles Bankensystem ist ohne ertragsstarke Banken nicht vorstellbar.

5. Fazit

- Im Nachgang der Wirtschafts- und Finanzkrise kam es zu einer deutlichen Reduktion der Zentralbankzinsen.
- Zusammen mit der Staatsschuldenkrise in der Eurozone sind auch die nominalen Zinsen auf deutsche Staatsanleihen auf ein historisch niedriges Niveau gefallen.
- Die anhaltende Niedrigzinspolitik der EZB hat dazu geführt, dass sich die nominale Verzinsung sämtlicher geldmarktnaher Anlagen auf einem Allzeittief befindet.
- Die reale Verzinsung von kurzfristigen Sicht- und Termineinlagen sowie für Bundesanleihen ist negativ.
- Sowohl monetäre als auch realwirtschaftliche Faktoren sprechen dafür, dass zumindest mittelfristig, d.h. für die kommenden 3 bis 5 Jahre, mit niedrigen Zinsen am kurzen und langen Ende zu rechnen ist.

Auswirkungen auf private Anleger

- Bei einer fünfjährigen Niedrigzinsphase und einem durchschnittlichen Zinsverlust in Höhe von 2% p.a. verlieren die deutschen Privathaushalte ca. 59 Mrd. EUR. Dieser Betrag stellt den kumulierten Wert der entgangenen Zinserträge dar. Dabei sind die positiven Effekte, die Haushalte mit einer Nettoverschuldung durch eine geringere Zinsbelastung zugutekommen, berücksichtigt. Würde die Niedrigzinsphase zehn Jahre lang anhalten, würde der kumulierte Vermögensschaden mehr als 100 Mrd. EUR betragen.
- Die Haushalte können die Konsequenzen niedriger Zinsen einfach akzeptieren und entsprechend im Alter weniger konsumieren. Dabei ist zu berücksichtigen, dass dies nur bei auskömmlichen Renten umsetzbar ist. Bei niedrigen Fällen droht vermehrte Altersarmut.
- Die nominal und real niedrige Verzinsung geldnaher Anlagen führt dazu, dass die Sparer heute früher und auch mit einem höheren Betrag anfangen müssten zu sparen, um einen definierten Lebensstandard im Alter zu erreichen. Eine solche Verhaltensänderung ist zumindest derzeit nicht zu beobachten, da die Konsumquote eher steigt.
- Schließlich können sie ihr Anlageverhalten ändern, indem sie in Vermögenswerte mit einem höheren systematischen Risiko diversifiziert investieren und damit die erwartete Rendite auf ihr eingesetztes Kapital steigern. Auch dies ist nicht festzustellen.
- Die reale Verzinsung von Spareinlagen liegt im langfristigen Durchschnitt nur knapp über der Nulllinie. Dies bedeutet, dass ein realer

Vermögensaufbau (also unter Berücksichtigung der Inflationsrate) mit geldnahen Anlageformen alleine kaum darstellbar ist.

- Derzeit findet eine Umschichtung in Immobilienvermögen statt, die vor allem von den niedrigen Finanzierungskosten getrieben ist und bereits zu einem deutlichen Anstieg der einschlägigen Häuserpreisindizes geführt hat.
- Steigende Investitionen in selbst genutztes oder zum Zwecke der Kapitalanlage erworbenes Immobilienvermögen betreffen jedoch nur einen kleinen Teil der Anleger.
- Da der Wertpapieranteil im Portfolio vor allem bei privaten Investoren mit einem durchschnittlichen Anteil von 23% am Geldvermögen recht niedrig ist, profitieren viele Privatanleger nicht von den boomenden Aktienmärkten.
- Darüber hinaus ist eine Vermögensumschichtung in langlebige Konsumgüter festzustellen.

Auswirkungen auf Lebensversicherungen

- Rückgang der Garantiezinsen langsamer als der Rückgang der Verzinsungen von Staatsanleihen
- Deutlich erhöhtes Solvenzrisiko, etwas gemildert durch jüngste regulatorische Eingriffe
- Auch bei steigenden Zinsen nur wenig Potenzial auf Erhöhung der Garantiezinsen

Auswirkungen auf Banken

- Die Ergebnissituation ist in der deutschen Kreditwirtschaft nach wie vor schwierig. Dies betrifft alle drei Säulen (Privatbanken, Genossenschaftsbanken und Sparkassen)
- Gründe sind die hohe Liquidität im Bankensystem, eine niedrige Kreditnachfrage und Überkapazitäten im Sektor
- Die Niedrigzinspolitik der EZB hat den Margendruck im klassischen Kreditgeschäft erhöht

Literaturverzeichnis

- Atkinson, A., Messy, F. (2012). "Measuring Financial Literacy: Results of the OECD/International Network on Financial Education (INFE), OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No.15 2012
- Battistini, Niccolò, Marco Pagano und Saverio Simonelli (2014). "Systemic risk, sovereign yields and bank exposures in the euro crisis." *Economic Policy* 29.78 (2014): 203-251.
- Berdin, Elia und Helmut Gründl (2015): *The Effects of a Low Interest Rate Environment on Life Insurers*; Working Paper #65, Jan 2015
- Blanchard, O., D. Furceri and A. Pescatori (2014), *A prolonged period of low real interest rates?*, in: *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, ed. C. Teulings and R. Baldwin, CEPR press, London
- Burda, Michael und Charles Wyplosz (2012). *Macroeconomics: a European text*. Oxford university press, 2012.
- DeLong, Bradford (2013): *The Second Great Depression*, in: *Foreign Affairs*, July/Aug 2013,
- Boes, Stefan, Markus Lipp und Rainer Winkelmann (2007). "Money illusion under test." *Economics Letters* 94.3: 332-337.
- Demiralp, Selva, and Oscar Jorda. "The response of term rates to Fed announcements." *Journal of Money, Credit and Banking* (2004): 387-405.
- Deutsches Aktieninstitut (2015): *Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2014*; https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2015-02-12%20DAI%20Aktionaerszahlen%202014.pdf
- Deutsche Bundesbank (2015): *Kurse und Renditen börsennotierter Bundeswertpapiere März 2015*; http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Service/Bundeswertpapiere/Rendite/kurse_renditen_bundeswertpapiere_2015_03.pdf?__blob=publicationFile
- EZB (2015): *The ECB's Forward Guidance*, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201404en_pp65-73en.pdf
- Economist* (2014): *Global house prices; Location, location, location*; Aug 29th 2014
- Economist* (2015): *What is quantitative easing?* March 9, 2015.
- European Health and Life Expectancy Information System – EHLEIS Country Reports, Issue 7 – April 2014. *Health Expectancy in Germany*
- Evans, Charles L. und David A. Marshall (1998). "Monetary policy and the term structure of nominal interest rates: evidence and theory." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. Vol. 49. North-Holland, 1998.

- Federal Reserve (2015): Recent Balance Sheet Trends,
http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (2015): 300 Milliarden Euro Verluste der Deutschen durch Niedrigzinsen, Artikel vom 4.12.2014;
<http://www.faz.net/aktuell/finanzen/geldanlage-trotz-niedrigzinsen/300-milliarden-euro-verluste-durch-niedrigzinsen-13302993.html>;
- Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz. A monetary history of the United States, 1867-1960. Princeton University Press, 2008
- Glaeser, Edward (2014), Secular jobless, in: Teuling/Baldwin (2014).
- Krueger, Dirk, and Alexander Ludwig. "On the consequences of demographic change for rates of returns to capital, and the distribution of wealth and welfare." *Journal of Monetary Economics* 54.1 (2007): 49-87. Vorher erschienen als CFS WP 2006/18
- Mehra, Rajnish, and Edward C. Prescott. "The equity premium: A puzzle." *Journal of Monetary Economics* 15.2 (1985): 145-161.
- Reinhart, Carmen M. und Kenneth Rogoff (2009). *This time is different: eight centuries of financial folly*. Princeton University Press, 2009.
- Summers, Larry (2014), "US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis and the Zero Lower Bound", speech delivered to the National Association for Business Economics' Economic Policy Conference, 24 February 24.
- Svensson, Lars EO (2003), *What is wrong with Taylor rules? Using judgment in monetary policy through targeting rules*. No. w9421. National Bureau of Economic Research..
- Teulings, Coen und Richard Baldwin (2014), eds. *Secular stagnation: facts, causes, and cures*. Centre for Economic Policy Research.
- Tower Watson (2015): *Global Pension Asset Study 2014*.
- Weber, Jan Philip (2014) *Volkswirtschaft Special Nr. 11 / 07.10.2014*. Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken
- Winkler, Adalbert (2013). "EZB-Krisenpolitik: OMT-Programm, Vollzuteilungspolitik und Lender of Last Resort." *Wirtschaftsdienst* 93.10 (2013): 678-685.

Recent Issues

All CFS Working Papers are available at www.ifk-cfs.de.

No.	Authors	Title
505	Andrea Silvestrini, Andrea Zaghini	<i>Financial Shocks and the Real Economy in a Nonlinear World: From Theory to Estimation</i>
504	Florian Hense	<i>Interest Rate Elasticity of Bank Loans: The Case for Sector-Specific Capital Requirements</i>
503	John Coglianesi, Lucas W. Davis, Lutz Kilian, James H. Stock	<i>Anticipation, Tax Avoidance, and the Price Elasticity of Gasoline Demand</i>
502	Lutz Hendricks, Oksana Leukhina	<i>How Risky is College Investment?</i>
501	Christiane Baumeister, Lutz Kilian	<i>Understanding the Decline in the Price of Oil Since June 2014</i>
500	Christiane Baumeister, Lutz Kilian, Thomas K. Lee	<i>Inside the Crystal Ball: New Approaches to Predicting the Gasoline Price at the Pump</i>
499	Lutz Kilian	<i>The Impact of the Shale Oil Revolution on U.S. Oil and Gasoline Prices</i>
498	Pablo Guerron-Quintana, Atsushi Inoue, Lutz Kilian	<i>Impulse Response Matching Estimators for DSGE Models</i>
497	Winfried Koeniger, Julien Prat	<i>Human Capital and Optimal Redistribution</i>
496	Maria Bigoni, Gabriele Camera, Marco Casari	<i>Money is More than Memory</i>
495	Ronald Bosman, Roman Kräussl, Thomas van Galen	<i>Emotions-at-Risk: An Experimental Investigation into Emotions, Option Prices and Risk Perception</i>