



## NIEDRIGZINSEN: KEIN ENDE IN SICHT

von Dr. Jörn Quitzau

Am 5. August 2019 lagen die Renditen für 30-jährige Bundesanleihen erstmals im negativen Bereich. Am 3. September 2019 erreichten die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen mit  $-0,742\%$  ihren historischen Tiefpunkt. Damit war die deutsche Zinslandschaft über den gesamten Laufzeitbereich negativ – eine Konstellation, die eigentlich undenkbar schien.

Nun hat sich der Anleihemarkt zuletzt etwas entspannt: 30-jährige Bundesanleihen werden inzwischen wieder positiv verzinst und die 10-jährigen liegen mit rund  $-0,35\%$  nicht mehr ganz so tief im negativen Bereich. Damit steht die Zinslandschaft zwar immer noch Kopf, dennoch zeigt der leichte Anstieg, dass die deutschen Renditen durch die Risikoaversion an den Märkten spürbar nach unten verzerrt waren bzw. sind. Sobald sich die politischen Risiken wie der Brexit und der Handelskrieg auflösen oder ihren Schrecken verlieren, wird Kapital, das deutsche Anleihen als sicheren Anlaghafen gesucht hat, wieder abfließen und die Zinsen dadurch noch etwas steigen.<sup>1</sup>

Doch auch nach einem moderaten Zinsanstieg wird das Niveau weiter ausgesprochen niedrig bleiben und die Frage nicht verschwinden: Wer ist schuld am Zinsverfall?

**Abbildung 1: Rendite 10-jähriger Bundesanleihen**



Quelle: Bloomberg

<sup>1</sup> Zu den generellen Bestimmungsfaktoren des Zinsniveaus vgl. Mayer, Martin, Pflüger, Wolfgang und Jörn Quitzau (2017), *Zinswende – Ein Stück Normalität*, Berenberg Makro Trends vom 27. Januar 2017.

### Unterschiedliche Erklärungsansätze

Für den seit langer Zeit bestehenden Zinsrückgang gibt es diverse Erklärungsansätze, die letztlich auf zwei völlig unterschiedliche Ergebnisse hinauslaufen. Auf der einen Seite wird die Europäische Zentralbank (EZB) verdächtigt, mit ihrer immer expansiveren Geldpolitik den Zins abgeschafft zu haben. Diese Sichtweise wird etwa vom ehemaligen Bundesverfassungsrichter Paul Kirchhof vertreten, der sogar die Eigentumsgarantie durch die Nullzinspolitik der Notenbank gefährdet sieht. Auch in der deutschen Öffentlichkeit gilt die EZB vielfach als hauptverantwortlich.

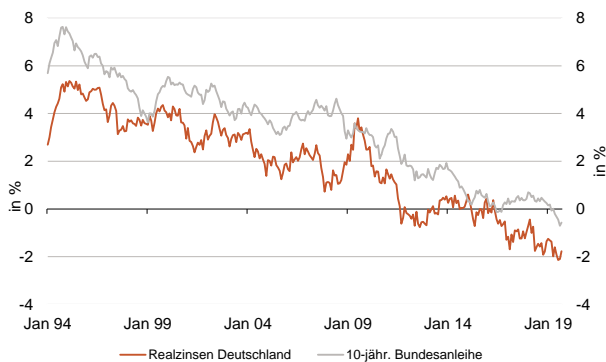
Auf der anderen Seite werten manche Beobachter den erodierten Zins als logische Folge marktwirtschaftlicher Prozesse. Nach dieser Sichtweise, die u.a. vom deutschen Ökonomen Carl Christian von Weizsäcker vertreten wird, ist der Null- oder gar Negativzins am Kapitalmarkt schlicht das Ergebnis eines extrem hohen Kapitalangebots bei gleichzeitig schwacher Kapitalnachfrage. Die EZB hingegen trägt in dieser Argumentation keine oder nur eine geringe Verantwortung.

### Zwei Auffälligkeiten

Ein Blick auf die langfristige Zinsentwicklung (Abb. 2) offenbart zwei Sachverhalte:

1. Der Abwärtstrend war schon erkennbar, bevor die EZB im Zuge der Euro-Vertrauenskrise zur unkonventionellen Geldpolitik überging. Es wirken also Kräfte auf den Zins, die bereits vor Finanz- und Eurokrise da waren. Die EZB kann zumindest nicht allein verantwortlich sein.
2. Mit den niedrigen Inflationsraten kann der Rückgang der Nominalzinsen ebenfalls nicht erklärt werden. Da Zinsen auch ein Ausgleich für den Kaufkraftverlust sind, ließe sich argumentieren, der Rückgang der Nominalzinsen bilde lediglich die gesunkenen Inflationsraten über die letzten Jahrzehnte ab. Da nach Abzug der Inflation aber auch der Realzins im Trend klar gesunken ist, kann die niedrigere Inflation nicht der Hauptgrund sein.

Abbildung 2: Nominal- vs. Realzinsen in Deutschland



Quelle: Bloomberg

### Fallender Zinstrend war absehbar

Tatsächlich ist das hohe Kapitalangebot einer der Haupttreiber für den Trend am Anleihemarkt. In alternden Gesellschaften müssen die Menschen privat vorsorgen, um im Ruhestand den gewünschten Lebensstandard halten zu können. In den achtziger Jahren zeichnete sich in Deutschland ab, dass auf die Babyboomer (Geburtsjahre 1955-1969) dauerhaft geburtenschwächere Jahrgänge folgen. Damit war klar: Die gesetzliche Rentenversicherung wird in Finanzierungsschwierigkeiten geraten, wenn – in einer damals noch fernen Zukunft – die geburtenstarken Jahrgänge in den Ruhestand gehen und sich das Zahlenverhältnis von Erwerbstätigen zu Rentnern verschlechtert. Banken und Versicherungen haben damals erkannt: Die absehbare Rentenlücke muss mit privater Altersvorsorge geschlossen werden. Die Finanzdienstleister haben ihre Vertriebsstrategie entsprechend ausgerichtet und Lebensversicherungen, Investmentfonds und andere Sparpläne verkauft.

Die Wissenschaft stieß damals in das gleiche Horn und forderte eine stärker kapitalgedeckte Altersvorsorge, denn aus ökonomischer Sicht führt der aus Ersparnissen gebildete Kapitalstock zu niedrigeren Zinsen. Niedrigere Zinsen wiederum – so die damalige Analyse der Ökonomen – regen die Investitionen und damit das Wachstum an. Privates Vorsorgesparen ist also sowohl einzel- als auch gesamtwirtschaftlich sinnvoll. Heute, rund dreißig Jahre später, zeigt sich, dass die von den Ökonomen prognostizierte Wirkungskette eingetreten ist: Die Ersparnisse haben den Zins gesenkt und infolgedessen ist der Wohlstand gestiegen.

Hinzu kommt, dass für das Wirtschaftswachstum heute tendenziell weniger Kapital benötigt wird, u.a. weil in einer Dienstleistungs- und Digitalwirtschaft die Investitionen weniger kapitalintensiv sind. Das höhere Kapitalangebot

(Ersparnisse) trifft auf eine schwächere Kapitalnachfrage (Investitionen). Da die demographische Situation in vielen Industrienationen ganz ähnlich ist wie in Deutschland, handelt es sich um kein nationales Phänomen. In Fachkreisen wird deshalb auch von einer globalen Ersparnisschwemme gesprochen.<sup>2</sup>

### Zentralbanken sind teilverantwortlich

Überwiegend haben also Marktprozesse, die nicht im Zusammenhang mit den geldpolitischen Operationen stehen, zum Abwärtstrend bei den Zinsen geführt. Dennoch sind die Zentralbanken damit nicht aus dem Schneider. Mit den groß angelegten Anleihekaufprogrammen haben sie die Liquiditätsschwemme und damit den Anlagenotstand verstärkt. Ohne diese Programme wäre ein derart niedriges Zinsniveau nicht möglich gewesen. Als die EZB am 22. Januar 2015 ihr erstes Anleihekaufprogramm ankündigte, lagen die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen noch bei gut +0,5 %. Zu diesem Zeitpunkt hatten andere Zentralbanken wie die amerikanische Fed oder die Bank of Japan längst umfangreiche Anleihekaufprogramme aufgelegt und damit dämpfend auf das globale Zinsniveau gewirkt. Denn die Zentralbankkäufe und die daraus resultierende Liquidität<sup>3</sup> drücken nicht nur auf die Renditen der gekauften Wertpapiere, vielmehr breitet sich die Liquidität auf den internationalen Märkten aus.

### Fazit

Die Zentralbanken haben den seit langem bestehenden Abwärtstrend der Zinsen verstärkt. Ohne ihre Anleihekäufe wären die extremen Zinsauschläge nach unten kaum möglich gewesen. So lange die Zentralbanken die hohen Anleihebestände in ihren Büchern halten oder sogar weiter kaufen, wird sich jede Zinswende auf äußerst niedrigem Niveau abspielen.

<sup>2</sup> Die Klage der Sparer über die niedrigen Zinsen ist durchaus verständlich. Allerdings wird in der Diskussion die Wechselwirkung zwischen Zins, Wirtschaftswachstum, Beschäftigung und Einkommen meist übersehen. Aufgrund der niedrigen Zinsen sind das Wachstum, die Beschäftigung und die Arbeitseinkommen höher als wenn die Wirtschaft heute noch mit einem Realzins von 5 % zurechtkommen müsste. Mit anderen Worten: Es gibt an der Zinsfront zwar kaum noch Geld zu verdienen, dafür sind Arbeitseinkommen und der allgemeine Wohlstand dank der niedrigen Zinsen heute höher. Die Verteilungswirkungen sind deshalb viel weniger eindeutig, als es die meisten Diskussionen über den verloren gegangenen Zins vermuten lassen.

<sup>3</sup> Allein die EZB hat mit ihren bisherigen Kaufprogrammen Wertpapiere mit einem Gesamtvolumen von rund 2,5 Billionen Euro erworben.

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## Makro-Team

### Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt  
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

### Hamburg

Dr. Jörn Quitzau  
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

### London

Dr. Florian Hense  
+44 20 3207 -7859 | florian.hense@berenberg.com

### Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

### New York

Dr. Mickey Levy  
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

### Roiana Reid

+1 646 949 -9098 | roiana.reid@berenberg.com

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

Aktuelles

► Geldpolitik

Konjunktur

Schwellenländer

Trends

Währungen

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Wichtige Hinweise: Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche und finanzielle Beratung. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen und berücksichtigen den Stand bis zum Tag vor der Veröffentlichung. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)