

7. September 2016

- Die niedrige Inflation führt zu einer "negativen Geldillusion". Sparer und Anleger rechnen sich häufig ärmer, als sie tatsächlich sind.
- Niedrige oder negative Zinsen müssen sich nicht zwangsläufig schlecht auf die Altersvorsorge auswirken. Es kommt vielmehr auf die Preissteigerung an.
- Die sonstigen Schäden durch anhaltend niedrige oder negative Zinsen auf Finanzdienstleister bleiben freilich bestehen.

Alle klagen über die niedrigen Zinsen. Sie erschweren die Vorsorge für das Alter. Sie entmutigen die Sparer. Sie bringen Banken und Versicherungen in Schwierigkeiten. Jeder kennt die Litanei der Vorwürfe.

Viele dieser Klagen sind gerechtfertigt, wenn auch manchmal etwas zu pauschal und überzogen. Andere sind aber schlichtweg falsch. Der Grund dafür liegt häufig in der Geldillusion. Über Jahrzehnte beklagten wir uns in der Vergangenheit darüber, dass die steigenden Preise die tatsächlichen Verhältnisse in der realen Welt verfälschten. Wir rechneten uns durch die Inflation reicher, als wir tatsächlich waren. Wir glaubten, dass höhere Einkommen und höhere Zinsen gut für uns seien, bis wir merkten, dass die Inflation einen Teil der Vorteile wieder aufzehrte.

Jetzt ist es umgekehrt. Wir rechnen uns durch die niedrige Preissteigerung häufig ärmer als wir es de facto sind. Das ist, wenn man so will, eine "negative Geldillusion". Sie gilt für viele Bereiche des Lebens. Sie trifft aber auch für die Zinsen zu. Sie erklärt vielleicht auch etwas von der schlechten Stimmung, die derzeit in der Gesellschaft herrscht. Es ist daher nötig, in der Diskussion einiges richtig zu stellen. Dabei stößt man auf erstaunliche Ergebnisse.

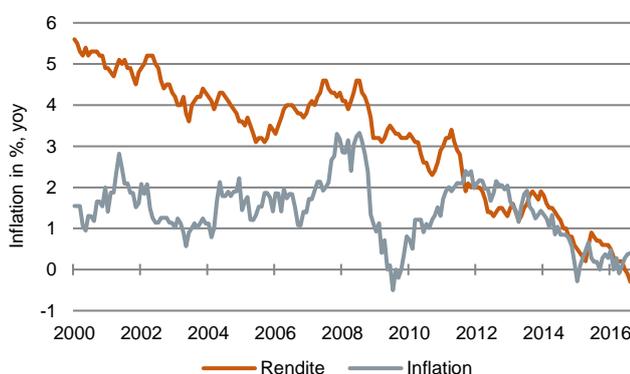
gebunden. Das ist aber notwendig, um ein richtiges Bild zu bekommen. Je niedriger die Inflation, umso weniger müssen die Renditen eine Entschädigung für die Geldentwertung des Sparers enthalten. Umso niedriger können sie sein, ohne dass der Anleger davon Nachteile hat.

Schauen Sie sich die Grafik an. Da zeigt sich, dass sich die Renditen für 10-jährige Bundesanleihen lange Zeit weitgehend unabhängig von der Inflationsrate bewegten. In den letzten fünf Jahren ist das anders. Renditen und Inflation entwickeln sich fast parallel. Der Realzins, also der Nominalzins abzüglich der Preissteigerungsrate, bleibt gleich. So etwas hat es über einen so langen Zeitraum meines Wissens bisher noch nicht gegeben. Das muss bei der Beurteilung der Auswirkungen der Zinsen berücksichtigt werden.

»Wenn Zinsen und Inflation im gleichen Ausmaß zurückgehen, dann ändert sich für die Altersvorsorge gar nichts.«

#### IM GLEICHLAUF?

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen, Deutschland



Quelle: Bundesbank

Das Grundproblem ist, dass Zinsen isoliert betrachtet werden. Sie werden nicht in den Kontext der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, vor allem nicht der Preisentwicklung ein-

Der wichtigste Bereich ist hier die Altersvorsorge der Anleger. Alle beschwerten sich, dass sie beim Sparen weniger Zinsen bekommen und daher für die gleiche Altersvorsorge noch mehr auf die hohe Kante legen müssen. Es gibt keine oder nur noch geringe Zinseszinsen. Sie bedenken dabei aber nicht, dass die Altersvorsorge gar nicht gleich bleiben muss. Sie kann kleiner ausfallen, weil die Inflation wegen der niedrigeren Preissteigerung nicht mehr so viel von der Ersparnis für das Alter auffrisst. Es muss also – wenn die Preissteigerung dauerhaft niedrig ist – weniger gespart werden, um real den gleichen Rentenbetrag zu bekommen.

Um genauer zu sein: Wenn Zinsen und Inflation im gleichen Ausmaß zurückgehen, dann ändert sich für die Altersvorsorge gar nichts. Sie ist entgegen allen Klagen, die immer wieder geäußert werden, genauso schwer wie sie vorher war. Das ist paradox.

Natürlich ist das unter den heutigen Bedingungen nur ein schwacher Trost. Altersvorsorge bleibt mühsam. Denn der Realzins ist nach wie vor niedrig. Das ist aber nichts Neues. Seit zehn Jahren bewegt er sich in einer Größenordnung von 1 %. Das ist freilich nicht die Schuld der widrigen monetären Gegebenheiten. Der Realzins spiegelt vielmehr die

Verhältnisse in der Realwirtschaft wider, also das Wachstum, die demographischen Veränderungen, das Verhältnis von Sparen und Investieren und vieles andere. Solange sich daran nichts ändert, bleibt der Realzins so niedrig wie er ist. Wer einen höheren Realzins will, muss nicht die Geldpolitik verändern, sondern muss für mehr Wachstum sorgen.

Wo sich diese Effekte freilich nicht auswirken, ist bei Pensionskassen, Versicherungen und Banken. Sie müssen für die Altersvorsorge ihrer Kunden unabhängig von der Preisentwicklung feste Beträge einkalkulieren. Sie leiden sogar darunter, wenn die Kunden wegen der geringeren Inflation weniger für das Alter vorsorgen und sie daher weniger Zuflüsse von Kundengeldern haben. Auch der negative Einfluss niedriger Zinsen auf die Finanzmärkte bleibt. Bei Aktien, Bonds und Immobilien haben sich zum Teil Blasen gebildet. Sie können eines Tages platzen und bei Wachstum und Beschäftigung Schäden anrichten. Der Verweis auf die Geldillusion ist daher keine "Ehrenrettung" der niedrigen Zinsen. Sie bleiben gefährlich.

## Für den Anleger

stellt sich die Frage, wie es mit Zinsen und Inflation weitergehen wird. Selbst die EZB geht davon aus, dass die Preissteigerung im kommenden Jahr wieder zunehmen wird (auf 1,3 % im Jahresdurchschnitt). Werden die Zinsen dann ebenfalls nach oben gehen? Ich vermute ja. Das wäre jedenfalls die normale Reaktion. Ein solches Ergebnis ist aber angesichts der hohen Wertpapierkäufe der Zentralbanken nicht zwangsläufig. Es könnte auch dazu kommen, dass die Nominalrenditen gleich bleiben und die Realrenditen sinken. In den USA haben sich die höheren Preissteigerungsraten insgesamt nicht negativ auf die Bondmärkte ausgewirkt. Am Aktienmarkt würden sich steigende Inflation positiv auf das Kursniveau auswirken (weil die Gewinnmargen steigen), steigende Zinsen dagegen negativ. Das Ergebnis ist unsicher. Wichtig noch ein Nebeneffekt: Steigende Zinsen wären gut für die Papiere von Finanzdienstleistern. Die Renditestruktur wird dann nämlich steiler (die Banken können also im Einlagengeschäft wieder Geld verdienen). Neuanlagen für Versicherungen und Pensionsfonds würden wieder besser verzinst.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).  
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://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. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. 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. Die vorstehenden Informationen richten sich 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, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. 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 US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments 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 Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://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 Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater 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. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.