



September 2016

Megatrend Niedrigzins und Verschuldung

Die Leiden der deutschen Sparer

Das Wichtigste im Überblick

- Die Dauer und Wucht der Niedrigzinsphase wird nach wie vor unterschätzt. Im Euro-Raum dürfte die EZB die Zinsen nicht vor 2021 wieder anheben und das globale Zinsniveau wird auch auf Sicht von 5-10 Jahren sehr niedrig bleiben.
- Die deutschen Haushalte sind als Netto-Gläubiger deutlich negativ vom niedrigen Zinsniveau betroffen. Im Zeitraum zwischen 2010 bis 2015 schätzen wir den jährlichen Netto-Verlust auf Seiten des Geldvermögens auf 8 Mrd. Euro. Dabei werden die Zinsausfälle im Bereich von festverzinslichen Anlagen durch niedrigere Kreditzinsen und die positive Wertentwicklung von Aktienvermögen gemindert. Zudem steigen die Immobilienvermögen. In den kommenden Jahren dürfte der Netto-Effekt der Niedrigzinsen aber zunehmend negativer ausfallen.
- Die Reaktion der Sparer auf die Niedrigzinsphase hinsichtlich der Höhe und Struktur ihrer Ersparnisse ist entscheidend sowohl für deren Effekt auf Wirtschaft und Gesellschaft als auch die künftige Entwicklung von Assetklassen. Bis dato hat sich das Anlageverhalten nur in geringem Maße verändert. Die Haushalte haben ihre Sparneigung insgesamt sogar gesteigert. Der Weg in Richtung risikoreicherer Assetklassen steht im Bereich des Finanzvermögens erst am Anfang. Vielmehr halten die Haushalte derzeit eine hohe kurzfristige und kaum verzinste „Anlagereserve“ vor.
- Aktuelle Umfragen deuten aber darauf hin, dass vor allem im Fall von negativen Zinsen auf Bankeinlagen mit einer deutlichen Reaktion zu rechnen ist. In diesem Fall dürften risikoreiche Assetklassen stark profitieren. Gerade in Deutschland dürfte aber auch die Bargeldhaltung deutlich ansteigen. Als Folge dieser Umschichtungen könnte die Volatilität der betroffenen Assetklassen zunehmen. Auch die Konsumnachfrage könnte nach „US-Vorbild“ mittelfristig volatil werden. Schließlich könnte ein Abzug von Bankeinlagen das Zinsänderungsrisiko für aktiv-lastige Institute erhöhen, während passiv-lastige Institute von einer Reduzierung der Ertragsbelastung durch Überschusseinlagen profitieren könnten.

Niedrige Zinsen sind spätestens seit Ausbruch der Finanzkrise 2008 von einer temporären, regionalen oder sektoralen Erscheinung zu einem dauerhaften und globalen Phänomen geworden. Als zentrale Determinanten der Solvenz von Banken, Unternehmen und Haushalten, wie auch der Rendite von Portfolios sind sie für uns insbesondere in Kombination mit den hohen Schuldenständen ein Megatrend. Dies gilt auch deshalb, da die Auswirkungen teils erst mit erheblicher zeitlicher Verzögerung zu spüren sind. In einer Reihe von Studien werden wir die Folgen der Niedrigzinsen für Wirtschaft, Finanzmarkt und Gesellschaft analysieren – und beginnen mit dem Sparer. Folgende Fragen stehen im Zentrum:

1. Wie lange bleiben die Zinsen noch so niedrig?
2. Wie stark belastet die Niedrigzinsphase die Sparer in Deutschland?
3. Wie haben die Sparer auf die Verluste reagiert?
4. Welche Änderungen im Anlageverhalten sind noch zu erwarten?

Frage 1: Wie lange bleiben die Zinsen noch so niedrig?

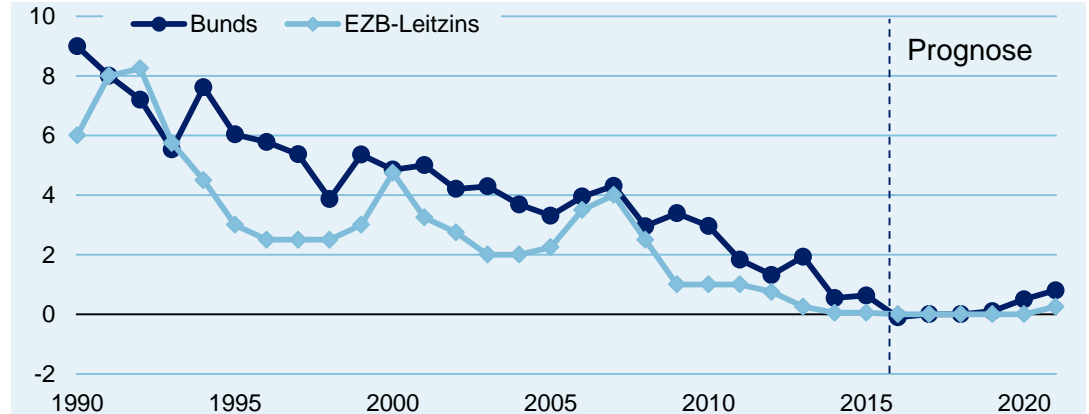
Verantwortlich für das derzeit außergewöhnlich niedrige Zinsniveau sind vor allem zwei Entwicklungen. Zum einen haben die Notenbanken in Reaktion auf die Finanz- und Wirtschaftskrise einen äußerst expansiven geldpolitischen Kurs eingeschlagen. Zum anderen sind die natürlichen Zinsen durch strukturelle Verschiebungen bereits spätestens seit Mitte der 1990er Jahre auf einem Abwärtstrend (vgl. BayernLB-Research-Studie „Megatrends – den Blick über den Tellerrand wagen“). Beide Entwicklungen sind kein kurzfristiges Phänomen, was die Aussicht auf nachhaltig steigende bzw. höhere längerfristige Zinsen auch nach Bewältigung der konjunkturellen Krise und Niedriginflationsphase trübt. Auf der einen

- Auch langfristig niedrige Zinsen zu erwarten

Seite ist eine spürbare Anhebung der Notenbankzinsen erst dann zu erwarten, wenn sich die wirtschaftliche Unterauslastung nachhaltig abgebaut hat und die Inflation(serwartung) wieder im Bereich von 2% liegt. Auf der anderen Seite spricht ein anhaltend niedriges „normales“ Zinsniveau für Kredit- und Kapitalmarktzinsen nachhaltig unterhalb des Vorkrisenniveaus. Denn das für ein höheres „normales“ Zinsniveau notwendige höhere Potenzialwachstum ist nicht in Sicht, auch da die Bereitschaft für wachstumstreibende Strukturformen gering bleiben dürfte.

Deutlicher Zinsanstieg nicht in Sicht

EZB-Hauptrefinanzierungssatz und Rendite 10jähriger deutscher Staatsanleihen in Prozent p.a.



Quelle: EZB, Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

Auch deshalb erwarten wir auf Sicht von 5-10 Jahren global nur moderat höhere Zinsen. Im Euro-Raum dürfte die EZB die Leitzinsen nicht vor 2021 wieder anheben und dann einem sehr graduellen Anhebungspfad folgen. Hierfür spricht neben den schwachen Konjunkturaussichten vor allem die hohe Verschuldung im öffentlichen wie im privaten Sektor. Die aktuelle Niedrigzinsphase dürfte sich also zumindest zum Teil als chronisches Phänomen erweisen. Die Frage nach den Folgen dauerhaft niedrigerer Zinsen für Gesellschaft, Wirtschaft und Finanzmarkt ist deshalb umso wichtiger. Im Fokus der Debatte in Deutschland stehen dabei aktuell vor allem die deutschen Sparer.

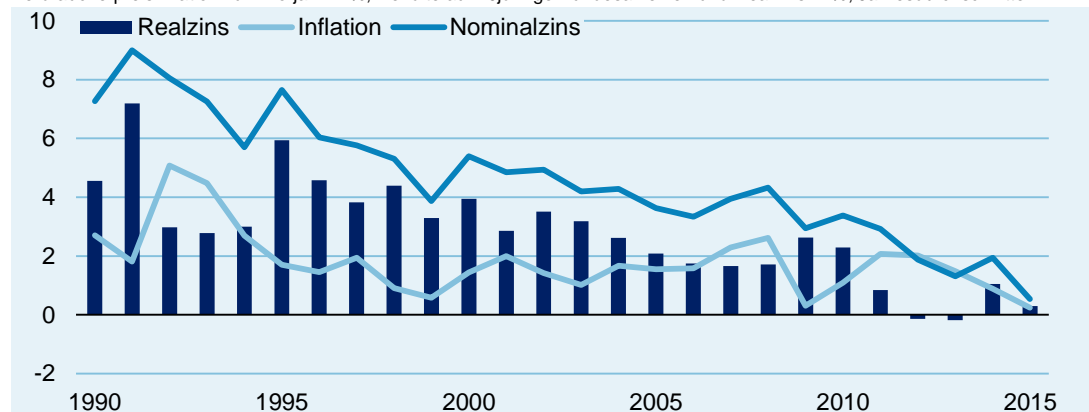
Frage 2: Wie stark belastet die Niedrigzinsphase die deutschen Sparer?

- Rückgang der Realzinsen als ökonomisches Risiko

Ökonomisch ist dabei vor allem relevant, ob auch das reale Zinsniveau außergewöhnlich niedrig liegt bzw. bleiben wird. Denn die künftige Kaufkraft der Sparer ist vor allem dann betroffen, wenn niedrigere Zinsen nicht durch einen vergleichbaren Rückgang der Teuerung kompensiert werden.

Sinkende Realzinsen ein längerfristiger Trend

Verbraucherpreisinflation zum Vorjahr in %, Rendite auf 10jährige Bundesanleihen und Realzins in %, Jahresdurchschnitt



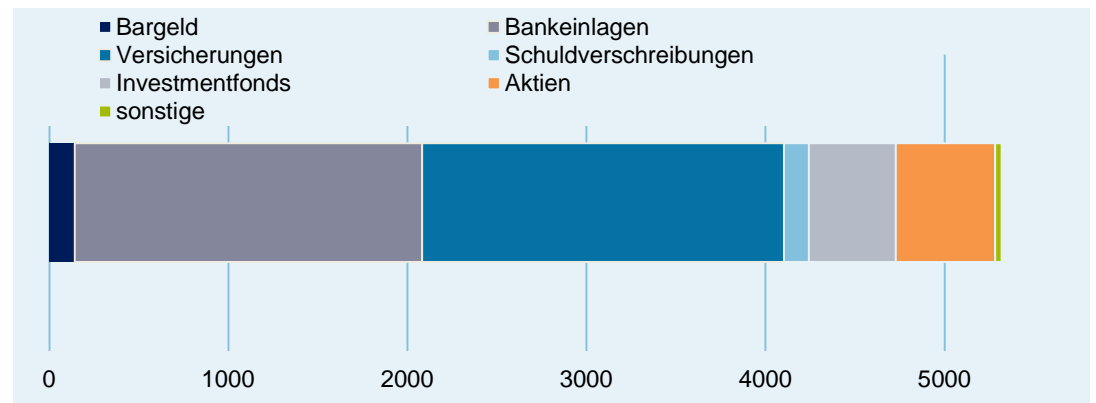
Quelle: Bundesbank, Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

Trotz der auch in Deutschland seit 2013 deutlich gesunkenen Inflation zeigt das reale Zinsniveau einen ähnlichen Rückgang wie die nominale Verzinsung (siehe Abbildung unten auf S.3). Und der Blick in die Zukunft verspricht hier wenig Änderung. Vielmehr könnte der Realzins durch eine langsam etwas anziehende Inflation in Deutschland künftig sogar noch stärker unter Druck kommen als die nominalen Zinsen und es dürfte ebenfalls lange dauern bis sich ein Anstieg einstellt. Das niedrige nominale Zinsniveau ist deshalb als ökonomisch sehr relevant einzustufen. Für die Richtung und die Stärke des Effekts auf die Haushalte ist aber vor allem die Höhe und Struktur ihrer Ersparnisse entscheidend.

- Deutsche Haushalte sind Netto-Gläubiger

Das (Geld-)Vermögen der privaten Haushalte in Deutschland ist höher als ihre Verschuldung. Als Netto-Gläubiger sind sie damit von niedrigen Zinsen negativ betroffen. Das Netto-Geldvermögen der deutschen Haushalte lag Ende 2015 bei 3.844 Mrd. Euro (127% gemessen am jährlichen BIP). Das Brutto-Vermögen betrug dabei 5.318 Mrd. Euro.

Hohe Anteile an festverzinslichen Anlagen
Brutto-Geldvermögen in Mrd. Euro am Jahresende 2015



Quelle: Bundesbank, BayernLB Research

- Berechnung des Vermögenseffektes pro Assetklasse

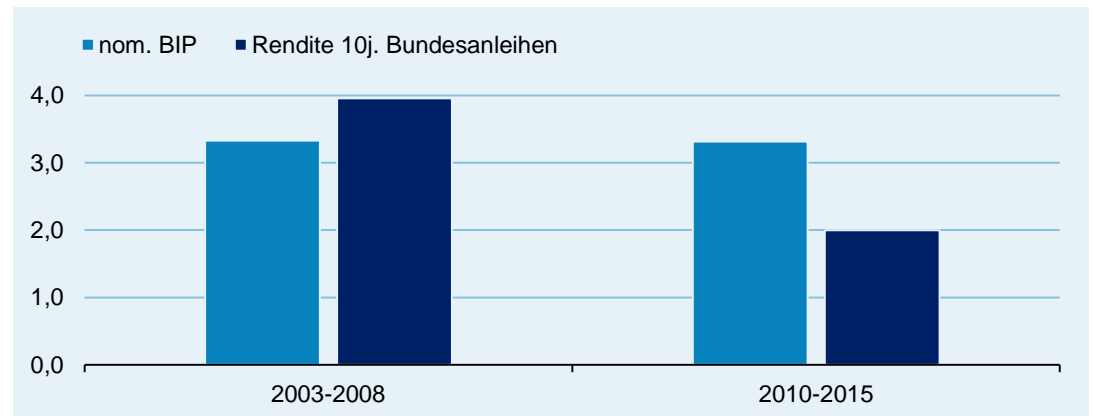
Traditionell halten die deutschen Haushalte einen hohen Anteil ihrer Finanzanlagen in festverzinsliche Anlageformen. Dieses Vermögen erwirtschaftet bei niedrigen Zinsen weniger regulären Ertrag. Bei Anlagen mit kurzer Zinsbindungsfrist (Termingeld, Spareinlagen und Wertpapiere mit kurzer Laufzeit) schlagen niedrige Zinsen rasch auf die (Zins-)Einkommen durch. Bei Wertpapieren mit längerer Laufzeit (insb. längerfristige Staats- und Unternehmensanleihen, Pfandbriefe, etc.) ist der Effekt abhängig von den Restlaufzeiten der Portfolios. Für die Abschätzung der Netto-Effekte des Niedrigzinsumfeldes auf die deutschen Haushalte sind die niedrigeren Kreditzinsen gegenzurechnen. Allerdings werden die niedrigeren Notenbankzinsen im Umfeld bereits geringer Margen und restriktiverer Regulierungsvorschriften vom Bankensystem nur schrittweise und nicht vollständig in geringere Kreditzinsen übertragen.

Eine belastbare Quantifizierung der Vermögenseffekte durch das niedrige Zinsniveau ist schwierig, da das Alternativszenario höherer Zinsen und der entsprechenden Entwicklung von Konjunktur und Finanzmärkten nicht bekannt ist (fehlendes „Counterfactual“). Im Folgenden versuchen wir dennoch eine Abschätzung der Effekte. Häufig wird die durchschnittliche Entwicklung in einem Vergangenheitszeitraum als Vergleichsmaßstab zur Quantifizierung des Zinseffekts herangezogen. Wichtig ist hierbei, dass der Vergleichszeitraum einen gesamten Konjunkturzyklus umfasst und die Berechnung damit weniger durch konjunkturell bedingte Zinsschwankungen beeinflusst wird.

Im Folgenden setzen wir das durchschnittliche nominale Zinsniveau der Jahre von 2003 bis 2008 als Vergleichsgröße fest (also als „normales“ Zinsniveau im Untersuchungszeitraum zwischen 2010 und 2015) und berechnen basierend auf diesem Vergleich Vermö-

genseffekte für die deutschen Haushalte aus der Niedrigzinsphase für die Jahre nach der Finanzkrise (2010 bis 2015). Gemessen an der BIP-Wachstumsrate kann das Zinsniveau in Deutschland seit 2010 tatsächlich als ungewöhnlich niedrig interpretiert werden.

Zinsniveau seit 2010 deutlich niedriger als es die nominale BIP-Wachstumsrate anzeigt
Durchschnittswerte für nominales BIP-Wachstum (reales BIP-Wachstum plus Inflation) und Zinsniveau (10j. Bunds) in %.



Quelle: Statistisches Bundesamt, Bundesbank, BayernLB Research

Für die Quantifizierung der Vermögenseffekte des Niedrigzinsniveaus in den verschiedenen Anlagekategorien verwenden wir die tatsächlichen jährlichen Vermögensbestände der Haushalte in den einzelnen Jahren 2010 bis 2015 als Basis. Auf Basis dieser gegebenen Bestände vergleichen wir die Entwicklung des Haushaltsvermögens mit dem fiktiven Fall, dass das durchschnittliche Zinsniveau 2003-2008 gegolten hätte. Etwaige konjunkturelle Effekte oder Verschiebungen im Anlageverhalten im Fall eines höheren Zinsniveaus bleiben damit außen vor.

Fehlende Zinseinnahmen aus Sicht-, Termin- und Spareinlagen: 20 Mrd. Euro pro Jahr

- ▶ Erträge aus Bank-einlagen stark gesunken

Auf Vermögensseite bilden die Sichteinlagen bei Banken traditionell einen großen Posten bei deutschen Haushalten (Ende 2015: 1.113,3 Mrd. Euro). Die durchschnittliche Verzinsung ist in diesem Bereich von 1,4% im Vergleichszeitraum 2003 bis 2008 auf durchschnittlich 0,5% im Zeitraum von 2010 bis 2015 gesunken. Ende 2015 standen nur noch 0,13% zu Buche. Bei Spareinlagen (Ende 2015: 586 Mrd. Euro) war der Rückgang der über die Laufzeiten gewichteten Verzinsung von 2,3% (2003-2008) auf 1,1% (2010-2015) noch etwas ausgeprägter. Am Jahresende 2015 konnten in dieser Anlageklasse nur noch 0,40% erzielt werden. Gemessen an unserem Vergleichszeitraum haben die Haushalte in Deutschland in den Jahren 2010 bis 2015 rund 118 Mrd. Euro weniger Ertrag aus festverzinslichen Bankeinlagen generiert. Das entspricht etwa 19,6 Mrd. Euro jährlich oder durchschnittlich knapp 245 Euro pro Kopf und Jahr gerechnet auf die gesamte Bevölkerung Deutschlands. Zum Teil resultiert der Rückgang auch daraus, dass fällig gewordene Mittel aus längerfristigen Einlagen nunmehr nur noch kurzfristig angelegt bzw. als Sichteinlagen geparkt wurden.

Fehlende Zinseinnahmen aus festverzinslichen Wertpapieren: 13 Mrd. Euro pro Jahr

- ▶ Renditeertrag aus festverzinslichen Wertpapieren leidet

Auch die Anlage von Vermögen in festverzinslichen Schuldverschreibungen (insb. Anleihen) wirft durch die Niedrigzinsphase eine deutlich geringere Rendite ab. Lag die durchschnittliche Umlaufrendite inländischer Inhaberschuldverschreibungen zwischen 2003 und 2008 noch bei 3,8%, so sank diese auf durchschnittlich 1,5% im Zeitraum 2010 bis 2015. Am Jahresende 2015 wurden noch 0,46% erzielt. Bei einem angelegten Vermögen in Anleihen und Investmentfonds (mehrheitlich in festverzinslichen Wertpapieren investiert) von 619 Mrd. Euro im ersten Quartal 2010 bedeutet dies einen Minderertrag von knapp 81 Mrd.

Euro über sechs Jahre, gut 13 Mrd. Euro jährlich (168 Euro pro Kopf). Gegenzurechnen sind mögliche Veräußerungsgewinne bei steigenden Anleihekursen. Diese sind jedoch kaum verlässlich zu quantifizieren, da hierzu detaillierte Informationen über Zeitpunkt und Höhe etwaiger Verkäufe fehlen.

Fehlende Erträge aus Versicherungen: 12 Mrd. Euro pro Jahr

- ▶ Auch Versicherungen erwirtschaften weniger Ertrag

Ähnlich der Entwicklung der festverzinslichen Anlagen tragen auch die Vermögensanteile der Haushalte in Versicherungs- und Alterssicherungssystemen ihren Teil zu fallenden Erträgen im Niedrigzinsumfeld bei. In Ermangelung geeigneter Daten zur Kapitalrendite der Haushalte aus der Kapitalanlage bei Versicherungen nutzen wir zur Analyse die Kapitalanlagerendite der Versicherungen insgesamt und unterstellen damit, dass der Rückgang der erzielten Rendite vollständig an die Haushalte weitergereicht wird. Tatsächlich ist eine zeitliche Verzögerung der Weitergabe denkbar, was den Effekt für die Haushalte kurzzeitig abmildern könnte. Bei einer Anlagesumme von 1.562 Mrd. Euro der Haushalte im ersten Quartal 2010 sorgt ein Rückgang der Verzinsung der Kapitalanlagen bei Versicherungen von 4,65% in den Jahren 2003 bis 2008 auf 3,98% (2010-2015) für einen Minderertrag von rund 74 Mrd. Euro, gut 12 Mrd. Euro jährlich.

Auf der Vermögensanlage-seite ergibt sich aus festverzinslichen Anlagen und Versicherungsanteilen durch die Niedrigzinsphase damit insgesamt ein stark negativer Effekt für den Sparer in Deutschland in Höhe von rund 45 Mrd. Euro pro Jahr (566 Euro pro Kopf). Allerdings wird dieser durch mehrere gegenläufige Effekte gemildert.

Geringere Zinsausgaben für Kredite: 17 Mrd. Euro pro Jahr

- ▶ Aber: Niedrige Kreditzinsen entlasten Haushalte

Die Haushalte in Deutschland profitieren von niedrigeren Kreditzinsen. Bei einer (Brutto-)Verschuldung in Höhe von 1.522 Mrd. Euro am Jahresende 2015 sind günstigere Finanzierungskonditionen ein wichtiger gegenläufiger Posten in der Vermögensbilanz der Haushalte. Den größten Anteil hierbei bilden die langfristigen Wohnbaukredite (1048 Mrd. Euro), deren Zinssatz von 5,4% (2003-2008) auf durchschnittlich 4,2% (2010-2015) zusammenschmolz. Gemessen an unserem Vergleichszeitraum haben sich die deutschen Haushalte durch die niedrigen Zinsen im Zeitraum 2010 bis 2015 insgesamt etwa 101 Mrd. Euro an Zinszahlungen gespart. Das sind fast 17 Mrd. Euro jährlich; pro Kopf etwa 210 Euro.

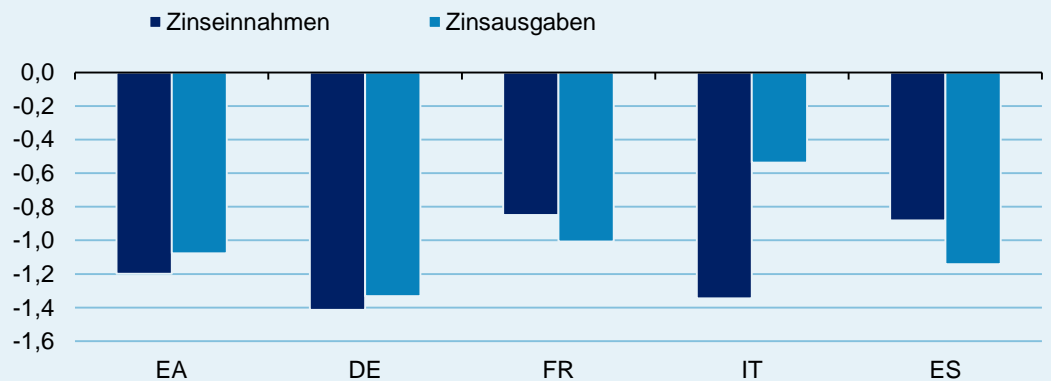
Dabei unterschätzt diese Überschlagsrechnung die tatsächliche Ersparnis wohl noch. Denn der positive Effekt geringerer Kreditzinsen wird durch den dadurch ausgelösten Effekt einer rascheren Tilgung von Darlehen und die damit einhergehende Verkürzung der durchschnittlichen Kreditlaufzeiten verstärkt. Dennoch zeigen unsere Schätzungen, dass die Zinsersparnis auf der Kreditseite die Zinseinkommensverluste auf der Seite festverzinslicher Anlagen für deutsche Haushalte nicht kompensieren kann.

Box 1: Ergebnisse von Studie auf europäischer Ebene bestätigt

Auch eine jüngere Auswertung der EZB (Economic Bulletin 4/2016) zeigt im Einklang mit unseren Ergebnissen, dass sich die positiven und negativen Effekte des Niedrigzinsumfelds auf das Vermögen der Haushalte für Deutschland in Teilen ausgleichen. Der Gesamteffekt fällt per Saldo aber ebenfalls negativ aus, wenngleich nicht so ausgeprägt wie nach unseren Berechnungen. In Italien überwiegen dagegen eindeutig die Ausfälle der Zinseinnahmen, während in Frankreich und Spanien die Haushalte netto durch einen stärkeren Rückgang der Zinsausgaben (für ausstehende Kredite) vom Niedrigzinsumfeld profitiert haben.

Zinseinkommen durch Niedrigzinsphase netto unterschiedlich betroffen

Zinseinnahmen und Zinsausgaben der Haushalte in Prozent gemessen am verfügbaren Einkommen; Veränderung zwischen Q1 2010 und Q4 2015 in Prozentpunkten



Quelle: Eurostat, EZB, BayernLB Research

- Sachvermögen profitieren von niedrigen Zinsen

Positiver Vermögensseffekt durch Aktienboom: 20 Mrd. Euro pro Jahr

Zudem profitieren Haushalte durch die vom Niedrigzinsumfeld getriebene positive Entwicklung der Anlagen in Sachwerte. Hierzu zählen sowohl Aktien als auch Immobilien. Bei Letzterem ist allerdings die Realisation von Preissteigerungen für private Haushalte mit höheren Transaktionskosten verbunden als am Aktienmarkt. Die Immobilienvermögen werden zudem nicht dem Geldvermögen zugerechnet und bleiben in unserer Berechnung damit unberücksichtigt. Wir beschränken uns in unserer Analyse der Vermögensseffekte über Sachwerte auf den Aktienmarkt. Naturgemäß fällt eine geeignete Abschätzung in diesem Fall noch deutlich schwerer, da die Marktentwicklung seit der Finanzkrise ohne expansive Geldpolitik nicht beobachtet werden kann.

Unter der Annahme, dass die Geldpolitik in den Jahren 2010 bis 2015 für den Euro-Raum angemessen, jedoch für die deutsche Wirtschaft zu expansiv war, geht zumindest ein Teil der Kursanstiege bei Aktien in Deutschland auf die Niedrigzinsphase zurück. Um die Aktienmarktentwicklung in einem für Deutschland „normalen“ Zinsumfeld zu simulieren, schreiben wir den deutschen Aktienindex DAX ab 2010 mittels eines einfachen linearen Regressionsmodells mit der tatsächlichen Kursentwicklung des EURO STOXX 50 fort. Statt eines tatsächlichen Anstieges um über 60% zwischen 2010 und Ende 2015 wäre in diesem Fall nur ein Anstieg um etwa die Hälfte zu erwarten. Die Differenz der Kursentwicklung interpretieren wir als stimulierenden Effekt des Niedrigzinsniveaus auf Sachanlagen in Deutschland. Bei einem Aktienvermögen deutscher Haushalte in Höhe von 407 Mrd. Euro im ersten Quartal 2010 ergeben sich für die Haushalte Aktiengewinne durch die Niedrigzinsphase in Höhe von 123 Mrd. Euro, gut 20 Mrd. Euro pro Jahr.

Aktien-Entwicklung ebenfalls vom Zinsniveau abhängig

DAX 30 Kursindex, tatsächliche Entwicklung und „normale“ Entwicklung (im Modell durch den EURO STOXX 50 Kursindex erklärt)



Quelle: Deutsche Börse, Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

Allerdings ist zweifellos nicht der gesamte Unterschied der Aktienmarktentwicklung zwischen Euro-Raum und Deutschland dem Niedrigzinsumfeld zuzuschreiben. Vielmehr dürften auch die unterschiedliche sektorale Zusammensetzung und regionale Ausrichtung der Indizes sowie weitere Deutschland spezifische mikro- und makroökonomische Faktoren eine Rolle gespielt haben. Im Unterschied zu den direkten Renditeeffekten bei festverzinslichen Wertpapieren und Bankeinlagen handelt es sich zudem um nicht realisierte Gewinne, soweit die Vermögenstitel nicht unmittelbar veräußert werden. Geschieht dies nicht, bauen sich die positiven Vermögenseffekte mit steigenden Zinsen mittelfristig wieder ab.

Box 2: Diskontierungsmodell bestätigt positive Effekte auf Aktienvermögen durch Niedrigzins

Für das Gedankenexperiment der Aktienmarktentwicklung ohne Niedrigzinsphase kann man alternativ auf ein einfaches Dividendendiskontierungsmodell zurückgreifen. Nach dem sogenannten Gordon-Growth-Modell hängen Aktienkurse von den Dividenden bzw. den zugrunde liegenden Unternehmensgewinnen, der von den Investoren geforderten Aktienrendite und dem langfristig erwarteten Dividenden- bzw. Gewinnwachstum ab. Die von Investoren beanspruchte Aktienrendite des Gesamtmarktes wiederum ist, abgeleitet aus dem Capital Asset Pricing Model (CAPM), von der Verzinsung einer risikolosen Anlage und der Risikoprämie des Aktienmarktes abhängig. Unter üblichen Annahmen über Ausschüttungsquote, Risikoprämie und Gewinnwachstum sowie Gewinnerwartungen können wir für unterschiedliche (risikolose) Zinsniveaus einen fiktiven Stand des DAX-Performance-Index am Jahresende 2015 errechnen. Wir verwenden als Benchmark hierfür die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen, womit uns das Modell für das beobachtete Niedrigzinsszenario ziemlich exakt den tatsächlichen DAX-Stand am Jahresende 2015 prognostiziert. Ein um 1 Prozentpunkt höherer risikoloser Zins würde nach dieser Rechnung für einen um knapp 25% niedrigeren Stand des Aktienindex sprechen. Gemessen an der Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen fällt die Zinsdifferenz zwischen unseren beiden Referenz-Zeitperioden, 2003-2008 und 2010-2015, jedoch etwa doppelt so hoch aus. Auf Basis des Diskontierungsmodells spräche dies daher für noch deutlich stärkere Kursaufschläge auf dem Aktienmarkt im Vergleich zu dem fiktiven Fall ohne Niedrigzinsphase. Unsere obigen Schätzungen scheinen vor diesem Hintergrund daher eher konservativ.

- Verluste für deutsche Sparer steigen mit der Zeit

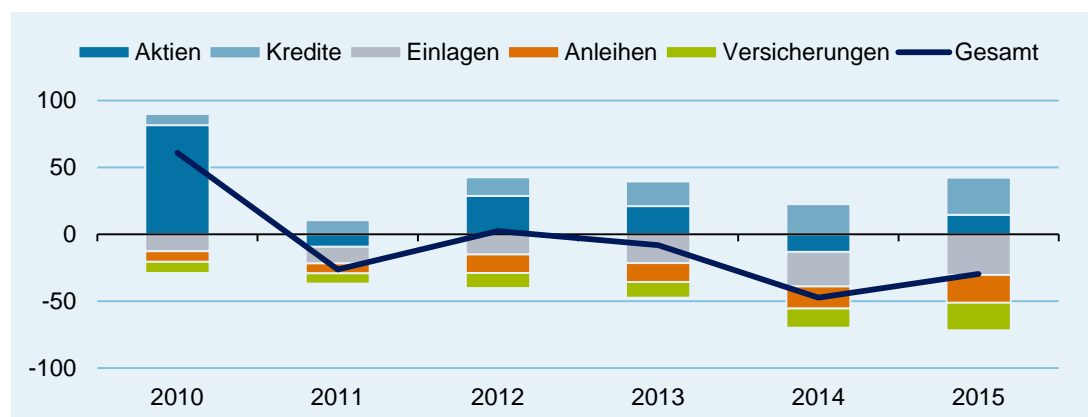
Gesamtergebnis für Sparer: Verluste in Höhe von rund 8 Mrd. Euro pro Jahr

Unsere Überschlagrechnung kann nur als Anhaltspunkt dienen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Es wird deutlich, dass der Sparer in Deutschland per Saldo unter der Niedrigzinsphase leidet, der negative Effekt aber geringer ausfällt als auf den ersten Blick erwartet. Den spürbar negativen Effekten aus festverzinslichen Anlagen stehen entlastende Effekte von Seiten der Kreditzinsen sowie von Seiten der Sachvermögen entgegen. Dennoch wird der Sparer als Netto-Gläubiger per Saldo in unserer Rechnung durch die Niedrigzinspolitik im Zeitraum 2010 bis 2015 unmittelbar mit etwa 8 Mrd. jährlich belastet (rund 0,3% gemessen am BIP). Dies entspricht im Durchschnitt etwa 100 Euro jährlich pro Kopf.

Weitere nicht berücksichtigte, mittelbare Effekte dürften die tatsächliche Belastung abmildern. Neben möglichen Veräußerungsgewinnen bei Anleihen und der positiven Entwicklung nichtberücksichtigter Sachwerte (insb. Immobilien) profitiert auch die öffentliche Hand als Netto-Schuldner unmittelbar von den niedrigen Zinsen, was mittelbar die privaten Haushalte durch niedrigere (oder weniger stark steigende) Steuern entlastet. Auch eine stärkere Konjunktur- und Einkommensentwicklung dürften zu einer Entlastung der Haushalte beitragen. Kurzfristig könnten diese positiven indirekten Effekte der Niedrigzinspolitik die negativen direkten Effekte sogar überkompensieren. Allerdings ist offenkundig, dass die jährlichen (direkten) Belastungen für die Sparer seit 2010 deutlich zugenommen haben und weiter steigen. Grund hierfür ist auch, dass die Umlaufrendite bei Anleihen mit Zeitverzögerung der Leitzinsentwicklung folgt, da immer mehr hochverzinsliche Anleihen fällig werden und durch Anleihen mit niedriger Verzinsung ersetzt werden müssen. Mit zunehmender Dauer der Niedrigzinsphase nimmt daher die Belastung des deutschen Sparer zu (siehe Abbildung unten). Innerhalb des Sektors der privaten Haushalte impliziert die Niedrigzinsphase zudem eine Umverteilung zwischen Netto-Gläubigern (negativer Effekt) und Netto-Schuldnern (positiver Effekt) sowie zwischen Investoren in festverzinslichen Anlagen (negativ) und Investoren in Sachwerten (positiv).

Negative Effekte der Niedrigzinsphase nehmen mit ihrer Dauer zu

Vermögenseffekte der Niedrigzinsen auf Haushalte in den Assetklassen und gesamt, Differenz je Jahr zu Vergleichsszenario mit „normalem“ Zinsniveau in Mrd. Euro



Quelle: BayernLB Research

Frage 3: Wie haben die Sparer auf die Verluste reagiert?

- ▶ Reaktion der Sparer hat Wirkung auf Wirtschaft und Finanzmärkte

Maßgeblich für den Effekt der niedrigen Zinsen auf Sparer wie auf Wirtschaft, Gesellschaft und Finanzmärkte ist die (Gegen-)Reaktion der Sparer. Aus dieser Reaktion ergeben sich zum einen wichtige Schlussfolgerungen für die künftige Attraktivität von Assetklassen. Zum anderen ist die Reaktion entscheidend dafür, ob die Geldpolitik nachhaltig Erfolg bringt und sich Konjunktur, Inflation und damit auch das Zinsniveau wieder normalisieren.

Die Theorie: Sparer ändern Höhe und Art ihrer Ersparnis bei niedrigen Zinsen

Das Niveau von Zinsen und Renditen beeinflusst theoretisch sowohl die Höhe als auch die Struktur der Ersparnisse. Natürlich ist die Zinshöhe nicht die einzige Determinante für das Sparverhalten. Hinzu kommen etwa

- die Höhe des verfügbaren Einkommens,
- die individuelle Zeitpräferenz (wie hoch ist der Nutzen von heutigem Konsum im Vergleich zu künftigem Konsum),
- die Risikobereitschaft,
- die (finanzielle) Bildung,
- die demografische Struktur
- sowie institutionelle Rahmenbedingungen wie das Steuer- und Sozialsystem.

Schließlich können auch negative Erfahrungen aus der Vergangenheit (z.B. Kursverluste am Aktienmarkt) das Sparverhalten beeinflussen. Die Stärke dieser Determinanten ist jeweils auch abhängig vom Sparmotiv und beeinflusst dieses. Neben der Rücklage für schlechtere Zeiten (Vorsichtssparen) und der privaten Altersvorsorge (Vorsorgesparen) ist das Vererbungsmotiv relevant. Und schließlich läuft die Kausalität (Wirkungsrichtung) zwischen Zins und Sparquote in beide Richtungen. Denn auf globaler Ebene wird der Anstieg der Sparneigung vor allem in den Schwellenländern als ein zentraler Grund für den seit Mitte der 1980er Jahre zu beobachtenden Rückgang längerfristigen natürlichen Zinsen gesehen.

- ▶ Drei Treiber für ein verändertes Sparverhalten

Im Folgenden analysieren wir, inwieweit die Sparer bereits auf niedrigere Zinsen reagiert haben. Die Reaktion der Sparer hinsichtlich der Höhe ihrer Ersparnisse wird bei einem Zinsrückgang von drei Effekten geprägt, welche sich in ihrer Wirkung auf die Sparquote unterscheiden. Die Entwicklung der Sparquote hängt davon ab, wie die Summe der Effekte ausfällt.

1. **Einkommenseffekt:** Die Erträge der Ersparnisse fallen geringer aus. Um den künftigen Konsum wie geplant zu realisieren, muss in der Gegenwart mehr gespart und weniger konsumiert werden. **Die Ersparnis/Sparquote steigt.**
2. **Substitutionseffekt:** Die Erträge der Ersparnisse fallen geringer aus. Eine Steigerung des heutigen Konsums impliziert geringere entgangene Zinseinnahmen. **Die Ersparnis/Sparquote sinkt.**
3. **Vermögenseffekt:** Die niedrigeren Zinsen implizieren Kursanstiege bei gehaltenen Wertpapieren. Die Konsummöglichkeiten steigen und die Notwendigkeit der Bildung finanzieller Vorsorge nimmt ab. **Die Sparquote sinkt.**

Auch die Reaktion der Sparer hinsichtlich der Struktur der Ersparnisse wird durch die Zinshöhe beeinflusst. Dies legen sowohl die Theorie zur Geldnachfrage als auch die Überlegungen zur Portfoliooptimierung nahe. Denn die Entscheidung für oder wider bestimmte

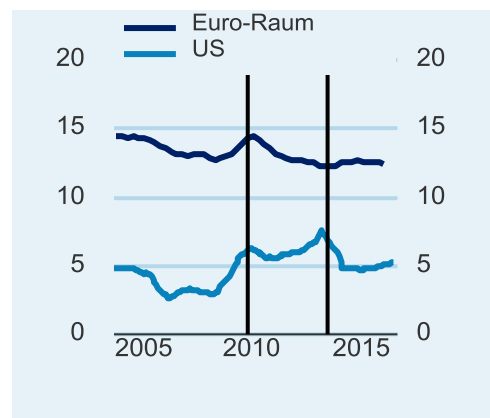
Anlageformen basiert stets auf einem Vergleich der damit erzielbaren Zinserträge und des jeweils damit verbundenen Risikos.

Die Praxis: Sparquoten steigen international seit 2013

- Vorsichtssparen in der Krise

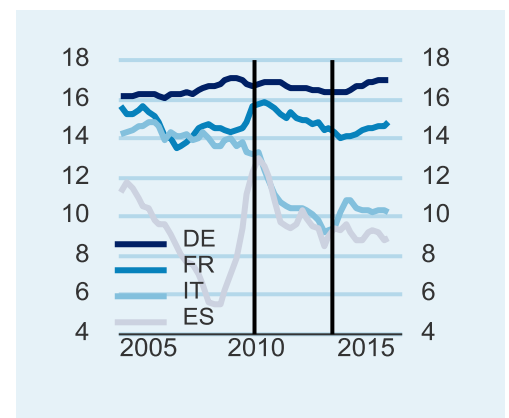
Mit Blick auf die Höhe der Ersparnisse gibt uns die Entwicklung der Sparquoten einen ersten Hinweis auf die Reaktion der Sparer. Sowohl in den USA, UK als auch den Ländern im Euro-Raum sind die Sparquoten in der ersten Phase der globalen Konjunkturschwäche nach der Finanzkrise zwischen 2008 und 2010 deutlich gestiegen (siehe jeweils erste Phase in den Abbildungen unten). Verantwortlich hierfür dürften vor allem eine gestiegene Unsicherheit (Vorsichtssparen) und die Reaktion auf erhöhte staatliche Ausgaben zur Finanzierung von Konjunkturprogrammen (Ricardo Effekt: Steigerung der Ersparnisse zur Finanzierung künftiger Steuerzahlungen) gewesen sein. Aber auch variabel verzinsten Hypothekendarlehen dürften bei steigenden Risikoprämien und Kreditzinsen in dieser Phase zu einem Anstieg der Kreditbelastung der Haushalte und damit rein rechnerisch zu einem Anstieg der Sparquote beigetragen haben (siehe Erklärung des Zusammenhangs zwischen Immobilienpreisentwicklung und Sparquote unten). Vor allem in Spanien war dieser Effekt sehr stark. Ab 2011 sanken die Sparquoten in Europa aber bereits wieder deutlich, wohl vor allem in Reaktion auf den verbesserten konjunkturellen Ausblick und die gesunkene Unsicherheit. Das Niedrigzinsniveau hat hierzu wohl wenig beigetragen. Denn seit 2013 tendieren die Sparquoten trotz noch deutlich niedrigerer Zinsen in der Mehrheit der europäischen Länder wieder nach oben.

Große Unterschiede in der Entwicklung der Sparquoten
Sparquote der Haushalte in % am verfügbaren Einkommen



Quelle: Eurostat, BEA, BayernLB Research

Heterogene Entwicklung auch im Euro-Raum
Sparquote der Haushalte in % am verfügbaren Einkommen



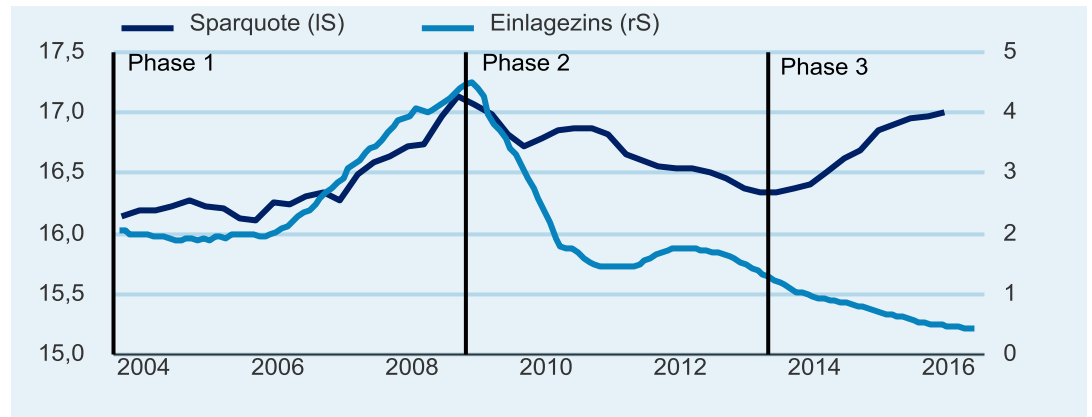
Quelle: Eurostat, BayernLB Research

Die Situation in Deutschland: Deutlicher Anstieg der Sparquote seit 2013

Besonders deutlich ist dies in Deutschland. Interessant ist dabei der Vergleich mit der Entwicklung der Spar-/Einlagezinsen. In Deutschland fiel der Anstieg der Sparquote im Umfeld der Finanzkrise geringer aus als in anderen europäischen Ländern, auch weil die Sparquote, wohl auch aufgrund struktureller Faktoren (mehr private Vorsorge), bereits seit 2004 kontinuierlich gestiegen war und auf hohem Niveau lag.

Deutschland: Sparquote steigt bei sinkenden Zinsen

Sparquote in Prozent am verfügbaren Einkommen und nominale Effektivverzinsung auf Termineinlagen bis 2 Jahre



Quelle: Eurostat; BayernLB Research

Auch der folgende Rückgang fiel weniger akzentuiert als in anderen Euro-Ländern aus. In beiden Phasen folgte die Sparquote der Entwicklung der Sparzinsen. Interessanterweise hat sich dies seit Mitte 2013 geändert. Während die Zinsen weiter gesunken sind, ist die Sparquote recht deutlich gestiegen und liegt bereits wieder nahe den Höchstständen zur Zeit der Finanzkrise.

- Zinsniveau kein verlässlicher Indikator für die Sparneigung

Dies legt nahe, dass in Deutschland die Reaktion der Sparer seit 2013 vom Einkommenseffekt dominiert wird und dieser den Substitutionseffekt und den Vermögenseffekt niedriger Zinsen überkompensiert. Allerdings dürften weitere Gründe eine Rolle gespielt haben, die über verstärkte Sparanstrengungen zur Finanzierung des Lebensstandards im Alter hinausgehen. Hierzu zählen beispielsweise die zuletzt höhere Nachfrage nach Immobilien und der damit einhergehende Anstieg der Immobilienpreise. Da die Bedienung eines Kredites volkswirtschaftlich als Sparen (nicht-Konsumieren) zählt, steigert ein Haushalt, der aus einer Mietwohnung in eine kreditfinanzierte Eigentumswohnung zieht unmittelbar seine Sparquote, da die Ausgaben für Miete zuvor volkswirtschaftlich als Konsum und nicht als Sparen gezählt wurden. Der Trend in Richtung privater Immobilieninvestments sowie steigender Immobilienpreise erhöht somit die Sparquote unmittelbar.

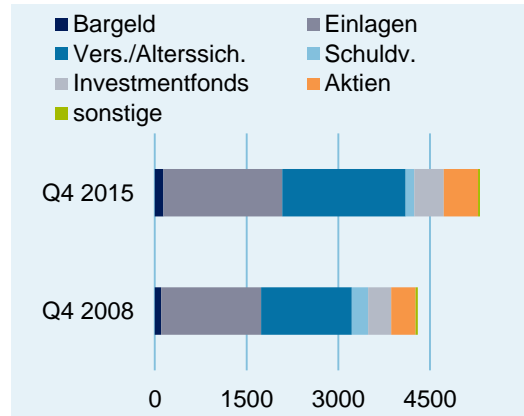
- Rückgang der Ölpreise für Anstieg der Ersparnis mitverantwortlich

Auch der starke Rückgang der Rohöl- und Energiepreise ab Mitte 2014 dürfte für den Anstieg der Sparquote mitverantwortlich sein. Denn der sich daraus ergebende zusätzliche Ausgabenspielraum ist nur zögerlich genutzt worden. Dies spricht dafür, dass das niedrige Ölpreinsniveau von der Mehrheit der Konsumenten als nicht dauerhaft eingeschätzt wird. Insgesamt dürfte der Anstieg der Sparquote also weniger stark von der Zinsentwicklung geprägt sein als der erste Blick vermuten lässt. Auch die Mehrheit von makroökonomischen Analysen findet für Deutschland keinen oder nur einen sehr schwachen Zusammenhang zwischen Zinsniveau und Höhe der Sparquote.

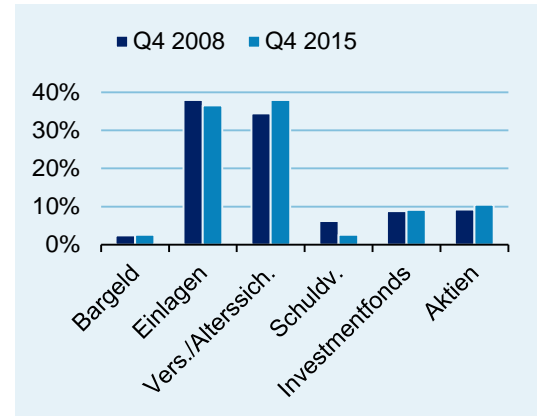
Deutlicher Anstieg der Aktienvermögen und Ansprüchen aus Versicherungen, aber bisher kaum aktives Umschichten

Mit Blick auf die Struktur der Ersparnisse zeigt uns die Verteilung der Brutto-Vermögen nach Assetklassen, dass die Aktien- und Versicherungsvermögen zwischen 2008 und 2015 tatsächlich deutlich gestiegen sind (Abbildung links). Eine aktive Verschiebung kann aber nicht eindeutig diagnostiziert werden. Denn in relativer Betrachtung hat sich der Anteil des Brutto-Vermögens in Aktien nur geringfügig erhöht (Abbildung rechts).

Geldvermögen der Haushalte nach Assets
Brutto-Geldvermögen in Mrd. Euro



Anteile in % am Brutto-Geldvermögen

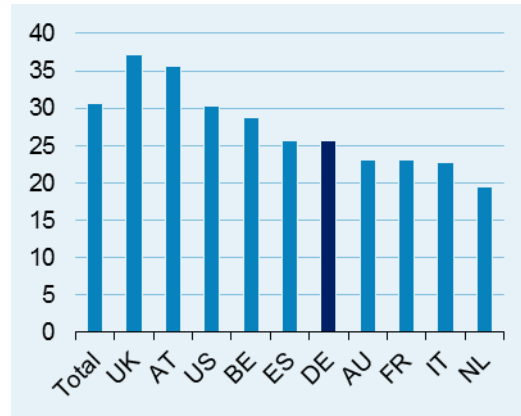


Quelle: Bundesbank, BayernLB Research

► Sparverhalten in Deutschland tendenziell träge

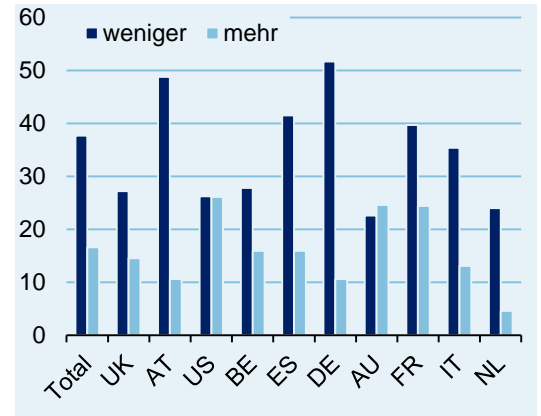
Gegen eine spürbare aktive Reaktion der Sparer auf die Niedrigzinsphase sprechen auch aktuelle Umfragen. In Deutschland hat einer Umfrage der ING Group (ING International Survey im Dezember 2015) zufolge nur gut ein Viertel aller Sparer das Sparverhalten aufgrund des Niedrigzinsumfeldes aktiv geändert (Abbildung links auf S.14). Deutlich stärker haben dieser Untersuchung nach die Sparer in UK (37%) und den USA (30%) reagiert. Entgegen der Beobachtung einer steigenden Sparquote gaben in Deutschland 52% aller Personen die ihr Sparverhalten geändert haben an, nun weniger zu sparen. Nur jeder Zehnte spart demnach als Reaktion auf das niedrige Zinsniveau aktiv mehr. Damit bleibt der Grund für den oben beschriebenen Anstieg der Sparquote unklar. Beigetragen haben könnte auch eine höhere Ersparnis im Bereich der zahlenmäßig kleinen Gruppe von Personen mit sehr hohem Vermögen. Auch könnten Haushalte in der Befragung ihre tatsächliche Ersparnis unterschätzen. Denn einige Abgaben, etwa zur Betriebsrenten, welche die Sparquote rechnerisch erhöhen, könnten nicht als Ersparnis wahrgenommen werden. Auch eine steigende Sparquote aufgrund kreditfinanziertem Erwerb von Immobilien könnte von den Haushalten nicht als „Sparen“ wahrgenommen werden, da aus ihrer Sicht lediglich anstelle der Miete, die als volkswirtschaftlich als Konsum zählt, ein Betrag in ähnlicher Höhe zur Bedienung des Kredits aufgewendet wird. Die Bundesbankstudie „Private Haushalte und ihre Finanzen“ (2014) kommt insgesamt auf ähnliche Ergebnisse. Demnach gaben 77% an, ihr Sparverhalten nicht geändert zu haben und nur 1% gab an, aufgrund des niedrigen Zinsniveaus mehr zu sparen.

Deutsche Sparer reagieren wenig auf Zinstief
Anteil Befragte, die ihr Sparverhalten aufgrund des Niedrigzinsniveaus geändert haben in %



Quelle: ING International Survey, BayernLB Research

Änderung bedeutet meist, weniger zu sparen
Verteilung der Veränderungen aus der linken Abbildung in %



Quelle: ING International Survey, BayernLB Research

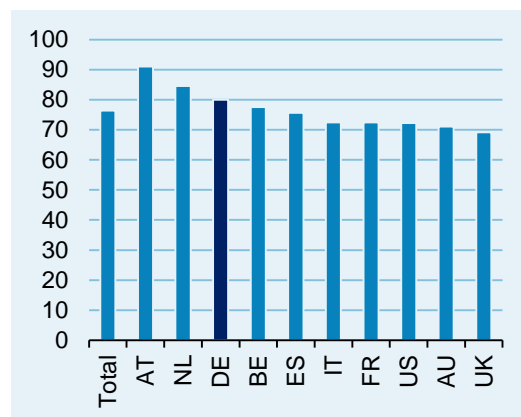
Insgesamt kann die aktive Reaktion der deutschen Sparer damit bislang als sehr moderat bezeichnet werden. Große Auswirkungen auf die Entwicklung von Assetklassen sind davon nicht zu erwarten. Dies muss aber nicht so bleiben. Daher lohnt ein Blick auf aktuelle Umfragen zur Reaktion von Haushalten/Sparern auf noch niedrigere bzw. negative Zinsen.

Frage 4: Welche Änderungen im Anlageverhalten sind noch zu erwarten?

► Negative Zinsen auf Spareinlagen als „game changer“?

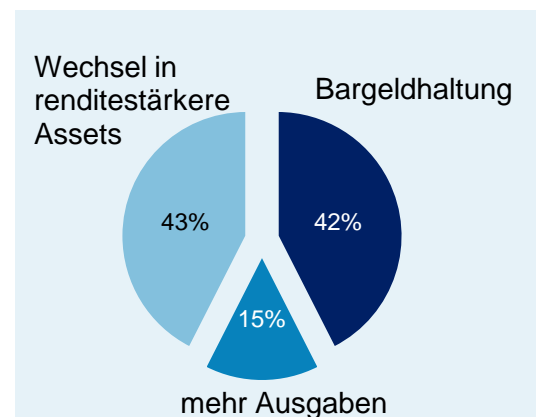
Vor dem Hintergrund der bereits deutlich negativen Einlagezinsen der EZB stellt sich die Frage, wie die Haushalte auf negative Einlagezinsen auf Giro- und Sparkonten reagieren würden. In diesem Fall planen laut ING-Umfrage 80% der Haushalte in Deutschland, Geld von ihren Sparkonten abziehen. Lediglich 7% gaben an im Falle negativer Einlagezinsen mehr sparen zu wollen. Demnach reagieren die deutschen Sparer stärker auf Negativzinsen als Sparer in den meisten anderen Ländern (siehe Abbildung links).

Deutsche Sparer empfindlich bei Negativzinsen
Anteil Befragte, die bei negativen Sparzinsen Geld von ihrem Sparkonto abziehen wollen



Quelle: ING International Survey, BayernLB Research

Risikoscheu begrenzt Alternativen
Art der geplanten Verwendung des abgehobenen Geldes vom Sparkonto im Falle negativer Einlagezinsen (Deutschland)



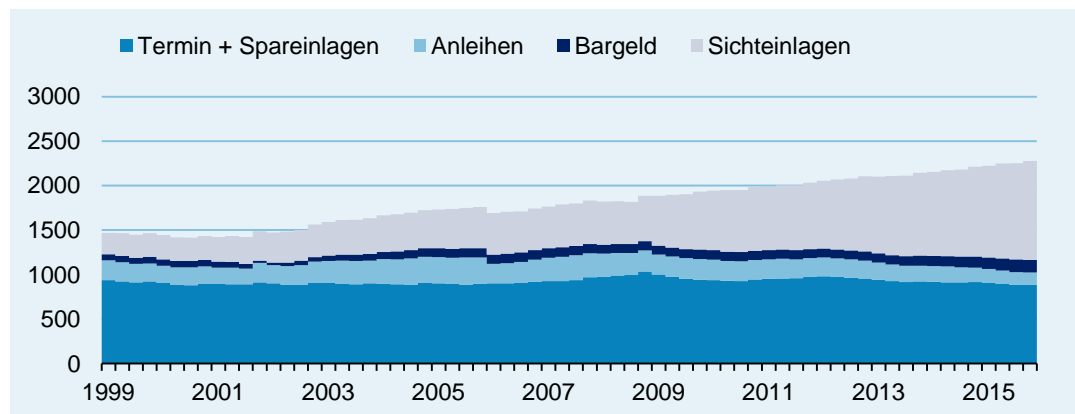
Besonders interessant ist deshalb die Frage nach der Art der Verwendung der abgezogenen Mittel. Eine Erhöhung ihrer Konsumausgaben planen aus der Gruppe der Veränderungsbereiten nur knapp 15%, obwohl Umfragen (z.B. GfK Verbrauchervertrauen) auf eine derzeit sehr hohe Anschaffungsneigung in der deutschen Bevölkerung hinweisen. 43% derer, die ihre Gelder abziehen würden diese in anderen renditestärkeren Assetklassen anlegen (34% aller Befragten). Genauso groß ist aber die Gruppe derer, die ihre Bargeldhaltung steigern würden.

- Verlagerung in liquidere Anlageformen als Warnzeichen

Dass diese Entwicklung am aktuellen Rand noch nicht eingesetzt hat, zeigen die aktuellen Daten der Bundesbank zu den Geldvermögensbeständen. Laut dieser Daten ist sogar ein gegenläufiger Trend erkennbar. Die Haushalte ersetzen fällig werdende längerfristige Anlagen mehr und mehr durch liquidere und renditeärmere Instrumente wie Sichteinlagen. Hier spielt neben der zunehmenden Problematik ausreichend rentable Anlagen zu überschaubarem Risiko zu finden möglicherweise auch die Resthoffnung auf einen Zinsanstieg in der mittleren Frist eine Rolle. Die Bargeldhaltung entwickelt sich dagegen nach wie vor unauffällig.

Noch keine Anzeichen einer Flucht ins Bargeld

Geldvermögen der Haushalte in Deutschland nach Anlageart, in Mrd. Euro



Quelle: Bundesbank, Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

Die obigen Auswertungen verdeutlichen das hohe Veränderungspotenzial des Sparverhaltens in Deutschland, sollten die Zinsen auf Kundeneinlagen tatsächlich auf breiter Basis in den negativen Bereich sinken. Allerdings ist die Quote derjenigen, welche in diesem Fall renditestärkere Anlagen in anderen Assetklassen vornehmen würden in anderen Ländern noch höher. In den USA, Australien und UK würden sogar 54 bis 58% der Veränderungsbereiten Anleger bei Negativzinsen in risikoreichere Anlageklasse wechseln. Auch in Spanien und Italien wäre der Umfrage nach mit einer stärkeren Umschichtung von Finanzmitteln in andere Assetklassen zu rechnen. Dafür wäre der Anstieg der Bargeldhaltung in Deutschland wohl besonders ausgeprägt.

Wirkung auf die Assetklassen: Anstieg der Volatilität von Kursen und Konsum

Die bisherige Entwicklung der Sparquote und der Geldvermögensbestände sowie die Ergebnisse von Umfragen legen zwei Schlussfolgerungen bezüglich der künftigen Wirkung der Niedrigzinsen auf die deutschen Sparer und deren Reaktion nahe. Zum einen ist die Zinsreagibilität sowohl der Höhe als auch der Struktur der Ersparnisse in Deutschland grundsätzlich zunächst relativ gering. Zum anderen dürfte es im Fall einer verbreiteten Negativverzinsung von Bankeinlagen zu starken Reaktionen der Sparer kommen. Angesichts unserer Erwartungen, dass sich die Niedrigzinsphase vor allem im Euro-Raum noch einige Jahre fortsetzt und der Druck auf die Banken steigt, negative Zinsen auch auf Kundeneinlagen einzuführen, erscheint eine Überschreitung dieser Schwelle auf breiter Basis durchaus realistisch. Dies zeigt auch die jüngste Entscheidung einer bayerischen Genossenschaftsbank, ab September Negativzinsen von -0,4% auf Kundeneinlagen (Giro- und Tagesgeldkonten) über 100.000 Euro einzuführen.

- Negativzinsen als Auslöser von Effekten auf Assetklassen

- Risikoreichere Assets und mehr Bargeldhaltung

Bei einem verbreiteten Unterschreiten der Nullzinsgrenze im Bereich der Spareinlagen sind zwei Effekte zu erwarten. Erstens dürfte die Bargeldhaltung sprunghaft steigen. Zweitens dürften auch in Deutschland Haushalte in deutlich größerem Maß als in der Vergangenheit in risikoreichere Anlageformen mit positiver Renditeerwartung wechseln, um negative No-

minalzinsen zu vermeiden. Trotz der hohen und gegebenenfalls durch negative Zinsen sogar weiter steigenden allgemeinen Risikoaversion dürfte sich der Anteil von deutlich risikoreicheren Assets wie Aktien erhöhen, auch weil die steigende Bargeldhaltung das durchschnittliche Risikoprofil des Gesamtportfolios begrenzt. Ein deutlicher Anstieg der Konsumneigung ist dagegen nicht zu erwarten. Insgesamt erwarten wir bei einer Einführung von Negativzinsen für Spareinlagen folgende Konsequenzen:

- 1. Der Anteil von risikoreicheren Asset (Aktien, Nicht-Euro-Anleihen, Corporate Bonds, Investments in Emerging Markets) in Händen von Haushalten und die Aktionärsquote in der deutschen Bevölkerung würden steigen.** Nach Daten des deutschen Aktieninstituts hat die Anzahl an Personen mit Aktienbesitz bereits seit 2010 um 7% zugelegt. Vor allem im Bereich der Gruppe der Einzelwerte ist ein Anstieg zu verzeichnen, während die Anzahl Anleger, die nur in Aktienfonds investieren sogar leicht rückläufig war. Zuletzt war insbesondere bei jüngeren und, überraschenderweise, eher älteren Personen ein Trend zu Aktienanlagen festzustellen, wohingegen sich Personen zwischen 40 und 49 Jahren eher zurückhaltend zeigten. Der Trend zu Aktien würde sich bei verbreiteten Negativzinsen verstärken und der Anteil von Aktien börsennotierter Unternehmen in Händen von Haushalten dürfte zulegen. Laut Daten der Bundesbank hielten Haushalte in Deutschland Ende 2014 11,8% der Anteile von börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften (ausländische Investoren inkl. Haushalte: 57,1%). Diese Quote dürfte sich erhöhen. Sie schwankte in den vergangenen Jahren zwischen 10,0% (2007) und 13,3% (2005). Doch auch im Universum der festverzinslichen Geldanlage besteht mit Unternehmensanleihen oder ausländischen Anleihen, insbesondere im Bereich der Emerging Markets, noch Potenzial, eine höhere Rendite durch höheres Risiko zu erzielen. Vor allem bei Emerging Markets Anleihen besteht für den Fall wieder steigender Zinsen ein hohes Risiko für Verwerfungen auf Wechselkursseite, womit das Risikoprofil dem einer Aktienanlage kaum nachstehen dürfte.
- 2. Die Kursentwicklung am Aktienmarkt dürfte von zwei Seiten von noch niedrigeren Zinsen positiv beeinflusst werden.** Zum einen sprechen noch niedrigere (risikolose) Zinsen für höhere Bewertungsniveaus bei Aktien, da die diskontierten erwarteten Unternehmenserträge steigen. Zum anderen steigert das zusätzliche Engagement der Haushalte am Aktienmarkt unmittelbar die Nachfrage und damit die Preise, sollten steigende Neuemissionen mit der steigenden Nachfrage nicht Schritt halten. Auch der Druck auf Versicherungen und Pensionskassen, für die Haushalte als Investoren eine auskömmliche Rendite zu sichern, dürfte zu steigenden Investments in Aktien und anderen risikoreicheren Anleihen führen.
- 3. Das Konsumverhalten und damit die Konjunktur könnten volatiler werden.** Bei einem stärkeren Engagement in schwankungsanfälligen Wertpapieren dürfte die Reagibilität der Konsumnachfrage auf die Entwicklung des Finanzvermögens steigen. Dies gilt vor allem dann, wenn die Haushalte ihre Aktien auch bei Schwankungen am Aktienmarkt halten und ihren Konsum an der Wertentwicklung ihrer Wertpapiere ausrichten. Eine schwankungsanfällige Konjunktur wiederum würde die Volatilität an den Finanzmärkten antreiben. Die empirische Evidenz ist in diesem Bereich allerdings dürftig.
- 4. Die Entwicklung der Volatilität in den betroffenen risikoreicheren Assetklassen ist indes weniger eindeutig.** Auf der einen Seite neigen Haushalte (direkt oder über Versicherungen) als grundsätzlich risikoaverse Investoren zu einer „Buy-and-hold“-Strategie, was die Volatilität begrenzen könnte. Auf der anderen Seite schrumpft dadurch das gehandelte Volumen am Markt, was insbesondere in Phasen geringer Liquidität zu stärkeren Kursbewegungen führen kann. Schließlich ist unklar, ob bzw. welche Investorengruppe ihr Engagement relativ zugunsten der Haushalte verringern würde.

5. **Eine höhere Finanzmarktvolatilität ist aber in jedem Fall in der Phase des Exits aus der ultra-expansiven Geldpolitik zu erwarten.** Denn die Mehrheit der Haushalte dürfte ihr Engagement nicht als strukturell betrachten sondern als unmittelbare Reaktion auf niedrigere oder negative nominale Zinsen. Das Risiko von umfangreichen und sprunghaften Portfolioverschiebungen (aus risikoreichen Anlagen in einem Sprung zurück zu konservativen Bankeinlagen) und damit von Kursveränderungen in Abhängigkeit des Zinsniveaus wäre deutlich höher. Auch institutionelle Investoren wie Lebensversicherungen könnten im Falle nachgebender Aktienkurse recht schnell ihre Investments am Aktienmarkt zurückfahren. Vor allem im Aktienbereich könnte sich dies in einer erhöhten Kursvolatilität im Vorfeld des Exits der EZB oder bei starken Zinserhöhungen der Fed äußern. Diese Volatilität würde wiederum den Exit zusätzlich erschweren. Abgemildert würde dieser Effekt jedoch, wenn die Haushalte auch bei steigenden Zinsen ihre Aktienquote aufrechterhalten und damit nachhaltig ein diversifizierteres Anlageverhalten zeigen würden.
6. **Die Funding-Struktur von Banken dürfte sich ändern.** Der Abzug von Einlagen der Haushalte würde bei aktiv-lastigen Instituten (geringer Anteil Kundeneinlagen) durch eine stärkere wholesale Finanzierung oder eine umfangreichere Inanspruchnahme von EZB-Liquidität ausgeglichen (Passivtausch in der Bilanz). Die Zinssätze beider alternativen Finanzierungsarten sind historisch volatil und weniger stark durch die Institute steuerbar als die von Kundeneinlagen. So wären die Banken stärker als bislang auch auf der Passivseite von Zinsänderungsrisiken betroffen. Passiv-lastige Institute (mehr Kundeneinlagen als benötigt) würden dagegen zunächst vom Abbau der Kundeneinlagen profitieren, da die Ertragsbelastung durch die negativen Zinsen auf Überschusseinlagen bei der EZB reduziert würde (Bilanzverkürzung).

Fazit: Sparer leiden unter Niedrigzinsen und könnten für mehr Volatilität sorgen

- Sparer werden belastet, Schuldner entlastet

Klar ist, dass die Sparer in Deutschland durch das Niedrigzinsniveau unmittelbar belastet werden. Zwar wird der stark negative Effekt auf Vermögensseite teilweise durch Einsparungen bei Kreditkosten und Kursgewinnen bei Sachwertanlagen ausgeglichen. Die Belastung steigt aber mit der Dauer der Niedrigzinsphase, da mehr und mehr höher verzinsliche Anlagen fällig werden und durch neue, niedriger verzinsten Anlagen ersetzt werden müssen. Die Mobilität der Sparer weg vom Sparkonto ist bislang gering. Dies könnte sich mit der Einführung von negativen Zinsen auf Sparkonten allerdings ändern. In diesem Fall ist mit stärkeren Verschiebungen weg von klassischen Sparformen zu rechnen.

- Reaktion der Sparer beeinflusst Anlagestrategie

Hieraus ergeben sich Folgen für die Anlagestrategie. Zum einen dürfte sich die positive Entwicklung von Sachwerten und höherverzinslichen Wertpapieren noch verstärken. Vor allem im Aktienbereich dürfte dieser Effekt spürbar sein, auch da für Immobilienanlagen die Mindestanlagevolumina mehrheitlich deutlich höher liegen und spekulative Umschichtungen erschweren. Zum anderen dürfte die Volatilität in den betroffenen Assetklassen zumindest für die Zeit unmittelbar um den Ausstieg aus der Niedrigzinsphase steigen.

- „Megatrend“ Niedrigzins bleibt auf der Agenda

Über die unmittelbaren Effekte hinaus werden die Haushalte in Deutschland auch mittelbar durch den Staatshaushalt und die Alterssicherungssysteme vom Niedrigzins betroffen. Mit diesen und weiteren Effekten beschäftigen wir uns in den kommenden Monaten in unseren weiteren Publikationen zum Thema Megatrend Niedrigzins. In jedem Fall dürfte der Megatrend „Niedrigzins“ in Zukunft noch an Bedeutung gewinnen und die Frage nach seinen Folgen dürfte Wirtschaft und Finanzmärkte noch einige Jahre beschäftigen.

stefan.kipar@bayernlb.de

johannes.mayr@bayernlb.de

Das Research-Team der BayernLB

BayernLB Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750

Anna Maria Frank, -21751
Sekretariat

Ingo Bothner, -21787
Medienfachwirt (IHK)

Volkswirtschaft

Dr. Johannes Mayr, Euro-Raum, EZB, -21859

Manuel Andersch, -27448
Pfund/UK, Schweizer Franken/Schweiz

Christiane von Berg, -28745
USA/Fed, Japan/BoJ

Wolfgang Kiener, -27058
Dollar, Yen

Dr. Stefan Kipar, -27346
Deutschland

Investment Research

Alexander Plenk, CFA, -27076

Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

Alexander Aldinger, -24877

Asja Hossain, CFA, -27065

Dr. Norbert Wuthe, -27209

Covereds & Financials

Alfred Anner, CEFA, -27072
Covered Bonds

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA, -21873
Financials

Stefan Voß, -21808
Financials

Länderrisiko- und Branchenanalyse

Hubert Siply, -21307

Länderrisikoanalyse

Dr. Alexander Kalb, -22858
Westeuropa, Südamerika

Manuel Schimm, -26845
Asien, Nordamerika

Gebhard Stadler, -28891
Osteuropa/GUS, Mittelamerika

Verena Strobel, -21320
Nahe und Mittlerer Osten, Afrika

Credits

Amir Darabi, -25727
Corporate Bonds & SSD

Matthias Gmeinwieser, CIAA, -26323
Corporate Bonds & SSD

Miraji Othman, -25888
Strategie

Christian Strätz, CEFA, CIAA, -27068
Corporate Bonds & SSD, Strategie

Branchenanalyse

Wolfgang Linder, -21321
Auto, Chemie, Pharma, Luftfahrt, Rohstoffe & Stahl,
Öl & Gas, Logistik

Thomas Peiß, -28487
Bau, Elektroindustrie, Maschinenbau, Versorger,
Handel, Telekom, Medien

Aktienmarkt/Strategie/Privatkunden

Manfred Bucher, CFA, -21713

Christoph Gmeinwieser, CIAA, -27053

Technische Analyse

Hans-Peter Reichhuber, -21780
Zinsen, Währungen, Aktien

E-mail: vorname.nachname@bayernlb.de

Telefon: 089 2171 + angegebene Durchwahl

Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 29.09.2016. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Impressum

Megatrend Niedrigzins und Verschuldung
abgeschlossen am: 29. September 2016

BayernLB Research
Bayerische Landesbank
80277 München (Briefadresse)
E-Mail: research@bayernlb.de

Leitung:
Dr. Jürgen Michels, Telefon 089 2171-21750

Redaktion:
Dr. Johannes Mayr, Telefon 089 2171-21859

Layout & Grafik:
Ingo Bothner, Telefon 089 2171-21787

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de

Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München
www.bayernlb.de

