



Die optische Täuschung bei niedrigen Zinsen

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Es wird heute viel über die niedrigen Zinsen geklagt. Man muss aber berücksichtigen, dass auch die Geldentwertung stark zurückgegangen ist.**
- **Man sollte die Schuld an den niedrigen Zinsen nicht nur den Zentralbanken in die Schuhe schieben.**
- **Für den Sparer ist entscheidend, dass die Realzinsen wieder größer werden. Das können die Zentralbanken nicht bewirken.**

Das größte Ärgernis der Anleger sind heute die niedrigen Zinsen. Für Spareinlagen gibt es inzwischen fast gar nichts mehr. Für Bundesanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren erhält der Investor gerade einmal 0,5 % pro Jahr. Unter solchen Umständen ist es für den Normalbürger fast unmöglich, ausreichend für das Alter vorzusorgen, geschweige denn sich im Laufe seines Lebens ein kleines Vermögen aufzubauen. Selbst konservative Anleger werden in höhere Risiken gedrängt, die sie gar nicht haben wollen.

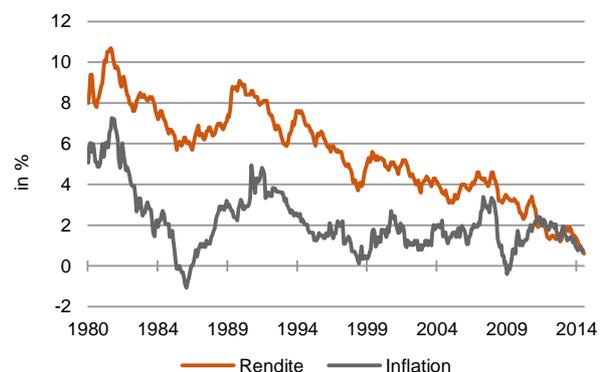
Der Wunsch ist daher groß, wieder zu vernünftigen Zinsen für langfristige Anlagen zu kommen. Die meisten denken hier an die Zentralbanken. Sie sollten wieder auf einen vernünftigen Kurs zurückkehren. Das ist aber nicht richtig.

Das liegt an einem Phänomen, das häufig übersehen wird: In den letzten drei, vier Jahren sind nicht nur die Zinsen stark gesunken. Es ist auch die Preissteigerung zurückgegangen. Real, das heißt nach Abzug der Inflation, hat sich die Situation des Sparers also gar nicht verschlechtert.

Schauen Sie sich die Grafik an. Mitte 2011 lagen die Renditen öffentlicher Anleihen in Deutschland bei über 2 %. Das war noch akzeptabel. Das Problem damals war, dass die Preissteigerung ebenfalls 2 % ausmachte. Niemand beschwerte sich in jener Zeit über die niedrigen Zinsen. Die Menschen waren vielmehr besorgt über die hohe Geldentwertung. Zieht man den Geldschleier ab, war die Situation nicht besser als heute.

Zinsen und Inflation

Rendite öffentlicher Anleihen (10-jährig) und Preissteigerung, Deutschland



Quelle: Bundesbank

Man muss sich die Situation mit den niedrigen Zinsen also genau anschauen. Vieles, was gerne als Betrug am Anleger denunziert wird, ist in Wahrheit nur eine optische Täuschung. Der Ökonom spricht von Geldillusion. Mir persönlich sind niedrigere Zinsen ohne oder mit nur geringer Geldentwertung lieber als höhere Zinsen mit mehr Inflation.

Wenn man fragt, was die Zentralbanken tun können, um die Situation zu verbessern, so muss man zwischen zwei Fällen unterscheiden. Das eine sind Zinserhöhungen im Zusammenhang mit wieder zunehmender Inflation. Hier ist die Situation klar. In den Vereinigten Staaten ist damit schon in diesem Jahr zu rechnen. Die amerikanische Notenbank hat angekündigt, dass sie die Leitzinsen anheben wird. In Europa wird sich das wegen der Reform- und Konsolidierungsnotwendigkeiten in einigen Ländern noch länger hinziehen. Es ist aber absehbar, dass die EZB ihre Politik umstellen wird, sobald sich die Inflationsrate wieder in Richtung auf das Ziel von "nahe aber unter 2 %" bewegt. Optisch sieht das für den Sparer dann besser aus. Tatsächlich wird sich aber nicht viel verändern, eben weil auch die Geldentwertung höher ist. Der zweite Fall sind Zinserhöhungen, bei denen sich die Situation des Sparers auch real verbessert. Er ist nicht so leicht zu beantworten. Hier geht es um die Realzinsen, also die Differenz zwischen Nominalrenditen und Geldentwertung. Die Grafik zeigt, dass diese Differenz durchaus höher sein kann als heute. In den 80er und 90er Jahren lag sie im Schnitt bei 4,5 % p. a. (es gab



sogar Zeiten, in denen sie auf 6 % bis 7 % anstieg). In der ersten Dekade des neuen Jahrhunderts betrug sie im Schnitt 2,5 %.

Solche Verhältnisse sind meilenweit von den heutigen Gegebenheiten entfernt. Seit der Finanzkrise 2008 betrug der Realzins in Deutschland im Schnitt nur noch rund 1 % p. a. Heute sind es kaum mehr als Null. Das ist kein Zufall. Nach der ökonomischen Theorie liegt der Realzins auf lange Sicht immer in etwa auf der Höhe des realen Wirtschaftswachstums. In den 80er und 90er Jahren wuchs die deutsche Wirtschaft zeitweise um 4 % bis 5 % pro Jahr. Dazu passte der damalige Realzins. Inzwischen ist die langfristig erzielbare Wachstumsrate auf rund 1 % zurückgefallen. Da kann natürlich auch der Realzins nicht mehr so hoch sein.

Wer höhere Zinsen haben will, sollte in diesem Fall nicht auf die Notenbanken schießen. Entscheidend für Besserung der Situation der Sparer ist, dass sich die realen Verhältnisse bessern. Das Wirtschaftswachstum muss steigen. Das aber ist sehr schwer zu erreichen. Dagegen sprechen nicht nur die objektiven Verhältnisse, zum Beispiel die Alterung der Bevölkerung oder der Rückgang der Investitionen. Hinzu kommt, dass die Wirtschaftspolitik der Verteilung der Wirtschaftsleistung heu-

te eine größere Bedeutung zumisst als der Schaffung des Sozialprodukts. Auch in der Öffentlichkeit wird das Ziel eines höheren Wachstums zugunsten von Nachhaltigkeitzielen immer häufiger relativiert. Das kann man machen. Man muss sich aber der Konsequenzen für die Sparer und die Zinsen bewusst sein.

Ohne mehr Wirtschaftswachstum kann sich die Situation des Sparers zwar optisch verbessern, indem die Nominalzinsen steigen. Eine wirkliche Besserung wird es nur geben, wenn es wieder mehr Wachstum gibt. Das kann die Zentralbank aber nicht bewirken.

Für den Anleger

Machen Sie sich keine Illusionen. Die Zinsen werden in Europa am kurzen und am langen Ende des Marktes noch eine Weile niedrig bleiben. Wenn Sie dann nach oben gehen, dann wird dies in erster Linie im Zusammenhang mit steigenden Preisen passieren. Das wird Ihnen aber nicht viel helfen. Wenn Sie real, also unter Abzug der Inflation, höhere Renditen haben wollen, kommen Sie – wenn sich das Wirtschaftswachstum nicht erhöht – nicht darum herum, auch höhere Risiken in Kauf zu nehmen. Das wird also ein wichtiges Argument für Aktien bleiben.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH, Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren.

Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Einschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.