

# MAKRO UND MÄRKTE KOMPAKT<sup>08</sup>

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

№ 08 JANUAR 2017

THEMA: **NEGATIVE NOMINALZINSEN**

**CHEFVOLKSWIRT**  
Dr. Klaus Wiener

Benjamin Fischer

## Eiszeit im Zins

Lange Zeit unvorstellbar, entwickelten sich negative Nominalzinsen über die letzten Jahre in vielen Segmenten des Anleihemarktes zusehends vom Sonder- zum Normalfall. Wir setzen diese Entwicklung in einen **historischen** sowie **zinstheoretischen Kontext**, beleuchten die verschiedenen **Erklärungsansätze** und zeigen auf, warum wir eine endogene **Untergrenze** bei negativen Zinsen für plausibel erachten.

- ▶ Negative Nominalzinsen sind in der gegenwärtigen Ausprägung **historisch einmalig**. Daran hat der leichte Zinsanstieg der letzten Wochen wenig geändert.
- ▶ Negativzinsen lassen sich schwer mit volkswirtschaftlichen Theorien zum Wesen und zu den Funktionen des Zinses in Einklang bringen. Zinsen im negativen Bereich verlieren viele ihrer effizienzfördernden Eigenschaften, ähnlich wie Wasser, das gefriert.
- ▶ Mehrere Faktoren haben zum Auftreten der neuen Eiszeit im Zins beigetragen. Neben einer zunehmenden **Flucht in die Qualität** ist unseres Erachtens die **unorthodoxe Geldpolitik** der Zentralbanken hierfür in hohem Maße mitverantwortlich.
- ▶ Wichtige **ökonomische Wirkmechanismen** sprechen jedoch dagegen, dass stark negative Zinsen ein lang andauerndes Phänomen sein können. Hierzu zählen insbesondere die Ausweichreaktionen der Kapitalanleger sowie die sich umkehrende Wirkung extrem expansiver geldpolitischer Maßnahmen.

**Negative Zinsen galten lange Zeit als unvorstellbar**, und haben vor der Finanz- und Wirtschaftskrise lediglich im wissenschaftlichen Diskurs vereinzelt eine Rolle gespielt. Die dänische Zentralbank war im Juli 2012 die erste Zentralbank, die im Kampf gegen den starken Aufwertungsdruck auf die Dänische Krone auf das Instrument negativer Leitzinsen zurückgriff. Im Juli 2014 senkte die Europäische Zentralbank (EZB) als erste große Notenbank ihren Einlagensatz ebenfalls unter die Nulllinie, und reduzierte diesen seitdem schrittweise auf -0,4 %. Weitere Zentralbanken in Europa sowie die japanische Zentralbank folgten diesem Beispiel. In Summe werden gegenwärtig in Ländern, die gemeinsam für knapp ein Viertel der globalen Wirtschaftsleistung stehen, negative Leitzinsen eingesetzt. Auch auf den Finanzmärkten sind negative Zinsen zu einem weit verbreiteten Phänomen geworden. Im vergangenen Jahr rentierten bis zu einem Drittel der weltweit ausstehenden Staatsanleihen sowie ein großer Teil von Investment-Grade Unternehmensanleihen negativ. Dabei ist dieses Phänomen nicht nur auf das kurze Ende der Zinsstrukturkurve begrenzt, auch die Zinsen von zehnjährigen deutschen, japanischen, schweizerischen, niederländischen und finnischen Staatsanleihen fielen zeitweise oder dauerhaft in den negativen Bereich.

### Zinsniveau im historischen Vergleich

Tatsächlich zeigt ein Blick in die Zinsgeschichte, dass niemals zuvor negative Zinsen in der heutigen Ausprägung zu beobachten waren (siehe Grafik I). Die Entwicklung des Zinses über die vergangenen 5 000 Jahre kann man dem umfangreichen Buch „A History of Interest Rates“ von Sidney Homer und Richard Sylla entnehmen. Die beiden Autoren dokumentieren darin historische Daten zu den in den verschiedenen Epochen der Menschheit vorherrschenden Zinsniveaus, aus denen sich beispielsweise Aussagen zu den Zinstiefs auf hochqualitative, besicherte Kredite bzw. langlaufende Anleihen ableiten lassen.<sup>1</sup> So fiel die Rendite drei- bis vierjähriger preußischer Staatsanleihen im Jahresdurchschnitt im Zeitraum 1815 bis 1900 nie unter 3 %, zehnjährige deutsche Staatsanleihen im Zeitraum bis zur Jahrtausendwende nur einmal (1922: 2,8 %). Negativzinsen waren dauerhaft nie zu beobachten, obwohl viele der untersuchten Zeiträume von einem niedrigen Preisauftrieb bzw. geringem Wachstum gekennzeichnet waren. Dagegen rentieren deutsche Staatsanleihen in den kurzen Laufzeiten seit nunmehr zwei Jahren negativ. Selbst die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen fiel im Sommer 2016 über mehrere Monate in den negativen Bereich.

### Wesen und Funktionen des Zinses

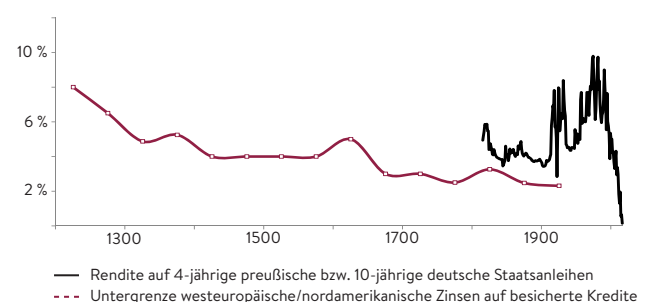
Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, inwieweit negative Zinsen mit theoretischen Vorstellungen zum Wesen und zu den Funktionen des Zinses vereinbar sind. Der Zins ist der Preis, der Angebot und Nachfrage von Kapital zum Ausgleich bringt und damit in einer Volkswirtschaft für die optimale Aufteilung des Einkommens zwischen Konsum und Ersparnis und für eine effiziente Verwendung des Kapitals sorgt. Dabei können verschiedene Zinskomponenten unter-

schieden werden: Der risikolose Nominalzins, der sich aus den realen Kurzfristzinsen und der Inflation ergibt, sowie die Laufzeit- und Risikoprämien, welche die Illiquidität einer längeren Anlage, die Unsicherheit über die Rückzahlung (Ausfallrisiko) und die Höhe der Inflation entlohnen. Schon die Ökonomen der klassischen Nationalökonomie wie Adam Smith oder David Ricardo vertraten die Ansicht, dass der Zins das durch Ersparnis generierte Kapitalangebot mit der Kapitalnachfrage der Investoren ins Gleichgewicht bringt. In ihrer Vorstellung richtete sich die Höhe des risikolosen Zinses nach der erwarteten Rendite von Investitionen, wodurch der Zins als Allokationsmechanismus wirkt: Kapital fließt in diejenigen Projekte, welche die höchste Rendite erwarten lassen und damit der Volkswirtschaft den höchsten Nutzen bringen. Die Allokationsfunktion des Zinses findet sich auch in der neoklassischen Theorie wieder. Hier entspricht der Zins der Grenzproduktivität des Kapitals, also der Rendite der „letzten investierten Einheit“. Für Investitionsprojekte mit negativen Renditeerwartungen sollte kein Kapital zur Verfügung gestellt werden, wodurch ein negativer risikoloser Zins nicht vorstellbar war.

Während sich die Theorie der Klassiker weitgehend auf die Kapitalnachfrageseite beschränkte, unternahm der Ökonom Eugen von Böhm-Bawerk den Versuch einer umfassenden Theorie zur Existenz des Zinses. Er führte diesen auf die Präferenz der Menschen für Gegenwartskonsum zurück, welche bei Verzicht eine entsprechende Kompensation bedingte. Diese zeitliche Dimension betonten auch die Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie wie Ludwig von Mises. Ihm zufolge bedingt sich die Höhe des neutralen, d. h. gleichgewichtigen Zinses aus der zeitlichen Wertdifferenz von Gütern, nach der die Menschen ein heute verfügbares Gut immer höher werten als ein zukünftig verfügbares Gut. Der Ökonom John Maynard Keynes wiederum sah in Zinsen den Ausdruck einer Liquiditätspräferenz, deren Höhe sich aus der Ausprägung von Transaktions-, Vorsichts- sowie Spekulationsmotiven ableite. Den genannten Theorien gemein ist immer die Tatsache, dass negative Zinsen nicht bzw. kaum erklärbar sind.

Die neuen verhaltensökonomischen Ansätze bieten ebenfalls einen Erklärungsansatz für die Gegenwartspräferenz der privaten Haushalte, u. a. der sog. „Present Bias“ gehört zu den zentralen Erkenntnissen. Seit Langem bekannt ist auch das Phänomen der Geldillusion. Wenig erstaunlich ist daher, dass wir beobachten, wie das derzeitige Zinsumfeld viele Menschen entmutigt, die private Altersvorsorge anzugehen. Die Allokationsfunktion des Zinses hinsichtlich Konsum und Ersparnis ist beeinträchtigt. Negative Zinsen

**Grafik I Langfristige Zinsen seit dem 13. Jahrhundert**



QUELLE: BIZ, HOMER UND SYLLA (2005): A HISTORY OF INTEREST RATES.

<sup>1</sup> Wir sind uns bewusst, dass sehr langfristige Vergleiche nur eine begrenzte Aussagekraft haben, denn die Marktbedingungen sind nicht vergleichbar. Gleichwohl zeigen solche Vergleiche die historische Einmaligkeit des aktuellen Zinsniveaus auf und machen eine Einordnung erforderlich.

können auch keine Anreize mehr setzen, Kapital möglichst produktiven Verwendungen zuzuführen. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die OECD und viele weitere Stimmen warnen zunehmend vor den negativen Konsequenzen, die vom Überleben von Zombiefirmen bis zum Aufschieben dringend erforderlicher Strukturreformen in den hochverschuldeten Staaten reichen.

Vor dem Hintergrund dieser theoretischen Einordnung vertreten wir die Ansicht, dass Zinsen mit dem Fallen auf null und darunter schrittweise ihre natürlichen Funktionen einbüßen. In einem gewissen Sinne ist es hier ganz ähnlich wie bei Wasser, das mit dem Fallen unter null seine lebensnotwendigen Eigenschaften verliert.

### Ursachen negativer Renditen

Trotz der zahlreichen Widersprüche, zu denen Negativzinsen zur Theorie stehen, beobachten wir heute ein andauerndes Negativzinsumfeld. Was also sind die Ursachen? Wichtig ist hierbei die Unterscheidung zwischen nominaler und realer, also inflationsbereinigter Verzinsung. So war das starke Auf und Ab der Nominalzinsen während der 1970/1980er Jahre stark inflationsgetrieben: Nach dem Inflationsschock in den 70er Jahren bewirkten die Zentralbanken durch den Wechsel hin zu einer stärker auf Preisstabilität gerichteten Geldpolitik ein Absinken der Inflation und damit ein Absinken der Nominalzinsen. Die Inflationsrate stabilisierte sich seit Beginn der 1990er Jahre dann im Bereich von 2 %, die nominalen Zinsen fielen jedoch weiter.

Dieses Phänomen wird heute zu einem großen Teil durch einen fallenden natürlichen Realzins erklärt, der durch eine Zunahme des Kapitalangebots und/oder einer Abnahme der Kapitalnachfrage zustande gekommen sei. Mehrere strukturelle Faktoren spielen hier eine Rolle. Ein erhöhtes Kapitalangebot könnte zum einen infolge des wirtschaftlichen Aufstiegs und der finanziellen Integration der rasch wachsenden Volkswirtschaften, insbesondere Chinas, entstanden sein („Savings Glut“-Hypothese).<sup>2</sup> Weiterhin dürften demografische Entwicklungen zu einer höheren Ersparnis beigetragen haben. Unter anderem bedingt der Anstieg der Lebenserwartung in Verbindung mit einem im Verhältnis langsamer steigenden Renteneintrittsalters höhere Sparanstrengungen während der Phase der Erwerbstätigkeit, zumal die Leistungsgrenzen der umlagefinanzierten Systeme in vielen Ländern auch zu einer Stärkung der kapitalgedeckten Altersvorsorge geführt haben. Darüber hinaus wird auch argumentiert, dass eine in den westlichen Industrieländern gestiegene Einkommens- und Vermögensungleichheit tendenziell das Kapitalangebot erhöht haben könnte, da Haushalte mit höheren verfügbaren Einkommen in der Regel eine höhere Sparquote aufweisen als einkommensschwächere Haushalte.

In den vergangenen Jahren wurde wiederholt auch eine aufgrund verhaltener mittelfristiger Wachstumsaussichten gesunkene Investitionsneigung als möglicher Grund für die geringen Realzinsen angeführt. Der Erklärungsgehalt der These einer solchen „säkularen Stagnation“ ist allerdings

fraglich. Zwar blieben Investitionen und Produktivitätswachstum in den vergangenen Jahren tatsächlich hinter früher erreichten Niveaus zurück. Dabei dürfte es sich aber in erster Linie um eine Nachwirkung der Finanzkrise handeln, und hier insbesondere um die seither deutlich eingetrübten Absatz- und Ertragserwartungen. Auch bisher aufgeschobene dringend erforderliche Strukturreformen schlagen sich hier nieder, wie BIZ und OECD deutlich aufgezeigt haben. Allerdings wurde das hohe Wachstumspotenzial durch künftige technologische Veränderungen (hier sei nur auf die umfassenden Auswirkungen der Digitalisierung verwiesen) schon in der Vergangenheit häufig unterschätzt.

### Geldpolitik in hohem Maße mitverantwortlich

Zusammen genommen ergibt sich insbesondere aus den demografischen Veränderungen ein Abwärtsdruck auf den natürlichen Realzins. Entscheidend ist allerdings die Frage, wie tief dieser allein aus strukturellen Gründen gefallen ist. Denn die Hypothese der „säkularen Stagnation“ besagt auch, dass es der bis ins Negative gesunkene Realzins sei, der Notenbanken wie die Fed oder die EZB zu unkonventionellen Maßnahmen (Wertpapierankaufprogramme, negative Einlagenzinsen) zwingt. Es bestehen allerdings erhebliche Zweifel daran, dass die Gleichgewichtszinsen tatsächlich so stark gefallen sind. So kommt beispielsweise der Sachverständigenrat zu dem Schluss, dass solche Schätzungen signifikant nach unten verzerrt sein dürften.<sup>3</sup>

Im Gegensatz hierzu dürfte die in den letzten Jahren stark gestiegene „Flucht in die Qualität“ den Abwärtsdruck auf die Renditen tatsächlich erheblich verstärkt haben, denn zum einen hat sich die Risikolandschaft für die Investoren in den letzten Jahren erheblich verschlechtert. Das Vorsichtsmotiv in der Kapitalanlage (Stichwort: Kapitalerhalt bzw. Vermeidung größerer Verluste) dürfte also deutlich zugenommen haben, zumal viele institutionelle Anleger auch aus regulatorischen Gründen zunehmend auf risikoarme Anlagen angewiesen sind. Zum anderen hat es bei den Staatsanleihen der westlichen Industrieländer eine erhebliche Ratingverschlechterung gegeben, sodass der Markt für sichere und liquide Anlagen sehr viel enger geworden und mithin der Preis für sichere Anlagen gestiegen ist.

Ebenso bedeutsam dürfte aber die ultralockere Geldpolitik der Notenbanken sein. Am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve haben Leitzinssenkungen in den negativen Bereich unmittelbar zu negativen Zinssätzen am Interbankenmarkt sowie zu negativen kurzfristigen Renditen auf Staatsanleihen geführt. Bei den längeren Laufzeiten waren insbesondere die umfangreichen Wertpapierkäufe („portfolio balance effect“) sowie die Ankündigung langfristiger niedriger Leitzinsen („forward guidance“) relevant. In der Summe spricht also vieles dafür, dass fundamentale Entwicklungen wie das schwache Wachstum, die geringe Inflation oder der demografische Wandel zu niedrigen Zinsen geführt haben. Das Phänomen der Negativzinsen dürfte aber vor allem mit der extrem lockeren Geldpolitik und der ausgeprägten „Flucht in die Qualität“ zusammen hängen.

<sup>2</sup> Allerdings bleibt in dieser These häufig unberücksichtigt, dass nicht nur das Kapitalangebot gestiegen ist. Auch die Kapitalnachfrage ist in den letzten Jahrzehnten kontinuierlich und zum Teil drastisch gestiegen. Sichtbares Zeichen hierfür ist die weltweite Verschuldung, die insbesondere in Ländern wie China, aber auch in der westlichen Welt, zum Teil Besorgnis erregende Niveaus erreicht hat.

<sup>3</sup> Zu den wesentlichen Punkten, die hier genannt werden, gehören Kreditbeschränkungen, die das Wachstum dämpfen, und die anhaltende Abweichung der Geldpolitik von früher eingehaltenen Regeln. Schätzverfahren, die Kreditrisiken und den Finanzzyklus explizit berücksichtigen, zeigen nach wie vor höhere Schätzwerte für langfristige Gleichgewichtszinsen an. Für die USA etwa sind diese bisher kaum unter 2 % gefallen (siehe hierzu: Sachverständigenrat, Jahrestgutachten 2016/17, Ziffern 414 und 415).

## Argumente für eine untere Schranke bei Negativzinsen

Angesichts des Rückgangs von Zinsen unter die Marke von null stellt sich die Frage, ob Zinsen beliebig tief fallen können. Aus unserer Sicht gibt es drei wesentliche Gründe, die für eine endogene Zinsuntergrenze sprechen (zumindest in einem Umfeld, das nicht durch extreme Deflation gekennzeichnet ist). Zum einen dürfte es bei negativen Nominalzinsen auf Anleihen zu einer Flucht in Sachwerte (Aktien, Infrastruktur, Immobilien) kommen. Die höhere Nachfrage nach Realkapital geht dann einher mit einer geringeren Nachfrage nach festverzinslichen Titeln, was wiederum zu steigenden Anleiherenditen führt.

Darüber hinaus dürfte der Spielraum für unorthodoxe geldpolitische Maßnahmen nicht beliebig groß sein, denn wegen der zahlreichen Nebenwirkungen einer solchen Geldpolitik (ineffiziente Allokation, Zombie-Firmen, drohende Finanzblasen, ...) können sich die volkswirtschaftlichen Effekte leicht ins Gegenteil verkehren. Ein aktuelles Beispiel hierfür ist der drastische Kurswechsel der japanischen No-

tenbank im letzten Jahr. Mittlerweile zielt die Geldpolitik in Japan bewusst darauf ab, dass die Kapitalmarktzinsen nicht unter die Marke von null fallen.

Im Zusammenhang mit einer möglichen Zinsuntergrenze am häufigsten diskutiert wird das Potenzial von Bargeldhaltung als Alternative zu negativ verzinsten Kapitalanlagen. Dabei wird argumentiert, dass Bargeld als zinslose Form der Geldhaltung ab einem gewissen Zinsniveau vorteilhaft gegenüber negativ verzinsten Anlagemöglichkeiten wird. Dieses Zinsniveau ergibt sich aus den Kosten der Bargeldhaltung, welche neben Transaktionskosten insbesondere Kosten für die Lagerung und Versicherung der Bargeldbestände umfassen.

Bei einer extrem deflationären Entwicklung – etwa einem Fallen von Inflation und Wachstum um weitere 5 % – wären wohl auch Nominalzinsen vorstellbar, die deutlich niedriger liegen, als dies in der jüngeren Vergangenheit zu beobachten war. Im gegenwärtigen Umfeld, das lediglich von einem moderaten Wachstum bei niedriger Inflation gekennzeichnet ist, sollten endogene Anpassungsprozesse dafür sorgen, dass sich eine Zinsuntergrenze herausbildet.

Tabelle I  
Entwicklung Finanzmärkte

		2013	2014	2015	2016	Aktuell <sup>3</sup>	
<b>Anleihemärkte Staatsanleihen<sup>1</sup></b>	USA	3,0 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,4 %	
	Euro-Raum	3,0 %	1,2 %	1,3 %	0,9 %	1,0 %	
	Deutschland	1,9 %	0,5 %	0,6 %	0,2 %	0,3 %	
<b>Unternehmensanleihen<sup>2</sup></b>	<b>EUR</b>						
		Investment Grade	1,9 %	1,0 %	1,2 %	0,7 %	0,7 %
		High Yield	4,0 %	4,1 %	5,4 %	3,0 %	2,7 %
	<b>USD</b>						
		Investment Grade	3,3 %	3,1 %	3,6 %	3,3 %	3,3 %
		High Yield	5,9 %	7,0 %	9,0 %	6,3 %	5,9 %
<b>Gedekte Anleihen<sup>2</sup></b>	EUR Covered	1,6 %	0,5 %	0,5 %	0,2 %	0,2 %	
<b>Aktienmärkte</b>	MSCI World	27,4 %	5,5 %	-0,3 %	8,2 %	1,9 %	
	MSCI World EUR	21,9 %	20,1 %	11,0 %	11,4 %	0,5 %	
	MSCI Europe	20,5 %	7,4 %	8,8 %	3,2 %	0,3 %	
	DAX	25,5 %	2,7 %	9,6 %	6,9 %	0,5 %	
	S&P	32,4 %	13,7 %	1,4 %	12,0 %	1,4 %	
	Dow Jones	29,7 %	10,0 %	0,2 %	16,5 %	0,4 %	

ANLEIHEN: RENDITE ZUM STICHTAG; AKTIEN: JEWEILIGER PERIODENERTRAG SEIT JAHRESANFANG (TOTAL RETURN: PREISVERÄNDERUNG PLUS DIVIDENDE) QUELLE: BLOOMBERG FINANCE L.P.

<sup>1</sup> STAATSANLEIHEN: RENDITE 10 JAHRE

<sup>2</sup> BENCHMARK-RENDITE

<sup>3</sup> AKTUELL: 17.01.2017

## Impressum

### HERAUSGEBER

Gesamtverband der Deutschen  
Versicherungswirtschaft e. V.  
Wilhelmstraße 43/43 G, 10117 Berlin  
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin  
Tel. 030 2020-5000, Fax 030 2020-6000  
www.gdv.de, berlin@gdv.de

### AUTOREN

Benjamin Fischer  
Tel. 030 2020-5131  
E-Mail: volkswirtschaft@gdv.de

Dr. Klaus Wiener  
Tel. 030 2020-5800  
E-Mail: k.wiener@gdv.de

### VERANTWORTLICH

Dr. Klaus Wiener  
Chefvolkswirt  
Mitglied der Geschäftsführung

### PUBLIKATIONSASSISTENZ

Delia Krüger-Wolf  
Cathleen Hickstein

### REDAKTIONSSCHLUSS

18.01.2017

### BILDNACHWEIS

Fotolia

### ALLE AUSGABEN ...

auf [GDV.DE](http://GDV.DE)