

Zinswumms – Schöne neue Welt?

Investment Research



Bank der Gesundheit



Fotos: Getty Images

Die Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG (im Folgenden auch apoBank genannt), Düsseldorf, wird beaufsichtigt durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt am Main sowie die Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

Kein Angebot; keine Beratung.

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Diese Ausarbeitung allein ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung.

Darstellung von Wertentwicklungen

Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine verlässliche Prognose für die Zukunft. Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Wertpapiers/Indexes von EURO abweicht.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die vorliegende Publikation gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder. Die Inhalte sind sorgfältig recherchiert. Eine Haftung/Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann im Einzelfall aber nicht übernommen werden.

Nachdruck nur mit Genehmigung der apoBank.

Zinswumms – Schöne neue Welt?

Auf ein Wort

4

Kleine Geschichte des Zinses

6

Von der Sünde zur Tugend

6

700 Jahre Zinsentwicklung

8

Kein Wirtschaften ohne Zins

10



Was den Zins bewegt

12

Inflation – Fluch oder Segen?

12

Wachstum – Säule des Zinses

14

Demografie – Altert der Zins?

16

Globalisierung – Der überschätzte Faktor

18

Ungleichheit – Reichere Reiche und fallende Zinsen

20

Notenbanken – Zentral, aber nicht allmächtig

22

Unser Zinsausblick

24



Lektionen für Anleger

26

Rendite und Risiko – Das Dilemma bleibt

26

Die Deutschen und der Zins

28

Zinswende auch in der Geldanlage?

30

Immobilien – Wer soll das bezahlen?

32

Aktienmärkte im vorübergehenden Zinstief

34



Quintessenz

36

Auf ein Wort

Liebe Leserinnen und Leser,

bereits zum vierten Mal halten Sie zum Jahreswechsel die Sonderausgabe der Hausmeinung in Händen.

Nachdem wir im vergangenen Jahr den Klimawandel und zuvor die veränderte Globalisierung zum Thema gemacht hatten, soll auch diesmal wieder ein ökonomisches Thema unter die Lupe genommen werden, dass im ablaufenden Jahr besonders hervorgetreten ist. In 2022 ist das der Zins, dessen enormer Anstieg uns mit seiner Vorbotin – der Inflation – besonders getroffen hat. Der Zins ist die zentrale ökonomische Steuerungsgröße schlechthin. Was begründet ihn? Was bestimmt seine Höhe? Und sind es nicht eigentlich “die Zinsen“ in ihrer unterschiedlichen Ausgestaltung, um die es geht? Ist die Inflation wirklich zurück? Und ist damit die langfristige Trendwende beim Zins nun vollzogen, oder steht sie erst am Anfang?



Der Zins ist die wesentliche Determinante zur Herstellung des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts, denn er sorgt dafür, dass das Angebot an Ersparnissen von potenziellen Investoren in gleicher Höhe nachgefragt wird. Zusätzlich sorgt der Zins als Preis des Kapitals dafür, dass dieses Kapital immer seine jeweils produktivste Verwendung findet und treibt damit die Effizienz der Wirtschaft. Er ist also auch die zentrale Größe des Kapitalmarktes. Auch wenn Aktien und alternative Anlageformen gelegentlich als „glamouröser“ wahrgenommen werden, ist es der Zins, von dem ausgehend sich Wirtschaft und Kapitalmärkte nur verstehen lassen. Denn die Höhe des Zinses und seine Veränderung markieren den Ankerpunkt für die Bestimmung aller Vermögenswerte und ihrer Renditen in einer Volkswirtschaft.

Wie erlangte der Zins seine herausragende ökonomische Bedeutung? Nun, zunächst einmal kam der Zins über die Zeit in die Wirtschaft. In einer Welt der Jäger und Sammler bedurfte es keiner eigentlichen Produktion und Vorratshaltung, die Bedürfnisbefriedigung erfolgte unmittelbar. Erst mit Einführung der Landwirtschaft war Saatgut zurückzulegen, um auch im folgenden Jahr wieder anbauen und ernten zu können. Über diesen Konsumaufschub, um auch in der nächsten Periode ausreichend Nahrung zur Verfügung zu haben, kamen Ersparnis und Zins in die Welt.

Nun barg die Produktion aber auch Risiken, die bezahlt werden mussten. In der Landwirtschaft waren es die Unbillen des Wetters, Wildschäden etc. Hierfür musste zusätzlich Kapital in Form von Saatgut zurückgelegt werden. So wurden Risikoprämien verlangt, explizit als steigender Preis in Form eines Aufschlags auf den Getreidepreis. Mit zunehmender Komplexität der Wirtschaft differenzierten sich die Risikoprämien. Zum Sparen trat der Kredit. Das Saatgut wurde anderen zum Aufbau einer Landwirtschaft zur Verfügung gestellt. Damit spielte nun auch die Bonität des Kreditnehmers ausgedrückt als Kreditrisiko eine Rolle und gleichzeitig bedeutete der temporäre Verzicht des Kreditgebers auf Verfügbarkeit von Nahrung einen Liquiditätsverzicht. Beide mussten entlohnt werden.

Im Ergebnis markiert heute der „sichere“ kurzfristige Zentralbankzins, zu dem Banken sich refinanzieren können, den Ausgangspunkt der Steuerung von Volkswirtschaft und Kapitalmarkt. Um Anreiz für Konsumverzicht von Sparern für Investitionen zu schaffen, gibt es einen Zinsaufschlag mit steigender Kapitalbindungsdauer. Hinzu treten Liquiditäts- und Bonitätsprämien, welche Kreditnehmer tragen.

Soweit die nominale Welt. Diese hält uns aber einen Schleier vor Augen, den wir durchbrechen müssen, um rationale Anlageentscheidungen zu treffen. Schlussendlich sind die realen Größen die entscheidenden. Nur mit diesen lässt sich bestimmen, was unser Anlageerfolg wirklich wert ist. Über die Frage, wie viele Güter wir mit der nominalen Rendite unserer Investitionen erwerben können, entscheidet die gesamtwirtschaftliche Preisentwicklung, kurz, die Inflation. Aber nicht die, die gegenwärtig gilt, sondern die Entwicklung der Preise in der Zukunft. Diese ist nicht zu beobachten, sondern kann nur als Inflationserwartung geschätzt werden. Auch bei festverzinslichen Wertpapieren ist damit der reale Erfolg ungewiss und keineswegs festgelegt. Lässt man Bonitätsrisiken unberücksichtigt, so ist nur der nominale Anlageerfolg sicher.

Dieser Effekt findet meist zu wenig Beachtung. Wie wäre das kollektive Aufatmen der Kontoinhaber nach Abschaffung des Verwahrtgeltens sonst zu verstehen? Nominal ein halbes Prozent Entlastung pro Jahr, bei gleichzeitig real viel stärker gefallener Kaufkraft, ein schlechtes Geschäft.

Viele wichtige Fragen müssen in diesem Vorwort unbeantwortet bleiben: Sie werden im Folgenden ausführlich adressiert. Nicht nur, was den realen Zins bestimmt und seine Wechselbeziehungen zu Wachstum, Demografie, Ungleichheit und Globalisierung. Auch, welche häufigen Missverständnisse es bezüglich der Rolle der Zentralbank bei der Bestimmung des Zinses gibt und vieles andere mehr.

Zwei Aspekte möchte ich an dieser Stelle aber noch kurz ansprechen: Die Inflation hat vermutlich ihren Höhepunkt erreicht, die Zinsen sind in 2022 bereits deutlich gestiegen. Das größte Stück des Weges ist hier bereits gegangen. Das größere Risikopotenzial droht von hier ab eher von Seiten der Konjunktur als der Inflation. Real gilt aber auf jeden Fall, dass Produktivkapital wie Aktien einen besseren Inflationsschutz als Nominalanlagen bietet. Auch wenn Aktien kurzfristig über Zinsbewegungen deutlichen Wertschwankungen ausgesetzt sind, vereinnahmen Investoren mittelfristig im Aktienmarkt die Risikoprämie für unternehmerisches Handeln. Diese liegt historisch um drei bis fünf Prozent über dem Zins sicherer Staatsanleihen.

Die Chancen am Kapitalmarkt werden in 2023 wieder in den Vordergrund rücken. Auch wenn enorme Herausforderungen bleiben, wird es auch in turbulenten Märkten für den langfristigen Anlageerfolg entscheidend sein, sich am volkswirtschaftlichen Produktivkapital zu beteiligen.

Ich wünsche Ihnen viel Spaß bei der Lektüre und eine glückliche Hand!

Ihr



Dr. Hanno Kühn | Chief Investment Officer | Deutsche Apotheker- und Ärztebank

Kleine Geschichte des Zinses

Von der Sünde zur Tugend

- Lange Zeit haftete dem Zins ein zweifelhafter Ruf an.
- Religionen sahen im Zinsnehmen eine Ausbeutung Bedürftiger.
- Erst mit dem wirtschaftlichen Fortschritt änderte sich das Verständnis und die Akzeptanz des Zinses.

Zinsverbot in der Antike und den Weltreligionen



Quelle: apoBank



Dass der Zins ein elementarer Bestandteil des Wirtschafts- und Finanzwesens ist, ist für Ökonomen, Finanzmarktakteure und Sparer selbstverständlich. Er ist Anreiz, temporär auf den Konsum zu verzichten, um mittels dadurch möglicher Investitionen langfristig das wirtschaftliche Potenzial zu steigern. Gleichzeitig sorgt der Zins als Preis des Geldes dafür, dass die Mittel der bestmöglichen Verwendung zufließen, da Banken und andere Kreditgeber sicherstellen möchten, dass am Ende der Kredit inklusive Zinsen zurückbezahlt wird. Doch trotz dieser scheinbaren Notwendigkeit des Zinses hatte er lange Zeit einen zweifelhaften Ruf.

Auch wenn bereits aus dem frühen Babylon Hinweise auf Zinsen überliefert sind, so haftete diesen schon im Altertum etwas Verruchtes an. In den Schriften der griechischen Philosophen Platon und seinem Schüler Aristoteles lässt sich bereits die Forderung nach einem grundsätzlichen Zinsverbot erkennen. Denn nach Auffassung beider handelt es sich beim Zins um etwas Unnatürliches, sogar Unmoralisches. Der Geldverleiher trage nicht zur wirtschaftlichen Entwicklung bei, sondern schöpfe lediglich Gewinne ab, die anderswo erwirtschaftet wurden. Zwar konnte sich diese Auffassung in der Antike nie wirklich durchsetzen, doch gewann die Idee des Zinsverbots in anderen Kulturkreisen in späteren Jahrhunderten an Einfluss. Nahezu in allen Weltreligionen finden sich in der Vergangenheit entsprechende Verbote,

so auch im Christentum. Anfänglich im Konzil von Nicäa (325 n. Chr.) nur den Geistlichen verboten, kam bald die Forderung auf, das Zinsnehmen grundsätzlich zu verbieten. Hinter solchen Forderungen steckte die Annahme, dass die Inanspruchnahme von Krediten eine Notlage anzeigt. Diese Not durch das Zinsnehmen auszunutzen, war unmoralisch. Oftmals wurde dabei auf die Bücher Moses verwiesen, in denen sich entsprechende Passagen finden.

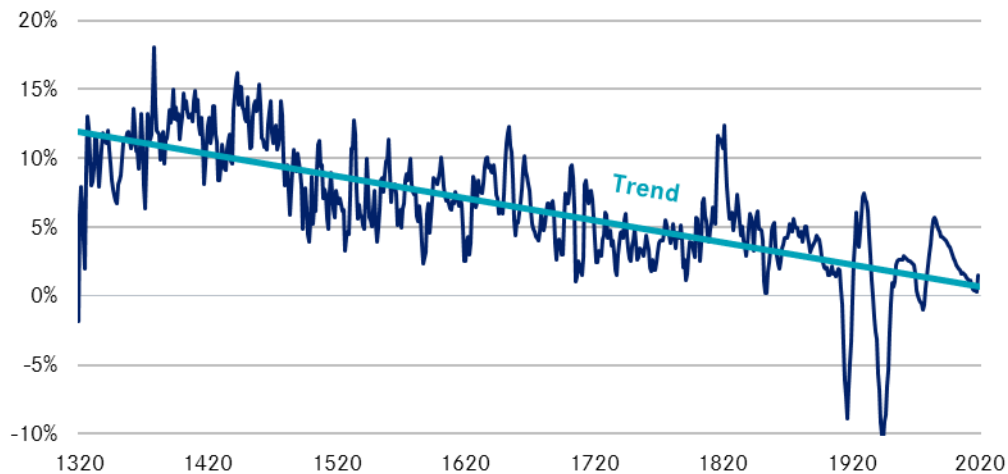
Erst mit der wirtschaftlichen Entwicklung ab dem 12. und 13. Jahrhundert änderte sich das Verständnis. Vor allem der stetig wachsende Fernhandel machte Kredite unverzichtbar. Waren mussten vorfinanziert werden und Investitionen in Transport und Logistik waren unerlässlich. Kredite und Zinsen wurden zur Voraussetzung eines steigenden Wohlstands und verloren zunehmend ihren frevelhaften Ruf. Der Zins wandelte sich vom ausbeuterischen Wucher hin zum Lohn für den temporären Verzicht zugunsten eines langfristigen Mehrwertes. Selbst die Kirche kam dagegen nicht an und passte ihre Ge- und Verbote dem Zeitgeist an. Vor allem das Aufkommen des Protestantismus, der den wirtschaftlichen Erfolg des einzelnen und dessen Gottgefälligkeit in enge Beziehung setzte, wirkte unterstützend. Seither hat der Zins seinen Siegeszug fortgesetzt und ist zur Grundlage des modernen Wirtschafts- und Finanzsystems geworden.

Kleine Geschichte des Zinses

700 Jahre Zinsentwicklung

- Historisch lässt sich ein struktureller Abwärtstrend der langfristigen Realzinsen beobachten.
- Über die genauen Ursachen dieses Trends ist auch die Wissenschaft noch uneins.
- Längere Phasen des Abweichens vom Trend sind keine Seltenheit.

Entwicklung des globalen langfristigen Realzinses



Quelle: Schmelzing (2020), apoBank
BIP-gewichtete Berechnung der acht Volkswirtschaften (DE, ES, FR, IT, JP, NL, UK, US)



Weltweit sinkt der langfristige Realzins bereits seit mehr als siebenhundert Jahren, laut neuesten Forschungsergebnissen um durchschnittlich 1,6 % pro Jahrhundert. Einen ähnlichen Abwärtstrend durchläuft seit dem frühen 14. Jahrhundert auch der globale langfristige Nominalzins. Dieser strukturelle Rückgang vollzog sich unabhängig von den jeweiligen politischen Herrschaftsformen und den unterschiedlichen Geld- und Wechselkurssystemen. Auch das Entstehen der ersten Zentralbanken im 17. Jahrhundert spielte keine entscheidende Rolle.

Auf die Frage nach den Gründen für den strukturellen Rückgang des globalen Realzinses kann die Forschung noch keine definitiven Antworten geben. Den häufig genannten Faktoren wie Demografie, Wirtschaftswachstum, Produktivitätsentwicklung und Risikoprämien misst sie auf der Grundlage empirischer Analysen zwar keine große Bedeutung bei der Erklärung des strukturellen Abwärtstrends bei, wohl aber im Hinblick auf die enormen Schwankungen um diesen Trend. Vor diesem Hintergrund erscheint der starke Rückgang der Langfristzinsen seit den 1980er Jahren in einem neuen Licht. Denn das sinkende Zinsniveau in den letzten vier Jahrzehnten ist auf einmal weder besonders überraschend noch erklärungsbedürftig, sondern bloß eine Annäherung an den langfristigen Abwärtstrend. Ein venezianischer Kaufmann im 16. Jahrhundert hätte auf Basis der historischen Zinsentwicklung bereits absehen können, dass der globale Realzins in den nächsten Jahrhunderten weiter fallen und Anfang des 21. Jahrhunderts die Null-Prozentmarke erreichen wird. Zwei vielverspre-

chende Erklärungsansätze für den strukturellen Abwärtstrend der langfristigen Zinsen stützen sich auf die gestiegene Langlebigkeit des Kapitalstocks einerseits und den zunehmend längerfristigen Anlagehorizont der Anlegerinnen andererseits. Im ersten Fall nimmt der Bedarf zur Finanzierung der gesamtwirtschaftlichen Güterproduktion stetig ab, im zweiten Fall steigt die Bereitschaft zur langfristigen Kapitalüberlassung, was in der Gesamtheit den strukturellen Zinsrückgang plausibel erscheinen lässt. Die akademischen Diskussionen befinden sich jedoch noch in einem frühen Stadium.

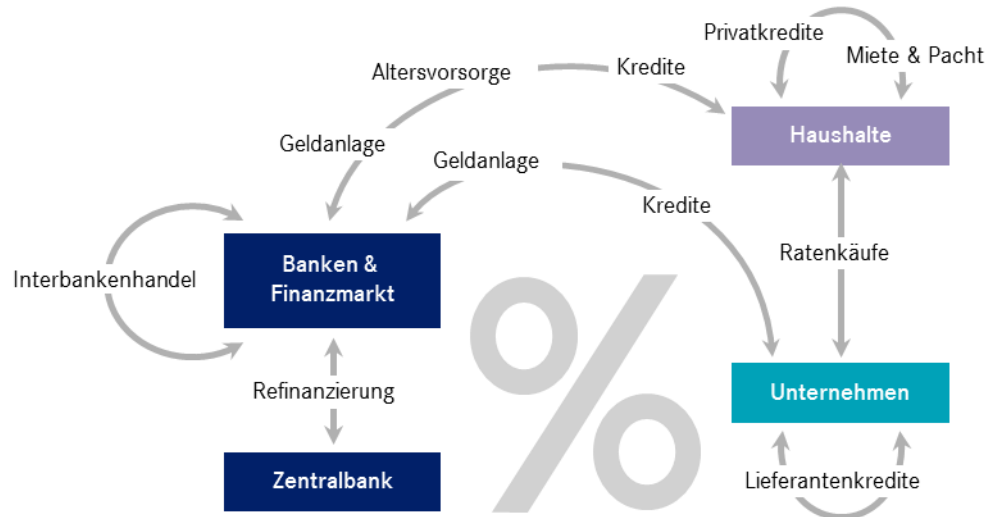
Aus dem historischen Abwärtstrend der Langfristzinsen ergibt sich als Prognose für die nächsten Jahre ein fortgesetzter Trendrückgang der Zinsen. Der Übergang des Trendzinses vom positiven in den negativen Bereich steht je nach Spezifikation des Prognosemodells bereits 2027 bevor. Allerdings gilt ein Abrutschen deutlich unter einen mittleren einstelligen negativen Prozentwert als unplausibel. Wie in der Vergangenheit ist auch in Zukunft mit mehrjährigen Schwankungen der Langfristzinsen um den abwärtsgerichteten Trend zu rechnen, sodass die Langfristzinsen durchaus für einige Jahre über, aber auch unter dem Trend liegen können. Die erwartete Fortsetzung des Zinsrückgangs hat dabei auch etwas Positives. Denn die mit den rückläufigen Kapitalmarktrenditen einhergegangene Kursrallye an den Rentenmärkten seit den 1980er Jahren war aus dieser Perspektive betrachtet keine Spekulationsblase, sondern eine Anpassung an den strukturellen Langfristtrend und als solche sogar zu erwarten.

Kleine Geschichte des Zinses

Kein Wirtschaften ohne Zins

- Zinsen sind heutzutage ein elementarer Bestandteil des Wirtschaftslebens.
- Den einen Zins gibt es nicht. Zahlreiche Faktoren bestimmen die jeweiligen Zinskonditionen.
- Das Konzept des natürlichen Zinses beschreibt das langfristig nachhaltige Zinsniveau einer Volkswirtschaft.

Zinsbeziehungen im Wirtschaftskreislauf



Quelle: apoBank



Zinsen spielen im Wirtschaftsleben eine elementare Rolle. Zwischen nahezu allen Wirtschaftsakteuren kommen Zinsen bei bilateralen Transaktionen zum Tragen. Bestimmende Variable ist er auch bei Geschäften zwischen Notenbanken und Geschäftsbanken. Denn die Notenbank legt mittels des Leitzinses fest, zu welchen Konditionen sich die Geschäftsbanken bei der Zentralbank kurzfristig refinanzieren können und zu welchen Konditionen überschüssige Kundeneinlagen bei der Zentralbank gelagert werden. Die Leitzinsen werden hierdurch zu einem Ankerpunkt für die Realwirtschaft. Geschäftsbanken richten die Bedingungen, zu denen sie Kredite vergeben, unter anderem an der Zinspolitik der Zentralbank aus. Hebt diese den Leitzins an, steigen auch die Zinsen von Krediten an Haushalte und Unternehmen, die diese zum Immobilienkauf oder für Investitionen aufnehmen. Und auch zwischen Unternehmen und Haushalten sowie unter Unternehmen ändern sich dadurch die Zinsen. Auch wenn oft über den Zins gesprochen und geschrieben wird, gibt es diesen einen Zins also nicht.

In jeder Kreditbeziehung folgt aus den jeweiligen Rahmenbedingungen ein spezifischer Zins. Die Einflussfaktoren auf die Zinshöhe sind dabei mannigfaltig. So variiert die Höhe unter anderem mit der Laufzeit. Je länger ein Kredit vergeben wird und sich

somit theoretisch der Kreditgeber in Konsumverzicht üben muss, desto höher ist normalerweise der Zinssatz. Ähnlich verhält es sich mit dem Kreditrisiko. Je schlechter die Bonität des Schuldners, desto tiefer muss er in die Tasche greifen, da der Gläubiger für das erhöhte Ausfallrisiko eine Entschädigung verlangt. Sicherheiten, Garantien, Kredithöhe und viele weitere Faktoren kommen hinzu.

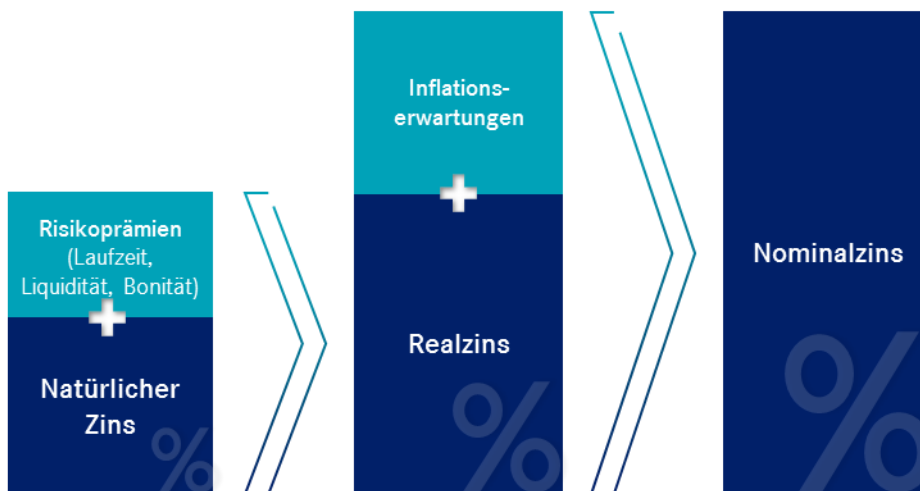
Da den unterschiedlichen Zinssätzen ein gemeinsamer Trend zugrunde liegt, hat sich unter Notenbankern und Ökonominen das Konzept des sogenannten natürlichen Zinses etabliert. Dabei handelt es sich um ein rein theoretisches Konstrukt. Der natürliche Zins ist nicht beobachtbar. Es ist der Zins, der langfristig Wirtschaft und Inflation im Gleichgewicht hält. Entspricht der Marktzins dem natürlichen Zins, sollten sich das Geldangebot aus Ersparnissen und die Geldnachfrage für Investitionen im Einklang befinden. Diesen in der Realität nur abschätzbaren Zins zu bestimmen und zu implementieren, ist die Herausforderung für Notenbanken. Berechnungen für die vergangenen Jahrzehnte legen nahe, dass der natürliche Zins in den vergangenen Jahrzehnten stetig gesunken ist. Die Gründe für den Rückgang, darunter ein anhaltend schwaches Wachstum und die Alterung der Gesellschaft, werden im nächsten Kapitel erläutert.

Was den Zins bewegt

Inflation – Fluch oder Segen?

- Die Inflation ist ein wesentlicher Bestimmungsfaktor der Zinsentwicklung, und umgekehrt.
- Verzinste Anlagen kompensieren nur unzureichend für Einbußen durch Inflation.
- Entscheidend für die Kapitalanlage ist nicht der nominale, sondern der reale Zins.

Zusammenspiel von Inflation und Zinsen



Quelle: apoBank



Die Angst vor der Inflation ist besonders in Deutschland tief verwurzelt. Umfragen unter europäischen Ländern ergeben regelmäßig, dass in Deutschland die Teuerung meist als stärkeres Problem empfunden wird als anderswo. Die historische Erfahrung der Hyperinflation in Deutschland zu Zeiten der Weimarer Republik wird oft als Grund angeführt. Ob es auch daran liegt, dass Deutsche als Sparweltmeister gelten, kann hingegen nur gemutmaßt werden. Zinsen und Inflation hängen eng zusammen. Wer Geld spart und verleiht, möchte sich dafür morgen mehr leisten können. Wird erwartet, dass die Preise in der Zwischenzeit steigen, muss auch der Zins ansteigen, damit sich das Sparen weiterhin lohnt. Andernfalls droht ein Kaufkraftverlust des Ersparten. Der Zins ist somit ein Vehikel, um Geldangebot und Geldnachfrage ins Gleichgewicht zu bringen.

Nicht jede Inflationswelle ist gleich. Ökonomen unterscheiden grob zwischen zwei Ursachen der Inflation: einer zu hohen Nachfrage und angebotsinduzierten Gründen. Für gewöhnlich dominieren Nachfrageeffekte den Verlauf der Inflation. Mittels höherer Leitzinsen kann die Zentralbank der starken Nachfrage entgegenwirken. Schwieriger hingegen stellt sich die Bekämpfung angebotsbedingter Ursachen dar. Historisch benötigte die Inflation in solchen Phasen länger, um auf das gewünschte Maß zurückzufallen. Exemplarisch hierfür sind die Ölkrisen

der 1970er und 1980er Jahre. Auch der Anstieg der Inflation nach Ende der Corona-Krise ist verstärkt auf angebotsseitige Effekte zurückzuführen. Infolgedessen ist mit keinem schnellen Rückgang der aktuell hohen Inflation zu rechnen. Die Notenbanken werden gezwungen sein, die Leitzinsen vorerst hoch zu halten, um der Inflation die Stirn zu bieten.

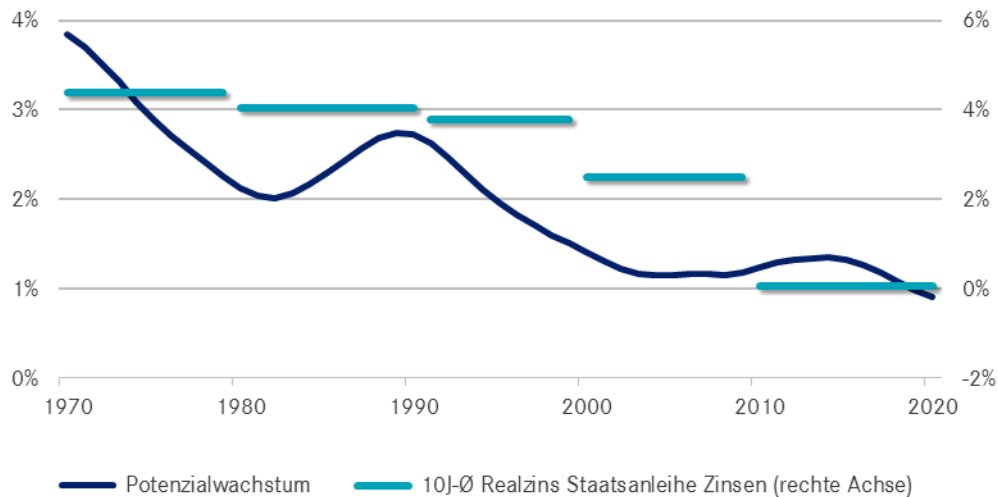
Wird über Zinsen gesprochen, sind gemeinhin nominale Zinsen gemeint. Um allerdings die tatsächliche Ertragskraft eines Zinses zu bemessen, sollten Anleger den realen Zins betrachten. Denn er beschreibt, was nach Abzug der Inflation tatsächlich an Kaufkraft bleibt. Daher ist für die Kapitalanlageentscheidung der Realzins die eigentlich entscheidende Größe. Eine höhere Inflationsrate geht oftmals mit höheren nominalen Zinsen einher, sodass die Differenz aus beidem, der reale Zins, wenig verändert ist. Kurz- und mittelfristig muss dies aber nicht gelten. Aus einer höheren Inflation folgt daher meist ein temporär niedrigerer Realzins. Erst wenn die Notenbanken im Zuge höherer Leitzinsen der Teuerung entgegenwirken, steigt der Realzins wieder an. In jedem Fall sollten Anleger nicht der Illusion erliegen, dass steigende nominale Zinsen einen ausreichenden Schutz gegen Inflation bieten. In der langen Frist zeigt sich die Ertragskraft des Realzinses wenig beeinflusst von kurz- und mittelfristigen Inflationsanstiegen und -rückgängen.

Was den Zins bewegt

Wachstum – Säule des Zinses

- Wirtschaftswachstum ist ein wesentlicher Faktor für die reale Zinsentwicklung.
- Ein schwaches Produktivitätswachstum dient oftmals zur Erklärung der niedrigen Zinsen der letzten Jahrzehnte.
- Rätsel gibt der Einfluss der Digitalisierung auf die Zinsentwicklung auf.

Deutschland: Potenzialwachstum hemmt Zinserholung



Quelle: Refinitiv, apoBank



Eine bedeutende Rolle für die Zinsentwicklung nimmt das Wirtschaftswachstum ein, sowohl auf mittlere als auch auf lange Frist. Mit dem Verlauf des Konjunkturzyklus steigen und fallen gewöhnlich die Zinsen hierbei mittelfristig. Ursache des Gleichlaufs ist, dass Unternehmen in einem wirtschaftlichen Aufschwung rentablere Investitionen tätigen können und oftmals auch die Preise erhöhen. Um die Teuerung zu bremsen, werden von der Zentralbank infolgedessen die Zinsen erhöht, wodurch sie die Geldschöpfung und Kreditvergabe abschwächt und dämpfend auf die Preise wirkt. Das Gegenteil passiert im Abschwung. Für Kapitalanleger sollte jedoch der einzelne Konjunkturzyklus keine herausgehobene Rolle spielen. Er stellt lediglich die Schwankung um den langfristigen Wachstumstrend dar. Dieser Trend ist die eigentliche Determinante der langfristigen realen Zinsentwicklung.

Eine Schlüsselrolle im Wachstumsprozess kommt der Produktivitätsentwicklung zu, die eng mit dem technischen Fortschritt zusammenhängt. Wirtschaftshistorisch zeigt sich, dass die großen technischen Errungenschaften wie die Dampfmaschine oder die Elektrifizierung zu Produktivitätssprüngen führten, die das Wachstum ankurbelten. Anders als durch Nachfrageschwankungen innerhalb eines Konjunkturzyklus wirken Innovation und technischer Fortschritt nicht inflationstreibend und bergen damit

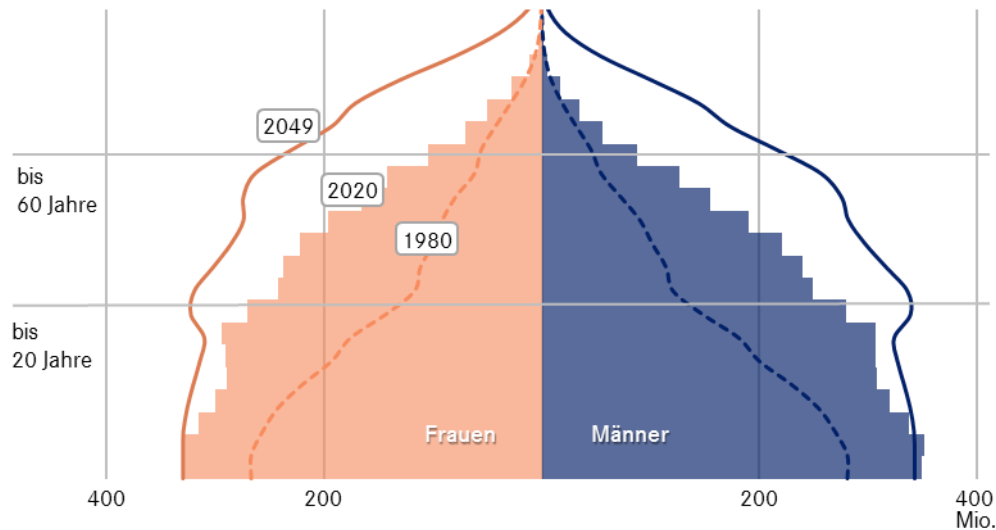
das Potenzial eines dauerhaft höheren realen Zinsniveaus. Denn steigt infolge einer höheren Produktivität die Rentabilität von Investitionen, ist ein höherer Zins zur Finanzierung dieser damit vereinbar. Mehr Unternehmen konkurrieren um die Ersparnisse der Haushalte und bieten höhere Zinsen an, um Kapital zu erhalten. Ökonomen gehen daher davon aus, dass der kontinuierliche Rückgang des Produktivitätswachstums der vergangenen Jahrzehnte ein wesentlicher Grund für das rückläufige Realzinsniveau darstellt.

Rätsel gibt jedoch die Rolle der Digitalisierung auf. Denn außer Frage steht, dass Computer und Internet die Arbeitswelt massiv verändert haben. Unklar ist jedoch, weshalb sich dieser Fortschritt in der Statistik nicht als weiterer Produktivitäts- und Wachstumsbeschleuniger messen lässt. Angesichts dieses Umstands sollte auch mit Blick auf andere digitale Innovationen, wie sie beispielsweise die Künstliche Intelligenz verspricht, die Hoffnung auf einen dauerhaften Anstieg des Produktivitätswachstums nicht zu hoch gesetzt werden. Zudem wirken zusätzliche Trends, darunter die Alterung der Erwerbsbevölkerung, einem Anstieg entgegen. Basierend auf langfristigen Wachstumsprognosen sollte daher über den 2022 begonnenen Zinszyklus nicht mit einem dauerhaft kräftigen Wiederanstieg des realen Zinses gerechnet werden.

Demografie – Altert der Zins?

- Weltweit schreitet der Prozess des demografischen Wandels voran.
- Die Alterung der Gesellschaften wirkt dabei wachstumshemmend.
- Der Einfluss der Alterung auf Inflation und Zinsen ist in der Wissenschaft umstritten.

Welt: Alterspyramide nach Kohorte



Quelle: Refinitiv, apoBank, Prognosen der Vereinten Nationen



Die Alterung der Gesellschaften in den Industrieländern ist in vollem Gange. Blickt man auf die Bevölkerungsstatistik, erkennt man, dass in Europa bereits seit Ende der 1980er Jahre die Anzahl der Rentner und Rentnerinnen relativ zur Erwerbsbevölkerung zunimmt. Mit dem Ausscheiden der Babyboomer-Generation aus dem Arbeitsmarkt in den 2020er Jahren wird sich dieser Trend noch verstärken. Letzte Prognosen der Vereinten Nationen ergeben, dass in Europa bis 2050 die Anzahl der Menschen im erwerbsfähigen Alter von 20 bis 65 Jahren um rund 73 Millionen schrumpfen wird – also um mehr als 10 %. Gleichzeitig steigt die Anzahl derjenigen über 65 um knapp 60 Millionen an. Wenn auch weniger dramatisch, stellt sich die Lage in den USA ähnlich dar. Und selbst in den bislang meist jungen Gesellschaften der Schwellenländer kommt der demografische Wandel zunehmend an. Insbesondere China bekommt dies auch aufgrund seiner restriktiven Ein-Kind-Politik zu spüren.

Die Verschiebung der Altersstruktur beeinflusst die Wachstumsdynamik der Gesellschaften negativ. Der stetig zunehmende Mangel an Arbeitskräften ist bereits heute ein Problem für viele Unternehmen und wird sich in Zukunft noch verschärfen. Hinzu kommt, dass sich in einer älter werdenden Gesellschaft die Konsumpräferenzen verschieben. Dienstleistungen,

angefangen bei der Pflege, werden stärker nachgefragt. Doch gerade in diesen Sektoren sind die Produktivitätsfortschritte durch Digitalisierung und Automatisierung, wenn überhaupt gewünscht, nur langsam und in begrenztem Maße realisierbar. Ökonomen streiten zudem darüber, ob mit der Alterung auch die Innovationsfähigkeit der Gesellschaft abnimmt. Denn oftmals entstehen technische Innovationen in jungen Unternehmen und Start-ups, deren Lenker in der Regel nicht kurz vor dem Renteneintritt stehen.

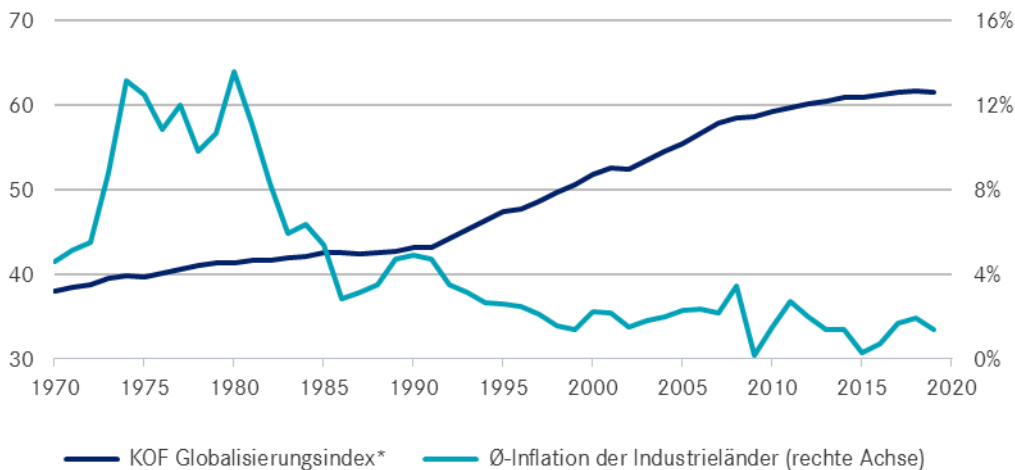
Doch dies muss nicht zwangsweise so sein. Wirtschaftswissenschaftler verweisen in diesem Kontext darauf, dass angesichts der massiven Herausforderung des demografischen Wandels der Innovationsdruck so hoch ist wie nie zuvor. Unternehmen sind folglich dazu gezwungen, erfinderisch zu sein, um zukünftig mit weniger Arbeitskräften auszukommen. Forscher, die diese Position vertreten, weisen zudem darauf hin, dass sich mit dem Alter das Spar- und Ausgabeverhalten ändert. Weniger Sparern in der jüngeren Generation stehen ausgabenbereitere ältere Bürgerinnen gegenüber. Aus dem jahrzehntelangen Sparüberhang vieler wohlhabender Länder könnte ein Konsumüberhang werden. Dieser könnte vorübergehend das Wachstum und die Inflation stimulieren und den Realzins auf höherem Niveau verankern.

Was den Zins bewegt

Globalisierung – Der überschätzte Faktor

- Auch wenn die Kritik an der Globalisierung zunimmt, lässt sich das Rad nicht zurückdrehen.
- Der Zusammenhang zwischen Globalisierung und der Inflation ist weniger eindeutig als oft behauptet.
- Die Bedeutung der Globalisierung für die Zinsentwicklung sollte nicht überschätzt werden.

Globalisierung und Inflation



Quelle: Refinitiv, KOF Institut, apoBank
* KOF Globalisierungsindex misst die globale Interaktion auf wirtschaftlicher, kultureller, politischer und finanzmarktspezifischer Ebene anhand von 59 Indikatoren.



Nach den Handelskriegen von Donald Trump, der Corona-Pandemie und dem Russland-Ukraine-Krieg ist die Globalisierung nicht nur hierzulande in Verruf geraten. Auch die große Mehrheit der Investorinnen und Wirtschaftsjournalisten beurteilt die Zukunft des Weltwirtschaftssystems negativ. Ihre düsteren Prognosen schwanken zwischen einer bloßen Verlangsamung (Slowbalisation) und noch häufiger sogar dem Ende der Globalisierung. Aus diesem pessimistischen Zukunftsbild leiten diese Auguren eine strukturell höhere Inflation und schließlich höhere Leit- und Kapitalmarktzinsen ab.

Die führenden Handelsökonominnen in Europa und den USA teilen diesen negativen Blick auf die Zukunft der Globalisierung allerdings mehrheitlich nicht, sondern zeichnen ein nüchterneres und größtenteils konstruktiveres Bild des Weltwirtschaftssystems in den nächsten Jahren. Sollte das Szenario der De-Globalisierung entgegen der Voraussagen der Experten dennoch eintreten, sprächen mehrere Wirkungskanäle zumindest qualitativ für eine höhere Inflation und in der Folge höhere Nominalzinsen. Dazu zählen ein nachlassender Wettbewerbsdruck für Unternehmen, eine Schrumpfung des verfügbaren Arbeitskräfteangebots, ein reduzierter Technologietransfer, eine Auflösung des globalen Lieferkettensystems sowie ein Wegfallen billiger Importe. Doch die Krux liegt in der Empirie, denn die Daten stehen nicht im Einklang mit diesen auf den ersten Blick durchaus plausiblen Wirkmechanismen. So ließen sich zwar in den Industrieländern parallel zur zunehmenden weltwirtschaftlichen Integration in den vergangenen Jahrzehnten

rückläufige Inflationsraten beobachten, doch eine Kausalität lässt sich nicht ohne weiteres nachweisen. Ein Problem besteht darin, dass sich die Inflation in den Industrieländern bereits nennenswert abschwächte, noch bevor die weltwirtschaftliche Integration so richtig Fahrt aufnahm. Die jüngsten empirischen Auswertungen für den Euroraum beziffern den inflationsmindernden Effekt der Globalisierung auf lediglich 0,16 % pro Jahr seit der Jahrtausendwende. Ein weiteres Problem ergibt sich aus dem durchaus überraschenden Ergebnis, dass mit der Zunahme der globalen Handelsaktivität der Industrieländer seit Mitte der 1980er Jahre eher ein Anstieg der Inflationsraten einherging. Hinzu kommt ein weiteres Gegenargument. Denn empirische Auswertungen zeigen, dass infolge zunehmender Globalisierung auch der natürliche Zins angestiegen ist, und eben nicht rückläufig war.

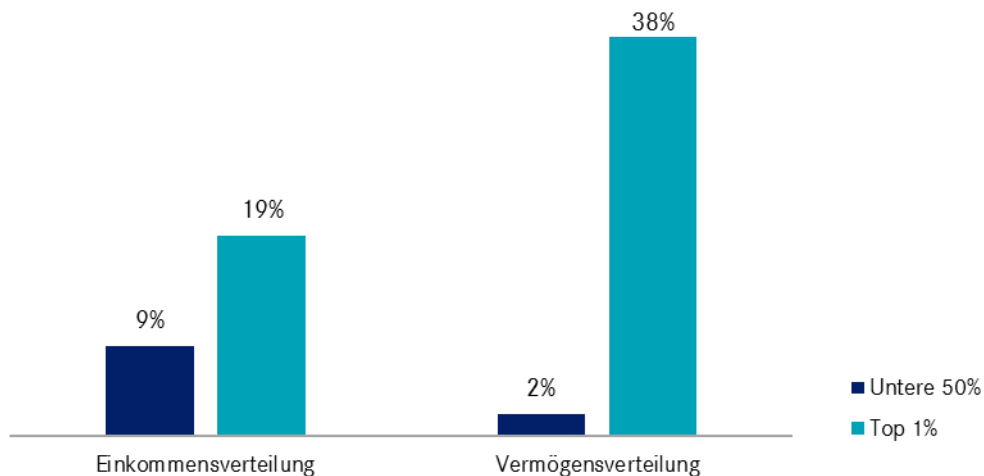
Als Fazit lässt sich festhalten, dass mit der geopolitischen Instrumentalisierung der globalen Wirtschaftsbeziehungen, dem Protektionismus, der Rivalität zwischen China und den USA, der Entkoppelung von autokratischen Staaten sowie der ökologischen Transformation zwar einige große Herausforderungen auf das Weltwirtschaftssystem in den nächsten Jahren zukommen. Doch daraus lässt sich nicht das Ende der Globalisierung ableiten. Und selbst wenn die Globalisierung in der nahen Zukunft zurückgedrängt werden sollte, sprechen die empirischen Studien der letzten Jahre gegen nennenswert höhere Inflation und Zinsen.

Was den Zins bewegt

Ungleichheit – Reichere Reiche und fallende Zinsen

- Weltweit zeigte sich in den vergangenen Jahren eine zunehmende materielle Ungleichheit.
- Aspekte der ökonomischen Ungleichheit sind auch in die Betrachtung der Notenbanken gerückt.
- Steigende Ungleichheit führt tendenziell zu niedrigeren Zinsen, ist aber keine Einbahnstraße.

Globale Verteilung privater Einkommen und Vermögen, 2021



Quelle: World Income Report 2022, apoBank



Die großen Zentralbanken in den westlichen Industrieländern stehen im Kreuzfeuer der Kritik, weil ihre über viele Jahre lockere Geldpolitik die materielle Ungleichheit in diesen Gesellschaften verschärft haben soll. Niedrige Leitzinsen und eine großzügige Liquiditätsversorgung seit der Globalen Finanzkrise 2008 bereiteten rasant steigenden Kursen an den internationalen Wertpapier- und Immobilienmärkten den Boden. Von dem Boom profitierten jedoch vorwiegend vermögende Haushalte und Bezieherinnen hoher Einkommen. In der Folge nahm auch die materielle Ungleichheit in vielen Gesellschaften deutlich zu. Um sich dem Verdacht der monetären Klientelpolitik zu entziehen, betonten Zentralbanken wie die Fed neuerdings die besonderen Belange der unteren Einkommens- und Vermögensgruppen ausdrücklich, wenn sie ihre geldpolitischen Beschlüsse verkünden und der Öffentlichkeit Rechenschaft ablegen.

Dass bedeutende Wechselwirkungen zwischen der Zinsentwicklung und Verteilung von Einkommen und Vermögen in einer Gesellschaft bestehen, belegt nicht nur die aktuelle Kritik an den Zentralbanken. Die neuesten Forschungsergebnisse zeigen, dass die Zunahme der Ungleichheit in den USA ein bedeutender Faktor für den Anstieg der privaten Ersparnisse und den Rückgang des natürlichen Zinses seit 1980 war. Dieser negative Effekt zunehmender Ungleichheit auf das Zinsniveau basiert auf der ebenso simplen wie empirisch nachweisbaren Idee, dass die einkommensstärksten Haushalte einen größeren Anteil ihres Einkommens sparen als die mittleren und unteren

ren Einkommensgruppen. Bei zunehmender Ungleichheit führen höhere Ersparnisse zu einem Anstieg des Kapitalangebots und einem Rückgang des Zinses.

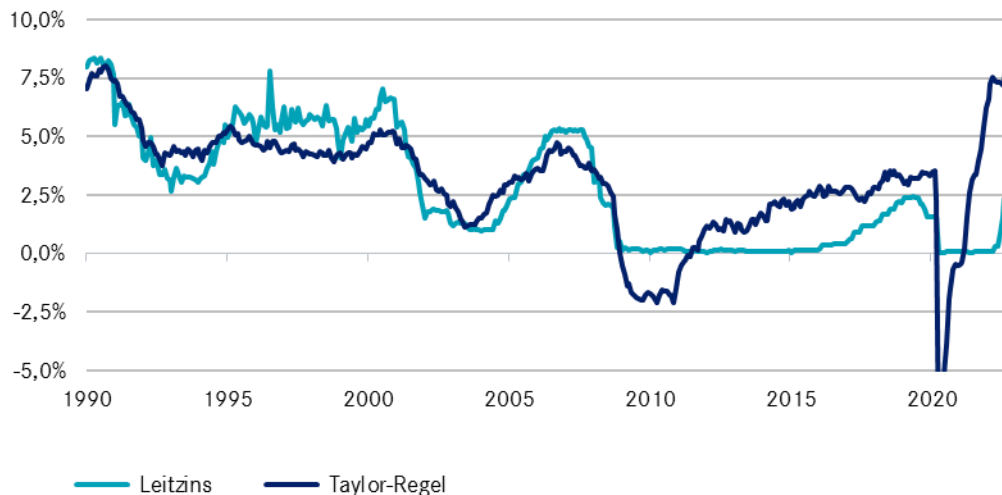
In vielen Industrie- und Schwellenländern hat die materielle Ungleichheit in den vergangenen Jahrzehnten stetig zugenommen und befindet sich mittlerweile auf hohem Niveau. Auf der Suche nach Ursachen werden in erster Linie die Globalisierung und der technologische Fortschritt genannt, aber auch unzureichende staatliche Umverteilung. Dies hat Fürsprecher von protektionistischer Handelspolitik, zurückhaltender Migrationspolitik und nationalen Alleingängen zu Lasten des Multilateralismus gesellschaftlichen und politischen Rückenwind verliehen. Daraus lässt sich erkennen, dass zunehmende Ungleichheit keine Einbahnstraße ist. Eine in die Zukunft gerichtete Prognose muss deshalb dem komplexen Zusammenhang zwischen Umverteilung und Zinsentwicklung Rechnung tragen. Somit führt auch eine weiter zunehmende Umverteilung nicht zwangsläufig zu weiteren Zinsrückgängen, insbesondere wenn die bestehende politische, gesellschaftliche und wirtschaftliche Ordnung dadurch zunehmend infrage gestellt wird. Bislang lässt sich, zumindest im weltweiten Maßstab, noch keine politische Kehrtwende zu Gunsten der unteren und mittleren Einkommen- und Vermögensgruppen erkennen. Für die nächsten Jahre ist daher nicht mit einem von der Ungleichheit oder der Umverteilung ausgehenden signifikanten Effekt auf die Zinsen zu rechnen.

Was den Zins bewegt

Notenbanken – Zentral, aber nicht allmächtig

- Notenbanken bestimmen durch ihre Geldpolitik das Leitzinsniveau in einer Volkswirtschaft.
- Die Notenbanken sind an die ökonomischen Rahmenbedingungen gebunden.
- Infolgedessen erfolgt die Bestimmung des Leitzinses nicht willkürlich.

USA: Leitzinsentwicklung und Taylor-Regel*



Quelle: Refinitiv, apoBank

* Taylor-Regel basiert auf der Inflations- und Arbeitslosenentwicklung sowie den Inflationserwartungen.



Eine Diskussion über Zinsen kommt um Zentralbanken nicht herum. Schließlich sind EZB, Fed und andere Notenbanken für die Geldpolitik zuständig und legen den vielzitierten Leitzins fest. Ursprünglich war die Funktion der Notenbank allerdings eine andere. Als Kreditgeber letzter Instanz für Krisenzeiten sorgten sie dafür, dass Geschäftsbanken mit ausreichend Liquidität versorgt wurden. Denn im 19. und frühen 20. Jahrhundert kam es regelmäßig zu sogenannten Bank Runs, also einem Ansturm verunsicherter Kunden, die ihr Geld abheben wollten. Da die Banken das Geld zum großen Teil weiterverliehen hatten, standen betroffene Institute oft vor der Zahlungsunfähigkeit. Die Zentralbank sollte als Retter in der Not aushelfen.

Neben dieser Funktion als Geldgeber letzter Instanz wurde mit der Zeit auch das Recht, Banknoten zu kreieren, alleinig auf die Zentralbank begrenzt, die daher auch als Notenbank bezeichnet wird. Zuvor konnte jede Bank eigenes Papiergeld herausgeben, das dann in der Region kursierte. Durch die Zentralisierung entstand ein gemeinsames Papiergeld, das überall gültig war. Geschäftsbanken schöpfen jedoch nach wie vor Geld, wenn auch keine Banknoten. Dies geschieht immer dann, wenn ein Kredit an eine Kundin vergeben wird. Die Zentralbank hingegen vergibt Zentralbankgeld an Banken und hat daher nur indirekt und eingeschränkt die Macht, die tatsächliche Geldmenge zu steuern. Das wichtigste Instrument

der Zentralbanken, um Realwirtschaft und Inflation zu beeinflussen, ist dabei der Leitzins. Allerdings gilt auch dieser zunächst nur für Geschäfte im Finanzsektor über sehr kurze Laufzeiten. Daher übersetzt sich eine Leitzinsänderung nur unvollständig in eine Veränderung der Zinsen im realen Wirtschaftskreislauf.

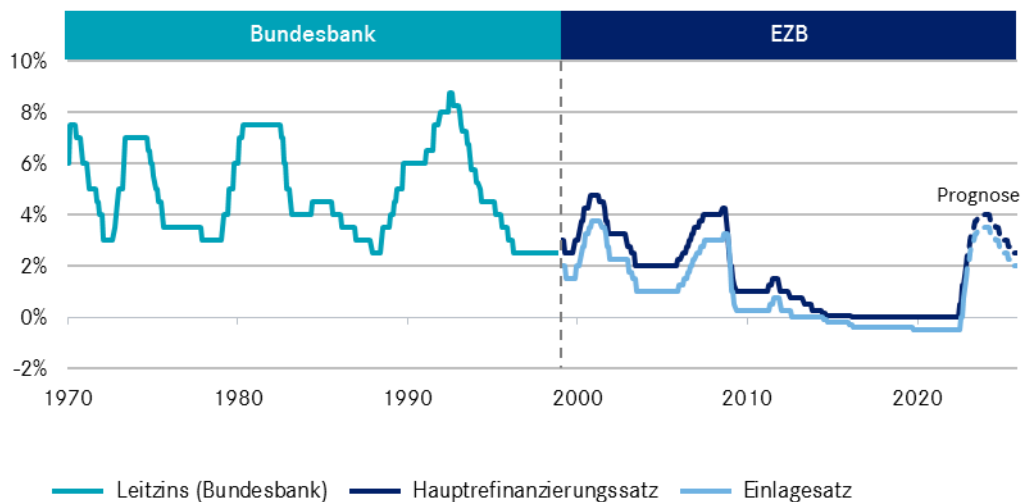
Wie entscheiden Zentralbanken über die Höhe des Leitzinses? Im Wesentlichen soll dieser die Wirtschaft im Gleichgewicht halten. Bei zu niedriger Inflation und zu niedrigem Wachstum drohen Deflation und Rezession und die Zentralbank wird den Zins senken, um Konsum und Investitionen anzuregen. Droht hingegen eine Überhitzung mit zu hoher Inflation und zu starkem Wachstum, sind höhere Zinsen angebracht. In den 1990ern schlug der US-Ökonom John Taylor eine einfache Formel vor, um das Verhalten der Zentralbank zu beschreiben. Je höher die Inflation und je niedriger die Arbeitslosenquote, desto höher der so berechnete Leitzins. Die mathematische Gleichung wurde schnell als Taylor-Regel bekannt. Das Erreichen von Nullzinsen in den 2010ern stellte die Anwendbarkeit der Regel zwar infrage. Nichtsdestotrotz gilt nach wie vor, dass sich die Zentralbanken bei der Leitzinssetzung eng an der vorherrschenden Wachstums- und Inflationsdynamik orientieren, anstatt frei nach eigenem Gutdünken zu agieren.

Was den Zins bewegt

Unser Zinsausblick

- Mit den jüngsten Zinsanhebungen kehrt die EZB dem Negativzinsumfeld den Rücken.
- Um der Inflation nachhaltig Einhalt zu gebieten, besteht die Notwendigkeit weiterer Zinserhöhungen 2023.
- Mittelfristig erwarten wir einen Leitzins leicht oberhalb des Niveaus des vergangenen Jahrzehnts.

Deutschland und Euroraum: Leitzinsentwicklung und apoBank-Prognose



Quelle: Refinitiv, apoBank



Die Entwicklung der Zinsen unterlag immer schon Schwankungen. In der Nachkriegszeit etwa stieg das Zinsniveau in Deutschland bis 1980 auf über 10 % an. Es folgte ein 40 Jahre währender Sinkflug der Zinsen. Angesichts einer Inflationsrate von weniger als 2 % über viele Jahre und eines taumelnden Währungsraums wagte die EZB sogar den historischen Schritt, negative Zinsen einzuführen. Erst die außergewöhnlichen Umwälzungen durch die Corona-Pandemie und den Russland-Ukraine-Krieg trieben die Inflation und schließlich auch die Zinsen wieder auf höhere Niveaus. Steigen die Zinsen nun weiter, oder kehren sie ins negative Terrain zurück?

Die momentan historisch hohen Inflationsraten sind der Kombination aus pandemiebedingten Faktoren, wie der Änderung von Konsummustern und Störungen der Lieferketten, und den Folgen des Russland-Ukraine-Kriegs geschuldet. Einzelne Produkte verteuerten sich daher überdurchschnittlich stark – neben Energie bspw. auch Gebrauchtwagen. Insbesondere in diesen Segmenten sind bei zunehmender Entspannung perspektivisch Preisrückgänge zu erwarten. Gemeinsam mit statistischen Basiseffekten sorgen sie dafür, dass wahrscheinlich ein Großteil der jüngsten Kostenanstiege bereits hinter uns liegt und die Inflation in den kommenden Jahren spürbar nachlassen wird. Die Notenbanken werden 2023 jedoch noch zu weiteren Leitzinsanhebungen veranlasst sein. Auch wenn im weiteren Konjunkturverlauf

schließlich die Inflation stetig nachlässt, rechnen wir nicht mit starken Leitzinssenkungen, sodass wir eine Rückkehr der EZB zur Negativzinspolitik für unwahrscheinlich erachten.

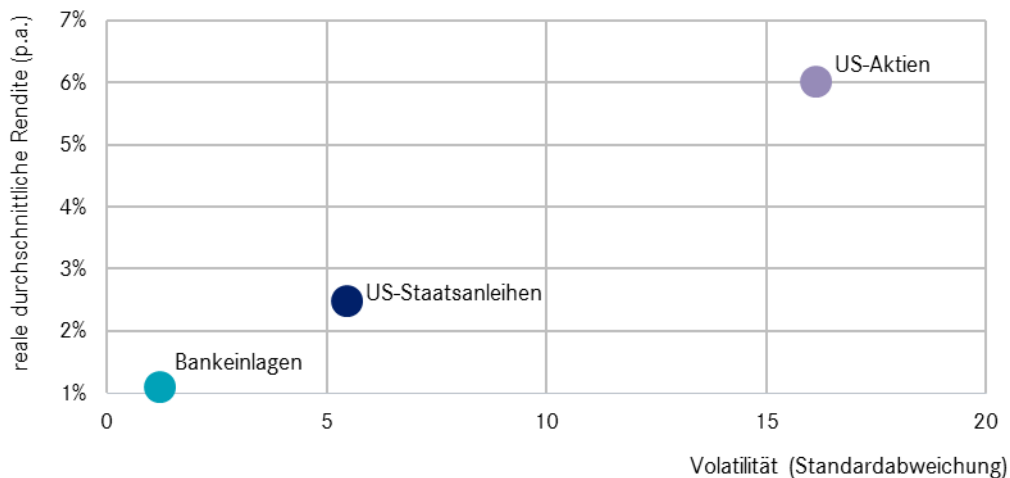
Blickt man weiter in die Zukunft, zeichnet sich eine Reihe langfristig-struktureller Faktoren ab, die die Inflation und damit den nominalen Zins stützen. So bringen Klimawandel und Klimaschutzmaßnahmen fortlaufend Kosten mit sich. Auch ein Umbau der weltweiten Lieferketten wirkt eher inflationär, ebenso der Effekt des demografischen Wandels. Nach dem Abklingen der starken pandemiebedingten Preiseffekte ist daher mit einer moderat höheren Inflation als in dem Jahrzehnt vor der Corona-Krise (\emptyset 1,4 % pro Jahr) zu rechnen, in der Bandbreite zwischen 2 % und 3 % pro Jahr. Daraus resultiert jedoch keine Gefahr einer Inflationsspirale. Vielmehr verleiht eine leicht höhere Inflation der Notenbank wieder mehr Spielraum in ihrer Zinspolitik. Für den Realzins resultiert aus den Effekten der Dekarbonisierung und des Lieferkettenumbaus ein negativer Einfluss. Die Wirkung der Demografie ist hingegen umstritten. Aus der Abwägung der unterschiedlichen Einflüsse folgern wir, dass in den kommenden Jahren die Leitzinsen höher liegen werden als in den vergangenen Jahren der Null- und Negativzinspolitik. Sparer sollten sich damit jedoch nicht der trügerischen Illusion hingeben, dass damit auch die Realzinsen ein Come-Back erleben.

Lektionen für Anleger

Rendite und Risiko – Das Dilemma bleibt

- Die zuletzt gestiegenen Zinsen ändern nichts daran, dass langfristig Risiko und Rendite Hand in Hand gehen.
- Nur die Vereinnahmung von Risikoprämien gewährleistet eine auskömmliche reale Rendite.
- Sachkapitalanlagen sind im Portfolio daher unerlässlich.

US-Finanzmarkt: Rendite-Risiko-Beziehung letzte 50 Jahre



Quelle: Refinitiv, apoBank
Historische Betrachtungen stellen keine Garantie für zukünftige Entwicklungen dar.



Bevor wir den Einfluss des Zinses auf die Chancen und Risiken einzelner Anlageklassen betrachten, ist es hilfreich, zunächst den grundsätzlichen Zusammenhang zwischen Rendite einerseits und Risiko andererseits zu klären. Denn der Wunsch nach möglichst hoher Rendite bei gleichzeitig minimalem Risiko liegt in der Natur des Menschen. Diesen umzusetzen gleicht jedoch dem Bestreben eines Alchemisten, Stroh in Gold zu verwandeln. Eben weil beide Bedürfnisse, nach Ertrag und nach Sicherheit, uns Menschen prägen, wird jedes Finanzprodukt eines nur auf Kosten des anderen erzielen können. Wir stehen somit vor einem Dilemma. Wer mehr Sicherheit wünscht, erhält diese nur zum Preis langfristig geringerer Ertragschancen.

Was allerdings kurzfristig und nominal sicher erscheint, weil es keinen oder nur geringen Schwankungen unterliegt, ist nicht unbedingt auch langfristig und unter Berücksichtigung der Inflation eine sichere Anlage. So liegt die Ersparnis im Sparschwein oder auf dem Sparkonto in einem gewissen Sinne zwar recht sicher. Doch die Inflation zehrt mittelfristig einen Großteil des Vermögens auf, und das Sparschwein wird zukünftig nicht mehr viel wert

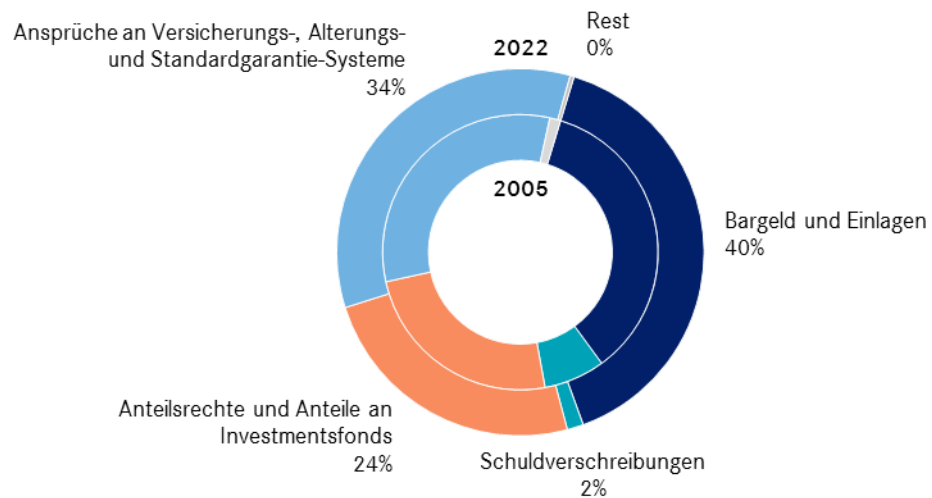
sein. Sachkapitalanlagen wie Aktien und Immobilien unterliegen hingegen einer erhöhten Unsicherheit. Anleger wissen nicht genau, zu welchem Wert sie diese später veräußern können oder wie hoch und wie zuverlässig die Dividenden und Mieteinnahmen ausfallen werden. Dafür erhalten Anleger jedoch eine Kompensation in Form durchschnittlich höherer Renditen. So lag in den USA historisch betrachtet die Rendite von Aktien langfristig rund 5 % höher als bei Bankanlagen und 4,5 % höher als bei Staatsanleihen. Aktienanlagen schlugen damit die Inflation jährlich um durchschnittliche 6 %. Ähnliche Ergebnisse zeigen sich auch in anderen Industrieländern.

Die jüngsten Zinsanstiege ändern an dem grundsätzlichen Zielkonflikt zwischen Rendite und Risiko nichts. Aufgrund der inhärent höheren Unsicherheiten müssen Aktien weiterhin eine höhere Rendite bieten als Anleihen. Auf die Zinsanstiege reagierten die Aktienmärkte daher mit Kursrückgängen, durch die der Einstieg in Aktien vorausblickend attraktiver, da rentabler geworden ist. Alleine mittels verzinster Anlagen kann eine nachhaltig ertragreiche Anlage nicht gelingen.

Die Deutschen und der Zins

- Deutsche Sparer zeichnen sich noch immer durch ihren Hang zu verzinsten Anlagen aus.
- Vor allem gegenüber angelsächsischen und nordischen Ländern bestehen Aufholpotenziale.
- Die jüngsten Krisen zeigen bereits ein gewisses Umdenken der Sparer hierzulande.

Geldvermögen deutscher Haushalte (Stand: Q1 2022)



Quelle: Bundesbank, Refinitiv, apoBank



Trotz der langfristig geringeren Rendite haben deutsche Sparer und Anleger unbeirrbar eine große Vorliebe für verzinsliche Anlagen. Betrachtet man das Geldvermögen hierzulande, das sich Anfang 2022 auf rund 7,5 Billionen Euro belief, entfällt mit rund 40 % der größte Anteil noch immer auf gering bis gar nicht verzinsten Bankeinlagen und Bargeldbestände. Auch sogenannte Ansprüche an Versicherungs-, Alters- und Standardgarantiesysteme sind im Portfolio ein Schwergewicht. Hierzu zählen unter anderem Lebensversicherungen, die in überwiegender Mehrheit ebenfalls den Zins als maßgebliche Bestimmungsgröße der langfristigen Rendite besitzen. Nur rund jeder vierte Euro des Geldvermögens fließt hingegen direkt in Aktien und Investmentfonds. Immobilien werden in dieser Systematik der Deutschen Bundesbank nicht betrachtet, da sie nicht dem Geldvermögen zugerechnet werden. Über die vergangenen Jahrzehnte hinweg lässt sich eine hohe Beharrlichkeit im Anlegerverhalten der Deutschen beobachten. Trotz der stetig sinkenden realen Zinsen suchte der Durchschnittsdeutsche nicht den Weg an die Börse.

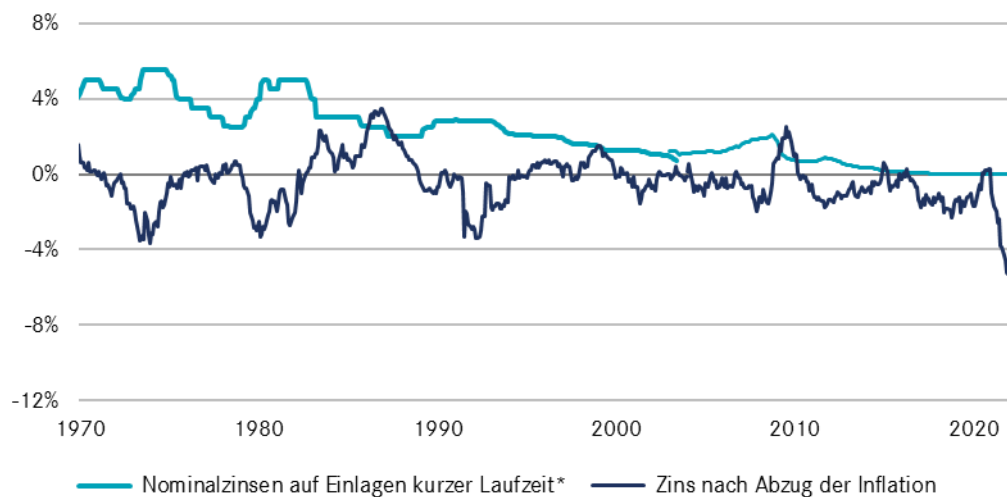
Im internationalen Vergleich werden deutsche Anlegerinnen ihrem Ruf gerecht, besonders sichere Anlagen zu bevorzugen. Vorreiter bei der Aktienanlage sind hingegen angelsächsische Anleger. Der Anteil

von Aktien- bzw. aktienähnlichen Anlagen am Geldvermögen, welcher von durchschnittlichen US-Amerikanern gehalten wird, ist beinahe doppelt so hoch wie in Deutschland. Auch in Großbritannien, den Niederlanden oder in Skandinavien vertrauen die Menschen in deutlich höherem Maße dem Börsengeschehen. Doch ein Umdenken ist auch hierzulande allmählich erkennbar. Führten stärkere Kurskorrekturen an den Aktienmärkten wie beim Platzen der Dot-com-Blase oder in der Finanzkrise seinerzeit zu einem Rückzug der Anleger von den Börsen, war in den Quartalen nach dem Einbruch der Kurse zu Beginn der Corona-Krise Gegenteiliges zu erkennen. In den vier Quartalen bis Ende des ersten Quartals 2022 lag der Nettozufluss bei Aktien und Investmentfonds mit rund 140 Milliarden Euro mehr als doppelt so hoch wie in den vier Quartalen vor Ausbruch der Corona-Pandemie. Damit übertraf der Mittelzufluss in Aktien erstmals auch dauerhaft die Zuflüsse in Versicherungs-, Alters- und Standardgarantiesysteme. Deutsche Anlegerinnen erkennen zunehmend, dass Krisen an den Kapitalmärkten für sie Chancen bieten, um zu günstigeren Rahmenbedingungen einzusteigen oder ihr Engagement auszuweiten. Doch in der Gesamtbetrachtung haben die Deutschen in Sachen Kapitalmarktanlage noch viel Luft nach oben.

Zinswende auch in der Geldanlage?

- Trotz höherer Zinsen führt der Weg zu auskömmlichen Renditen nicht am Kapitalmarkt vorbei.
- Verzinste Wertpapiere haben jedoch zuletzt an Attraktivität gewonnen.
- Anleihen spielen auch aus Risikodiversifikationsgründen eine wichtige Rolle im Portfolio.

Deutschland: Nominal- und Realzinsentwicklung kurzfristiger Bankeinlagen



Quelle: Refinitiv, apoBank

* bis 2003 Zinssatz für Einlagen mit 3-monatiger Kündigungsfrist, danach täglich fälliger Einlagen



Die deutlichen Zinsanstiege an den Finanzmärkten seit Anfang 2021 lassen verständlicherweise die Erwartung aufkommen, dass auch die Festzinsen dauerhaft höhere Erträge abwerfen werden. Für viele Sparerinnen könnte sich die Attraktivität von Festzinsanlagen wie Sparkonten daher wieder erhöhen. Doch der Grund für die höheren Zinsen ist derzeit primär die hohe Inflation. Höhere Zinsen sollen für den Kaufkraftverlust entschädigen, doch die Kompensation ist unzureichend. Die Inflation stieg stärker als die Nominalzinsen, sodass die Realzinsen auf ein historisch niedriges Niveau gefallen sind.

Nun ist es durchaus wahrscheinlich, dass die Inflation künftig nachlassen wird. Folglich wird eine Festzinsanlage mit längerer Laufzeit zukünftig einen höheren Realzins aufweisen als es derzeit scheint. Besonders hoch wird dieser jedoch nicht sein. Sinkt die Inflation nur langsam, würden Sparer weiterhin einen Kaufkraftverlust erleiden. Denn die Zinsen auf kurzfristige Einlagen, wie etwa Sparkonten, haben in den vergangenen 50 Jahren nur selten die Inflation ausgleichen können, egal ob in Zeiten hoher Nominalzinsen und noch höherer Inflation in den 1970er Jahren oder in Zeiten negativer Nominalzinsen und niedriger Inflation in den 2010er Jahren.

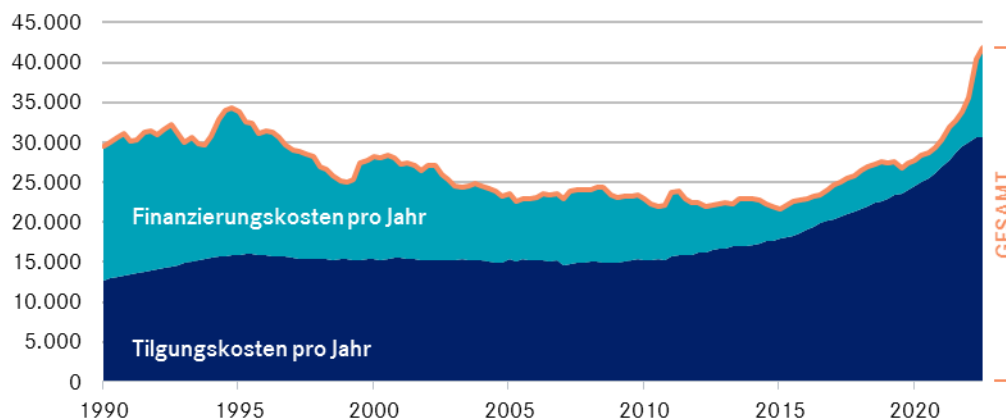
Eine Chance, mit der Inflation zumindest Schritt zu halten, besteht bei Anlagen in langlaufenden Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen. Staatsanleihen mit guter Bonität, wie etwa deutsche und Schweizer Bundesanleihen oder US-amerikanische Treasuries, haben zudem ein geringes Ausfallrisiko. Anleger werden ihr investiertes Geld also höchstwahrscheinlich zurückbezahlt bekommen.

Allerdings unterliegen langlaufende Anleihen einem Zinsänderungsrisiko. Je länger die mittlere Kapitalbindung, die sogenannte Duration der Anleihe, desto höher ist dieses Zinsänderungsrisiko. Kommt es zu Zinsanstiegen, wie 2022 geschehen, fallen die Kurse der Anleihen während die Renditen am Markt steigen. Dies geschieht zwangsläufig, damit die erworbenen Anleihen mit den neu emittierten Anleihen, die nun höhere Zinszahlungen bieten, konkurrieren können. Doch die Kursrückgänge und Renditeanstiege heben sich bis zum Laufzeitende gegenseitig auf und Anleger erhalten ihr verliehenes Geld zuzüglich dem ursprünglichen Zins zurück. Wer gewinnbringend die gestiegenen Zinsen nutzen möchte, muss den Weg an den Finanzmarkt suchen. Alleine auf das Bankkonto zu vertrauen genügt nicht.

Immobilien – Wer soll das bezahlen?

- Immobilienanlagen profitierten in den vergangenen Jahrzehnten vom stetig sinkenden Zinsniveau.
- Niedrige Zinsen kompensierten für die steigenden Immobilienpreise und sicherten die Erschwinglichkeit.
- Steigende Zinsen setzen den Markt perspektivisch neuen Belastungen aus.

Finanzierungs- und Tilgungskosten* beim Immobilienkauf (in Euro)



Quelle: Refinitiv, apoBank

* im ersten von 20 Jahren, in Euro bei 100 % Fremdfinanzierung
Berechnung anhand der historischen deutschen Hypothekenzinsen und durchschnittlicher Hauspreise.
Historische Betrachtungen stellen keine Garantie für zukünftige Entwicklungen dar.



Dass die Zinsentwicklung für Immobilienmärkte von großer Bedeutung ist, ist hinlänglich bekannt. Die Hypothekenzinsen, die Hauskäufer an Banken zahlen, orientieren sich an der Rendite langlaufender Staatsanleihen. Hinzu kommt ein Aufschlag für das Risiko, dass der Immobilienkredit nicht zurückgezahlt wird. Dessen Höhe hängt von der gesamtwirtschaftlichen Lage sowie der individuellen Bonität des Kreditnehmers ab.

Eine Änderung der Hypothekenzinsen hat einen großen Einfluss auf die Immobilienpreise und die Bautätigkeit. Keine andere Anschaffung ist so auf Kreditfinanzierung angewiesen wie der Hauserwerb. Die seit den 1980er Jahren rückläufige Zinsentwicklung sorgte dafür, dass der Immobilienkauf, gemessen an den Zins- und Tilgungskosten, zunehmend erschwinglicher wurde und trotz der Hauspreisanstiege selbst in den 2000er Jahren lange Zeit konstant blieb. Die spürbaren Preisanstiege seit dem Ende der Finanzkrise wurden durch sinkende Zinsen zudem abgefedert. Noch deutlicher wird die für Immobilienkäufer vorteilhafte Entwicklung bei Betrachtung der Einkommenszuwächse. Statt rund 40 % des monatlichen Einkommens aufzuwenden, war der Immobilienerwerb in den frühen 2010er Jahren für rund

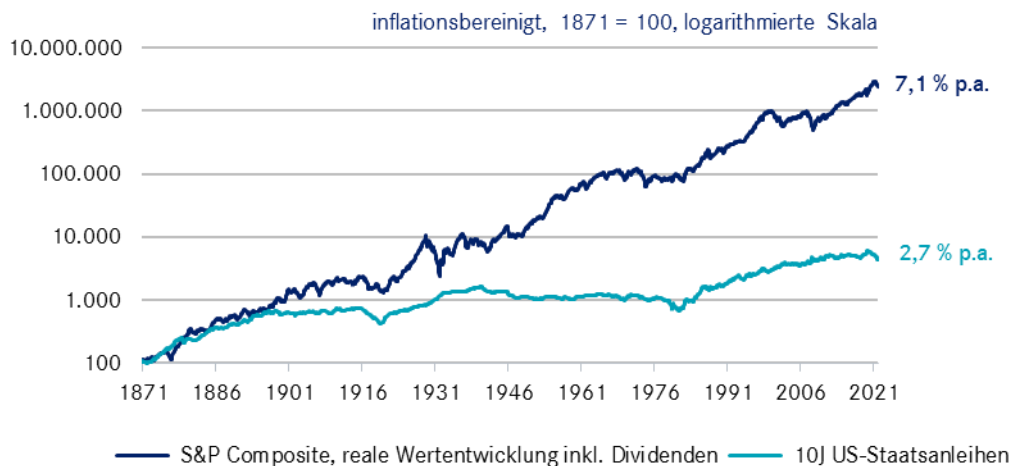
15 % des Einkommens darstellbar. Die Kritik vermeintlich unbezahlbarer Preise ist für diesen Zeitraum daher nicht haltbar.

Doch mit der Sonderkonjunktur des Immobilienmarktes infolge der Corona-Krise und dem Ende der jahrelangen Niedrigzinsphase änderte sich die Lage zuletzt. Die Finanzierbarkeit ist inzwischen deutlich erschwert. Wir erwarten daher vorausblickend eine deutliche Abkühlung des Immobilienmarktes. Im Gegensatz etwa zu Aktienmärkten bedeutet dies nicht unbedingt starke Preisrückgänge, denn Immobilienpreise sind recht rigide. Stattdessen dürfte das Verkaufsvolumen stark zurückgehen. Verkäufer, die nicht bereit sind beim Preis nachzulassen, werden Schwierigkeiten haben, Käufer zu finden. Doch unverschont bleiben auch die Immobilienpreise nicht. So ist der vom Verband deutscher Pfandbriefbanken erhobene Preisindex für Wohnimmobilien im dritten Quartal 2022 erstmals seit elf Jahren wieder gefallen. Noch ist die demografische Entwicklung stabil genug, um zumindest in guten Lagen zuverlässige Mieteinnahmen erzielen zu können. Der Renteneintritt der Babyboomer im Laufe des Jahrzehnts wird jedoch auch am Immobilienmarkt nicht spurlos vorbeiziehen.

Aktienmärkte im vorübergehenden Zinstief

- Die stark gestiegenen Zinsen trugen wesentlich zum Bärenmarkt 2022 bei.
- Zumeist zeigen Aktienmärkte und die Zinsentwicklung einen hohen Gleichlauf.
- Anleger sollten aufgrund des zuletzt negativen Zinseffekts am Aktienmarkt die langfristig höhere Ertragskraft von Aktienanlagen nicht übersehen.

Langfristige Entwicklung des US-Aktienmarktes und von US-Staatsanleihen



Quelle: Prof. Robert Shiller (www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm), apoBank
Historische Betrachtungen stellen keine Garantie für zukünftige Entwicklungen dar.



Zwischen dem Zinsniveau und der Entwicklung der Aktienkurse bestehen vielschichtige Wechselwirkungen. Beide werden maßgeblich von der wirtschaftlichen Entwicklung beeinflusst. Brummt die Konjunktur, steigen die Zinsen sowie die Unternehmensgewinne und mit diesen auch die Aktienkurse. Hierdurch ist vielfach ein Gleichklang zu beobachten, bei dem Zinsen und Aktienkurse zusammen steigen oder zusammen fallen. Diesem empirisch beobachtbaren Regelfall eines positiven Zusammenhangs gegenüber steht das Argument, dass Zinsanstiege negativ auf Aktienkurse wirken. Schließlich konkurrieren Zinsprodukte und Aktien als Investitionsmöglichkeiten um die Gunst des Kapitals. Steigen die Zinsen deutlich, büßen Aktien an Attraktivität ein. Oftmals wird dieser Effekt jedoch durch gleichzeitig steigende Unternehmensgewinne überlagert, sodass Aktien in Zeiten steigender Zinsen begehrt bleiben.

Für Anlegerinnen ist die Wechselwirkung von Aktien- und Anleihekursen gerade in Krisenphasen ein stabilisierender Mechanismus. Denn Anleihen von Staaten mit hoher Bonität zeigen dann zumeist die nützliche Eigenschaft, als sogenannter „sicherer Hafen“ zu dienen. Während die Aktienkurse fallen, steigen die Staatsanleihekurse. In einem gemischten Portfolio stabilisiert dieser Effekt die Wertentwicklung. Es gibt jedoch Ausnahmen: Dieses Verhalten tritt nicht auf, wenn die Inflation besonders hoch ist und Zentralbanken die Leitzinsen trotz

wirtschaftlichem Abschwung erhöhen, wie es etwa 2022 zu beobachten war. Besonders nützlich wird die gewöhnlich gegenläufige Krisenreaktion, wenn Anleger oder von ihnen beauftragte Vermögensverwalter das Portfolio regelmäßig rebalancieren. Denn dann kommt es bei Aktienkursverlusten und Anleihekursanstiegen automatisch zum Verkauf der im Wert gestiegenen Anleihen und Kauf der nun günstigeren Aktien. In der Markterholung werden dann wieder die teurer gewordenen Aktien mit Gewinn verkauft und Anleihen günstiger zurückgekauft.

Die Kursschwankungen einzelner Jahre treten vor dem langfristig imposanten, exponentiellen Wachstum des Vermögens ohnehin in den Schatten. Daher sollten bei der Anlageentscheidung die langfristigen Renditeerwartungen der verschiedenen Anlageklassen größte Aufmerksamkeit erhalten. Studien über die historisch realisierten Renditen verschiedener Anlageklassen messen Aktien eine Rendite von rund 7 % pro Jahr über der Inflationsrate zu. Anleihen erzielten dagegen eine reale Rendite von 2,5 %. Wer etwa für den Ruhestand oder das Studium der Kinder sein Geld 20 Jahre investiert, könnte somit bei einer Anlage in Anleihen mit einem inflationsbereinigten Kaufkraftzuwachs von 60 % rechnen, bei Aktien sogar mit einer Steigerung des realen Vermögens um 300 %. Die Anlage in Sachwerte stellt damit einen wesentlichen Baustein für den Vermögensaufbau dar.

Quintessenz



Was den Zins bestimmt ...



Was für Anleger nun gilt ...

-
- ... Zinsen werden maßgeblich von makroökonomischen Effekten bestimmt. Historisch zeigt sich ein jahrhundertelanger Abwärtstrend.
 - ... Inflation, Wachstum, Demografie und Ungleichheit sind wesentliche Faktoren der Zinsentwicklung. Notenbanken hingegen sind in ihrer Geldpolitik an die ökonomischen Rahmenbedingungen gebunden.
 - ... Kurzfristig werden die Leitzinsen weiter steigen, mittelfristig ist mit einem Absinken zu rechnen, ohne jedoch in das Niedrig- und Negativzinsterrain der vergangenen Dekade zurückzufallen.

-
- ... Lassen Sie sich nicht von einem nominal höheren Zinsniveau täuschen. Niedrige Realzinsen machen es weiter notwendig, verstärkt am Kapitalmarkt aktiv zu sein.
 - ... Rendite und Risiko gehen auch zukünftig Hand in Hand. Aktienanlagen bleiben damit alternativlos, um langfristig auskömmliche Renditen zu erzielen.
 - ... Am Immobilienmarkt wird der Zinsanstieg Bremseffekte entfalten. Die Diversifikation über eine Vielzahl von anderen Anlagesegmenten zahlt sich daher aus.

Notizen

Das könnte Sie auch interessieren.



Abonnieren Sie unseren Newsletter apoStrategie!

Aktuelle Entwicklungen in der globalen Wirtschaft und auf den internationalen Finanzmärkten werden hier von Experten aus dem Investment Research analysiert und kommentiert.

apobank.de/apostrategie



Sie wollen über Ihre Geldanlagen sprechen?

Kontaktieren Sie uns!

apobank.de/kontakt-vermoegen

Herausgeber:

Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG

Investment Research

Richard-Oskar-Mattern-Straße 6 | 40547 Düsseldorf

T 0211 5998 0 | **F** 0211 5938 77

M info@apobank.de | www.apobank.de

V.i.S.d.P.: Dr. Hanno Kühn

Layout und Produktion: IAM Publikationsmanagement

Druck: Tannhäuser Media GmbH, 40549 Düsseldorf

