

ECONOMIC RESEARCH

Working Paper 197

21.01.2016

▶ MAKROÖKONOMIE

▶ FINANZMÄRKTE

▶ WIRTSCHAFTSPOLITIK

▶ BRANCHEN

Michael Heise, Jennifer Langenegger, Rolf Schneider

Der niedrige Realzins: Gründe und
Perspektiven

Working Paper

Nr. 197

Der niedrige Realzins: Gründe und Perspektiven

1. Die geldpolitische „Zeitenwende“	4
2. Verschiebung der Sparkurve	6
3. Verschiebung der Investitionskurve	9
4. Strukturelle Verschiebungen in der Portfoliostruktur	11
5. Rückläufiges Produktivitätswachstum.....	12
6. Ausblick: Realzins mittelfristig wieder höher.....	13

AUTOREN:

DR. MICHAEL HEISE
Fon +49.89.3800-16143
michael.heise@allianz.com

JENNIFER LANGENEGGER
Fon +49.69.24431-5144
jennifer.langenegger@allianz.com

DR. ROLF SCHNEIDER
Fon +49.69.24431-5790
rolf.schneider@allianz.com

Der niedrige Realzins: Gründe und Perspektiven

In den letzten Jahrzehnten ist die Inflation in den Industrieländern wie auch global zurückgedrängt worden. Inzwischen dominiert die Sorge um Deflation diejenige um Inflation. Im Zuge dieser Entwicklung sind die Nominalzinsen gesunken, da Anleger eine immer geringere Inflationskomponente im Zins fordern. Was jedoch auffällt: Das Zinsniveau ist in noch weit stärkerem Maße zurückgegangen als die Inflationsraten. Die Realzinsen sind an nahezu allen großen Anleihemärkten inzwischen außergewöhnlich niedrig.

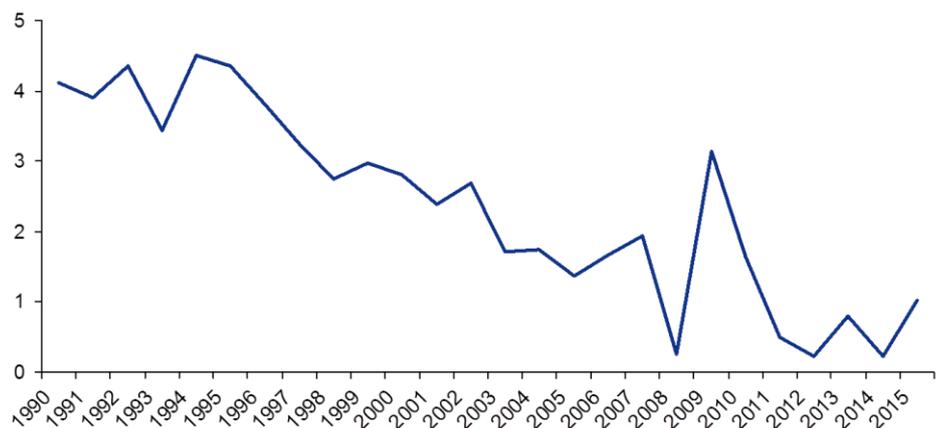
Sind diese niedrigen Zinsen langfristigen Trends zuzuschreiben, wie es in Anlehnung an neoklassische Modelle der Zinserklärung über das Angebot und die Nachfrage nach Ersparnissen naheliegt, oder sind sie ein monetäres, also von der Geldpolitik und den Kreditmarktzusammenhängen bestimmtes Phänomen? Unserer Einschätzung nach sind einseitig kausale Zinserklärungen kaum hilfreich. So erscheint uns die theoretische Vorstellung, dass der Realzins längerfristig nicht monetär beeinflussbar ist, als eine vor-schnelle Vereinfachung. Wir versuchen deshalb die wichtigsten zur Diskussion stehenden Erklärungsansätze in ihrer Bedeutung für die rückläufigen Realzinsen abzuwägen.

In der Grafik 1 ist die Entwicklung des „realen Weltzinses“ von 1990 bis heute abgebildet. Wir berechnen den globalen Zins als den mit den relativen Marktgrößen gewichteten Durchschnitt der Realzinsen der bedeutendsten Anleihemärkte – USA, Japan, Großbritannien, Italien, Frankreich und Deutschland. Der Realzins ergibt sich dabei als Differenz zwischen der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen und der Preissteigerungsrate des privaten Verbrauchs – wohl wissend, dass die aktuelle Inflationsrate nicht unbedingt die Inflationserwartungen wiedergibt, aber auch, dass Inflationserwartungen von Verbrauchern und Investoren kaum verlässlich messbar sind.

Grafik 1

Die Entwicklung des realen Weltzinses¹⁾

Jahresdurchschnitte



1) Einbezogene Rentenmärkte: USA, Japan, Großbritannien, Italien, Deutschland und Frankreich; nominale Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen preisbereinigt mit Verbraucherpreisindizes und gewichtet mit der relativen Marktgröße (Total Debt Securities, Q4 Wert).

Quellen: BIZ, Datastream, Eurostat, eigene Berechnungen.

Während der so gemessene globale Realzins in der ersten Hälfte der neunziger Jahre durchschnittlich noch rund 4% betrug, verzeichnete er in den letzten fünf Jahren – 2011 bis 2015 – durchschnittlich lediglich ein Niveau von 0,5%. Ein derartiger Rückgang des Realzinsniveaus lässt auf massive Veränderungen im ökonomischen Umfeld schließen. Ökonomen haben für diese Entwicklung eine ganze Reihe möglicher Erklärungsfaktoren

in die Diskussion gebracht. Überblicke zu den potenziellen Determinanten des Realzinsrückgangs werden vom IWF (2014) und dem amerikanischen Council of Economic Advisers (2015) gegeben. Den Versuch der Quantifizierung verschiedener Einflussfaktoren auf den Realzins haben Ökonomen der Bank of England¹ unternommen. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass säkulare Trends, die auf das Angebot an Ersparnissen und die Nachfrage an Investitionen wirken, den Hauptteil des Rückgangs der Realzinsen erklären können. Wir nehmen im Folgenden diese Untersuchungen als Grundlage für eine eigene Bewertung der Einflussfaktoren auf das Realzinsniveau und versuchen in einem zweiten Schritt ein Ausblick zu geben, wie diese Faktoren auf die weitere Entwicklung der Realzinsen wirken. Aus unserer Sicht sind die wichtigsten Erklärungsansätze für die rückläufigen Realzinsen:

- die geldpolitische „Zeitenwende“,
- ein strukturell höheres Angebot an Ersparnissen,
- eine geringere Investitionsnachfrage unabhängig vom Zinsniveau,
- Veränderungen im Portfolioverhalten,
- ein geringeres Produktivitätswachstum.

1. Die geldpolitische „Zeitenwende“

Notenbanken haben ihr Instrumentarium in den letzten Jahren deutlich erweitert. Im Rahmen unkonventioneller Maßnahmen agieren sie unmittelbar an den Anleihemärkten und nehmen so direkten Einfluss auf die Rendite festverzinslicher Wertpapiere. Allerdings darf auch die Bedeutung der Zinspolitik für die Rendite am Rentenmarkt nicht unterschätzt werden. Die Notenbanken bestimmen mit ihren Leitzinsen und ihrer Liquiditätspolitik weitgehend die Sätze am Interbankenmarkt. Steht den Banken Liquidität in großem Umfang und zu günstigen Sätzen zur Verfügung und ist gleichzeitig die Kreditnachfrage der Nichtbanken zurückhaltend, so besteht für die Banken ein hoher Anreiz in den Erwerb von Anleihen – quasi als Liquiditätspuffer. Somit können die Notenbanken den Langfristzins beeinflussen. Einen Schritt weiter noch gehen Gehringer und Mayer im Hinblick auf die Bedeutung der Geldpolitik für den Langfristzins.² Sie stellen die These in Frage, dass die Banken vorwiegend als Intermediäre zwischen dem Angebot und der Nachfrage nach Ersparnissen agieren und erklären den Zins aus dem Kreditschöpfungsprozess, bei dem der Kreditzins durch den aktuellen und erwarteten Interbankenzinssatz zuzüglich Prämien für das Liquiditäts- und Kreditrisiko bestimmt wird. Dies bedeutet, dass der marktmäßige Nominalzins in starkem Maße von der aktuellen und erwarteten Geldpolitik abhängig ist. Sie argumentieren, dass die Notenbanken im Zuge dessen den Marktzins unter den „natürlichen Zins“, bei dem Sparen und Investieren zum Ausgleich kommen, drücken können und es in diesem Falle zu einer Kredit- und Wachstumsbeschleunigung, aber auch zu Fehlinvestitionen kommt. Schließlich steige der Marktzins infolge einer übermäßigen Investitionsnachfrage und Teile des Kapitalstocks werden unrentabel. Es setzt eine rezessive Phase ein, die durch den notwendigen Schuldenabbau verstärkt werde. Auch wenn derartige Überlegungen zum Kreditzyklus, die sich an Wicksell, von Mises und von Hayek anlehnen, schematisch wirken, verdeutlichen sie doch anschaulich den Einfluss der Geldpolitik auf den Marktzins. Dies ist auch deshalb von Bedeutung, weil es in der Vergangenheit lange Phasen expansiver und restriktiver Geldpolitik gab.

¹ Rachel und Smith (2015a, b)

² Gehringer und Mayer (2015)

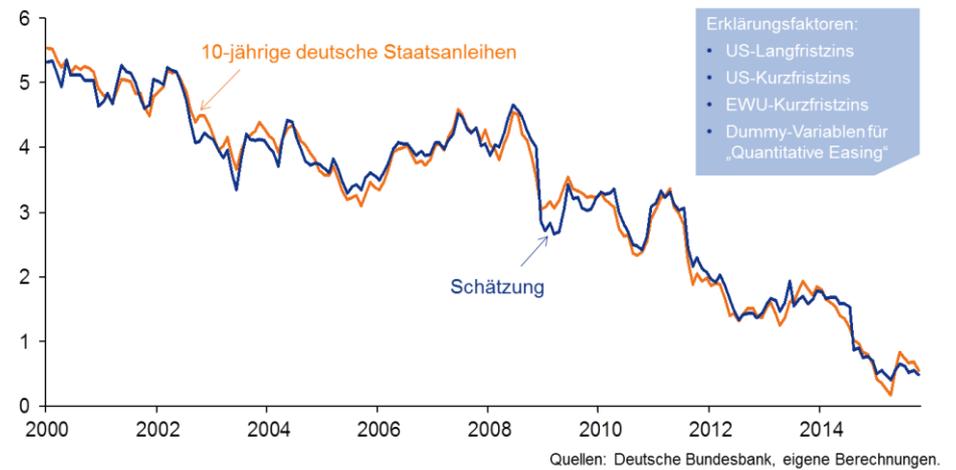
Die Geldpolitik stand von den siebziger bis zu den neunziger Jahren im Zeichen einer Antiinflationpolitik. Mit Liquiditätsentzug und zeitweise sehr hohen Leitzinsen versuchte sie, den Kreislauf von Kosten- und Preissteigerungen zu durchbrechen. Es gibt kaum Zweifel, dass hohe Leitzinsen auf die Rendite langfristiger Anleihen zinssteigernd wirken. Ökonometrische Analysen stützen dies. Dazu trägt mit bei, dass die Geldpolitik bestehende Inflationserwartungen, die aus langjährigen Erfahrungen resultieren, nur ganz allmählich senken kann. Von daher dauert es meist erhebliche Zeit, bis eine geldpolitische Inflationbekämpfung die Inflationskomponente im Langfristzins spürbar senkt. Die hohen ermittelten Realzinsen in der ersten Hälfte der neunziger Jahre dürften somit zumindest teilweise eine Spätfolge der Antiinflationpolitik sein.

Spätestens nach dem Platzen der New-Economy-Blase und den globalen Unsicherheiten nach dem 11. September 2001 schwenkte die Geldpolitik in Amerika und Europa auf einen überwiegend expansiven Kurs ein. Nach einer verhältnismäßig kurzen Zeit relativ hoher Leitzinsen 2007/2008 kam es im Zuge der globalen Wirtschafts- und Finanzmarktkrise zur endgültigen geldpolitischen „Zeitenwende“. Unbeschränkter Zugang der Banken zur Liquidität, unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen und Leitzinsen in Richtung Null gehend waren die neuen Markenzeichen. Die Geldpolitik ging auf Antideflationskurs. Inwieweit die Nullzinspolitik und die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen dazu beigetragen haben das Realzinsniveau zu senken, ist eine offene Frage. Mit einem ökonometrischen Erklärungsansatz für die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen, in den die US-Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, die US-Dreimonatszinsen, die europäischen Dreimonatszinsen und Dummy-Variablen für die Anleihekäufe der EZB als Determinanten eingehen, haben wir den Versuch unternommen, die Effekte der Nullzinspolitik und des Anleihekaufprogramms zu quantifizieren. Den Dreimonatszins sehen wir als von der Geldpolitik determiniert an. Die Anpassung der Schätzwerte an die tatsächlichen Renditen ist mit 98,4% Erklärungsgüte außergewöhnlich gut. Der geschätzte renditesenkende Effekt des „Quantitative Easing“ beträgt rund 65 Basispunkte, eine Senkung der EWU-Kurzfristzinsen um 100 Basispunkte vermindert für sich genommen die Rendite 10-jähriger Anleihen um fast 40 Basispunkte. Bei einer Beendigung der Anleihekäufe und einer EZB-Leitzinsanhebung von derzeit 0,05% auf 2% sowie um 200 Basispunkten höheren Kurz- und 150 Basispunkten höheren Langfristzinsen in den USA käme es gemäß des Erklärungsansatzes zu einem Anstieg des deutschen Langfristzinses um rund 180 Basispunkte. Nun mag eingewandt werden, dass damit nicht unbedingt ein Realzinsanstieg verbunden sein muss, da die EZB ihre extrem expansive Geldpolitik erst korrigieren wird, wenn die Inflationsraten wieder anziehen. Dem ist auch grundsätzlich zuzustimmen. Allerdings deutet die Höhe der geschätzten geldpolitischen Effekte auf den Langfristzins daraufhin, dass bei einem „neutralen“ geldpolitischen Kurs der Realzins signifikant höher wäre.

Grafik 2

Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen

Schätzung und tatsächliche Werte (Schätzzeitraum von Januar 2000 bis Oktober 2015)



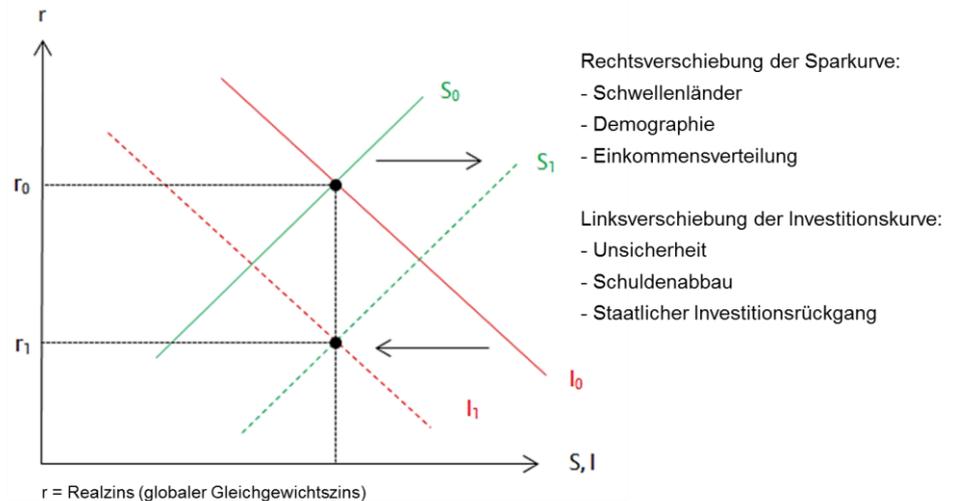
2. Verschiebung der Sparkurve

Gemäß ökonomischer Theorie ergibt sich der Gleichgewichtsrealzins aus dem Schnittpunkt zwischen der Spar- und Investitionskurve, welche sich aus der Nachfrage und dem Angebot von Kapital ableiten. Um den Rückgang des realen Weltzinses zu erklären, ist es daher zentral, die Dynamik und die einzelnen Komponenten dieses Marktes näher zu betrachten. Auf globaler Ebene sind die Investitionen und Ersparnisse in Relation zur globalen Wertschöpfung über die vergangenen 30 Jahre weitgehend konstant geblieben.³ Dies impliziert, dass es sowohl zu Veränderungen im Investitionsverhalten als auch in der Spardynamik gekommen sein muss, da heute ein deutlich niedrigerer globaler Gleichgewichtsrealzins beobachtet werden kann. In der Literatur wird postuliert, dass die Sparkurve über die letzten drei Dekaden eine Rechtsverschiebung durchlebt hat, während sich die Investitionskurve schrittweise nach links verschoben hat. Dieses neue Gleichgewicht weist einen tieferen Realzins bei konstant gebliebener Investitions- und Sparquote auf (siehe Grafik 3). In den folgenden Abschnitten werden mögliche Erklärungsansätze für diese Entwicklung erläutert.

³ Rachel und Smith (2015a)

Grafik 3

Verschiebung der Spar- und Investitionskurve



Ersparnisschwemme in den Schwellenländern

Zwischen 2000 und 2007 stieg die Sparquote in den Schwellenländern massiv an. Der IWF führt dies hauptsächlich auf das kontinuierliche und starke Wirtschaftswachstum und die daraus resultierenden Einkommenszuwächse, insbesondere in China, zurück.⁴ Des Weiteren erhöhte sich das Einkommen in den öllexportierenden Ländern zwischen 2004 und 2008 zusätzlich aufgrund der hohen Ölpreise. Daraus resultierte ein starker Anstieg der Sparquote im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt. Gemäß einer Studie der BIZ⁵ hat die marginale Sparneigung in den Schwellenländern von 30% im Jahr 2000 auf 40-50% in den Jahren kurz vor der Finanz- und Wirtschaftskrise zugenommen. Dies spiegelt sich auch in der globalen Sparquote wider, welche gemäß IWF zwischen 2000 und 2007 um rund 1,7 Prozentpunkte angestiegen ist. Davon werden 1,5 Prozentpunkte kausal der höheren Sparquote der Schwellenländer zugeschrieben. Weitere 0,8 Prozentpunkte ergeben sich aus dem erhöhten Anteil dieser Länder an der globalen Wertschöpfung. Zudem ergibt sich ein Abzug von 0,6 Prozentpunkten, welcher durch den Abbau der Ersparnisse in den Industrieländern während der genannten Periode erklärt werden kann. Ben Bernanke⁶ argumentierte, dass viele Schwellenländer als Folge der Asienkrise einen Strategieumbruch vollzogen haben. Sie begannen große Mengen an Währungsreserven zu akkumulieren, um sich dadurch ein Sicherheitspolster aufzubauen. Somit wurde aus einstigen Kapitalimporteuren Kapitalexporteure. Die Länder erzielten dadurch hohe Leistungsbilanzüberschüsse. Nach der globalen Krise 2008/2009 hat sich die Sparquote in den Schwellenländern allerdings stabilisiert (siehe Grafik 4), sodass sich die marginale Sparneigung wieder rückläufig entwickelte.

Wir sehen in der Ersparnisschwemme in den Schwellenländern einen bedeutenden Grund für den Rückgang der Realzinsen in den Industrieländern im vergangenen Jahrzehnt.

⁴ World Economic Outlook (April 2014)

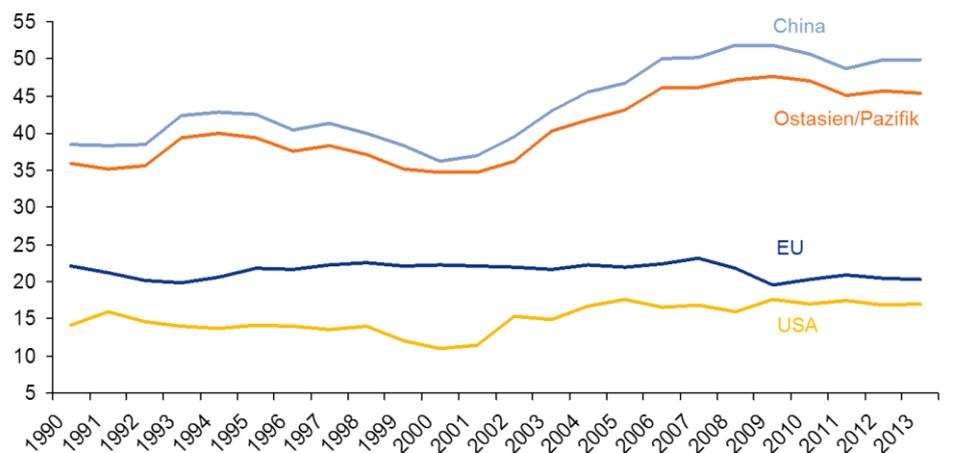
⁵ Turner und Sobrun (2015)

⁶ Bernanke (2005)

Grafik 4

Steigende Sparquoten in den Schwellenländern

Bruttoersparnisse, in % des BIP



Quelle: Worldbank.

Oft wird zur Erklärung der Verschiebung der Sparkurve auch auf demographische Entwicklungen verwiesen, wobei diese Faktoren allerdings kaum für den massiven Anstieg der Sparquote in den Schwellenländern in einem so relativ kurzen Zeitraum von 2000 bis 2007 verantwortlich sein dürften.

Demographische Entwicklung

Die demographische Entwicklung kommt aber über einen längerfristigen Zeitraum betrachtet als wichtiger Grund für die Rechtsverschiebung der Sparkurve in Betracht. Im Verlauf der letzten 30 Jahre ist der Anteil der Nichterwerbsbevölkerung (Alter von 0-19 und 65 und mehr) an der gesamten Weltbevölkerung von 50% auf 42% gesunken.⁷ Die Lebenszyklushypothese stellt dabei einen negativen Zusammenhang zwischen durchschnittlicher Sparquote und dem Anteil der Nichterwerbsbevölkerung an der gesamten Bevölkerung her. Es wird angenommen, dass die arbeitende Bevölkerung eine höhere durchschnittliche Sparquote aufweist, während Menschen im Rentenalter einen höheren Anteil ihres Einkommens für Konsum aufwenden. Daraus lässt sich unmittelbar ableiten, dass die erwähnte rückläufige Quote der Nichterwerbsbevölkerung bzw. der Anstieg der Erwerbsbevölkerung zu einer Erhöhung der Sparquote geführt hat. Diese Entwicklung dürfte die Sparkurve nach rechts verschoben haben.

Die Welt steht aktuell vor massiven strukturellen demographischen Umbrüchen. Es ist in den meisten Teilen ein Rückgang des Anteils der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter an der Gesamtbevölkerung und in vielen Ländern sogar der absoluten Zahl an erwerbsfähiger Bevölkerung zu erwarten.⁸ Daraus resultieren direkte Folgen für die zukünftige Entwicklung makroökonomischer Größen. Es kann angenommen werden, dass sich die Rechtsverschiebung der Sparkurve zu einem gewissen Teil wieder korrigieren wird. Von einem demographischen Standpunkt her betrachtet, ist somit in Zukunft wieder eine Erhöhung des Realzinses zu erwarten.

⁷ Rachel und Smith (2015a)

⁸ Morgan Stanley (2014)

Ungleiche Einkommensverteilung

Studien kommen zu dem Ergebnis, dass die Einkommensverteilung in vielen Ländern in den vergangenen Jahrzehnten ungleicher geworden ist.⁹ Eine kontinuierlich ansteigende Einkommensungleichheit würde aber zu einer höheren durchschnittlichen Sparquote führen.¹⁰ Dieses Argument basiert auf der Annahme, dass reichere Menschen eine höhere Sparneigung aufweisen. Schätzungen zufolge¹¹ sparen Personen im oberen Quintil der Einkommensverteilung verglichen mit dem Rest der Bevölkerung rund ein Drittel ihres Einkommens zusätzlich. Diese daraus resultierende höhere Gesamtsparquote impliziert eine Rechtsverschiebung der Sparkurve.

Allerdings kann auch argumentiert werden, dass der Aufholprozess der Emerging Markets in globaler Betrachtung zu einer gleichmäßigeren globalen Einkommensverteilung führt. Von daher ist der Einfluss der Einkommensverteilung auf die Ersparnisbildung nicht eindeutig. Wir messen ihr als Einflussfaktor auf den Realzins deshalb keine allzu große Bedeutung zu.

3. Verschiebung der Investitionskurve

Rückgang der öffentlichen Investitionen

Der IWF hat in Modellsimulationen außergewöhnlich positive gesamtwirtschaftliche Effekte von zusätzlichen öffentlichen Infrastrukturinvestitionen insbesondere in entwickelten Volkswirtschaften ermittelt.¹² Es verstärkt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage kurzfristig und steigert das Produktionspotenzial mittelfristig. Gemäß der Modellergebnisse seien selbst kreditfinanzierte Infrastrukturinvestitionen oft selbstfinanzierend – und zwar in dem Sinne, dass sie keine Erhöhung der Staatsschuldenquote bedingen.

Seit den 1980er Jahren sind die öffentlichen Investitionen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt in den Industrieländern jedoch tendenziell rückläufig. Dadurch resultiert eine geringere gesamtwirtschaftliche Investitionsquote und somit eine Linksverschiebung der Investitionskurve. Verstärkend wirkt, dass durch eine mangelnde öffentliche Infrastruktur auch private Investitionen unterlassen werden. Rachel und Smith schätzen den Rückgang der globalen Investitionsquote infolge geringer öffentlicher Investitionen auf rund 1 Prozentpunkt und leiten daraus einen Rückgang des globalen Realzinses um 20 Basispunkte ab. Auch wenn diese Größenordnung plausibel wirkt, erscheint uns eine Quantifizierung dieses Effektes kaum möglich.

Der Staat hat zwar seine Investitionsnachfrage tendenziell zurückgefahren, allerdings war die Fiskalpolitik insgesamt in vielen Ländern, insbesondere im vergangenen Jahrzehnt, überwiegend expansiv. Von dem hohen Finanzbedarf der öffentlichen Haushalte infolge hoher Defizite hätten eigentlich deutlich zinssteigernde Effekte ausgehen müssen. Dies ist in den großen Staatsanleihemärkten – nimmt man Italien aus – allerdings nicht geschehen. Wahrscheinlich kommt allen großen und liquiden Rentenmärkten der zunehmende Bedarf an „safe haven“-Anlage zugute (siehe Abschnitt 4). Insgesamt ist es nicht möglich, eindeutige Effekte der öffentlichen Ausgaben- und Schuldenpolitik auf den Realzins auszumachen. Ein Anstieg der öffentlichen Investitionen dürfte deshalb nur sehr geringe Zinseffekte haben.

⁹ Piketty (2014)

¹⁰ Rachel und Smith (2015a)

¹¹ Dynan et al. (2004)

¹² World Economic Outlook (Oktober 2014)

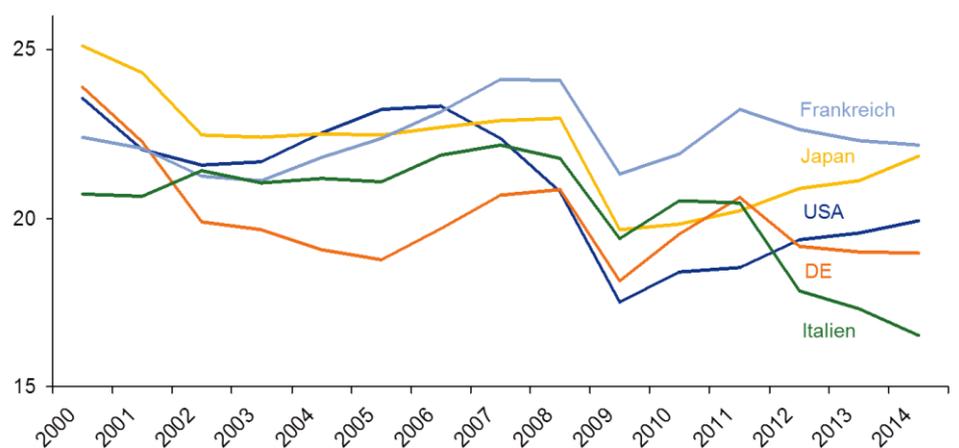
Schuldenabbau im privaten Sektor

Die Jahre vor der Finanz- und Wirtschaftskrise waren durch eine hohe Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen sowie einem kontinuierlich ansteigenden Leverage der Banken geprägt. Mit dem Platzen der Immobilienblase und den daraus resultierenden Einbrüchen an den Finanzmärkten begann eine Periode des Schuldenabbaus im Privatsektor, die insbesondere in einer Reihe europäischer Länder bis heute währt. Wer als Unternehmen Schulden abbaut, nimmt für Investitionen keine Kredite mehr auf. Investitionen werden größtenteils über vorhandene liquide Mittel finanziert. Dies lässt in der Regel nur Raum für Ersatzinvestitionen. Selbst bei guter Auftragslage und Kapazitätsauslastung werden kaum Erweiterungsinvestitionen in Angriff genommen. Eine weitere Folge des Schuldenabbaus sind potenzielle deflationäre Tendenzen, welche einerseits über den Erwartungskanal und andererseits über geldpolitische Reaktionen zu einem Abwärtsdruck auf die langfristigen Nominalzinsen führen. Es ist wahrscheinlich, dass es sich beim privaten Schuldenabbau um einen temporären Effekt handelt, sodass sich die Verschiebung der Investitionskurve nach einiger Zeit wieder etwas korrigieren dürfte.

Grafik 5

Sinkende Investitionsquoten in den Industrieländern

Bruttoinvestitionen, in % des BIP



Quelle: Worldbank.

Zunahme der Unsicherheit

Die Investitionszurückhaltung seit der Krise geht nicht nur mit dem notwendigen Schuldenabbau einher, sondern steht auch in Zusammenhang mit der daraus resultierten, wahrgenommenen Unsicherheit. Diese Unsicherheit wird durch einen Risikoaufschlag auf die Rendite eingepreist. Je höher jedoch die Differenz zwischen dem risikolosen Zinssatz und der Kapitalrendite, desto schwächer ist die Investitionsnachfrage.

Diesbezüglich scheint insbesondere der Hinweis auf sogenannte *Tail Risks* von Bedeutung zu sein, da diese starke Auswirkungen auf die langfristigen Zinsen haben können. Dabei handelt es sich um extreme Ereignisse, die mit einer sehr geringen Wahrscheinlichkeit eintreffen, woraus jedoch erhebliche Konsequenzen resultieren können. Investoren werden sich solcher extremer Gefahren und der Möglichkeit finanzieller Instabilität heutzutage zunehmend bewusster. Die Wahrscheinlichkeit solcher *Tail Risks* scheint angesichts der zunehmenden geopolitischen Instabilität, neuen Gefahren durch Cyberattacken sowie aufgrund einer erhöhten Inzidenz von Umweltkatastrophen immer

größer zu werden. Dies hat eine entsprechende Wirkung auf den Risikoaufschlag und dadurch auf das Investitionsverhalten der Anleger.¹³ Dieser Ansatz vermag allerdings den rückläufigen Trend des Realzinses seit mehreren Jahrzehnten kaum zu erklären, sondern ist eher für die Entwicklung der vergangenen Jahre bedeutsam.

In einer empirischen Analyse des IWF¹⁴ wird aufgezeigt, dass die Investitionsrate ein Jahr nach dem Auftreten einer Finanzkrise um durchschnittlich 1 Prozentpunkt gesunken ist, nach drei Jahren sogar um 3 Prozentpunkte. Dieser Effekt scheint eine hohe Persistenz aufzuweisen, sodass die Wirkung auch nach mehreren Jahren noch bestehen bleibt.

Aus den erläuterten Einflussfaktoren ergibt sich somit ein neues Marktgleichgewicht mit einem deutlich geringeren Realzinsniveau. Während die demographische Entwicklung und die steigenden Einkommen in den Schwellenländern höhere Ersparnisse begünstigt haben, resultierte aus der zunehmenden Unsicherheit, dem staatlichen Investitionsrückgang und dem privaten Schuldenabbau eine immer noch andauernde Investitionsschwäche. Die Belastung der Investitionsnachfrage aufgrund des Schuldenabbaus und der durch die Finanz- und Wirtschaftskrise bedingten Verunsicherung wird voraussichtlich allmählich abebben. Allerdings kann es jederzeit zu einem steigenden Maß an Unsicherheit in der Investitionsplanung durch Ereignisse außerhalb des ökonomischen Bereichs wie beispielsweise geopolitischen Instabilitäten kommen.

4. Strukturelle Verschiebungen in der Portfoliostruktur

Verschiebungen in der Risikobetrachtung von Anlageformen wie Anleihen und Aktien können zyklischer Art aber auch struktureller Art sein. Das Platzen der „dot-com bubble“ 2000/2001 dürfte ein Ereignis gewesen sein, das insbesondere bei längerfristigen Anlegern zu einer dauerhaft höheren Risikobewertung von Aktien geführt hat und damit eine Verschiebung in der Anlagestruktur zugunsten von Anleihen ausgelöst hat. Dies könnte senkend auf den Realzins gewirkt haben.

Ein weiterer für Portfolioverschiebungen bedeutsamer Effekt dürfte von den Notenbanken der Schwellenländern ausgegangen sein. Der IWF, der Verschiebungen im Anlageverhalten ebenfalls als relevant für die Entwicklung des Realzins ansieht¹⁵, wertet den steilen Anstieg der Fremdwährungsreserven in den Schwellenländern in der Zeit nach 2000, die insbesondere zu einer zusätzlichen Nachfrage nach US-Treasuries führten, als einen Grund für die rückläufigen Realzinsen.

Infolge der globalen Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/2009 dürfte sich die Risikobewertung von Aktien in Relation zu festverzinslichen Papieren nochmals erhöht haben. So ist es wenig überraschend, dass Studien auf eine zunehmende Bevorzugung von konservativen Anlagestrukturen seitens langfristig orientierter Investoren hinweisen. Ein ausführliches Diskussionspapier der Bank of England und der Procyclicality Working Group¹⁶ kommt zu dem Ergebnis, dass es bei Versicherungen und Pensionsfonds langfristig gesehen einen strukturellen Trend weg von Engagements in Aktien gibt.

Hinsichtlich der Portfoliostruktur sind natürlich auch die gravierenden Veränderungen in der Regulierung von Bedeutung. Solvency II und Basel III haben zu beträchtlichen höheren Anforderungen bei der Kapitalunterlegung von als risikoreich betrachteten

¹³ Council of Economic Advisers (2015)

¹⁴ World Economic Outlook (April 2014)

¹⁵ World Economic Outlook (April 2014)

¹⁶ Procyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds (2014)

Assets geführt. Demgegenüber werden Staatsanleihen in den Bankbilanzen bezüglich der Kapitalanforderung mit einem Risikogewicht von Null bewertet. Hinzu kommt, dass im Rahmen der Liquiditätsregulierung von Basel III staatliche Schuldverschreibungen als hoch liquide Assets eingestuft werden.¹⁷ Es darf davon ausgegangen werden, dass diese regulative Bevorzugung von Staatsanleihen nachfrageerhöhend und damit zinsmindernd wirkt.

Schließlich führte die europäische Schuldenkrise zu einer besonders hohen Nachfrage nach Staatsanleihen mit hoher Bonität. Der Vertrauensverlust in bestimmte europäische Staatsanleihen bedingte eine Verknappung von als sicher akzeptierten Staatsanleihen, die Banken nutzten, um sich mittels Wertpapierpensionsgeschäften zu refinanzieren.¹⁸ Im Zuge der Schuldenkrise sank das Renditeniveau von Staatsanleihen mit hoher Bonität erheblich, insbesondere deutsche Staatsanleihen profitierten von ihrem „safe-haven“ Status. Auch wenn empirische Untersuchungen¹⁹ eher zu dem Schluss kommen, dass Befürchtungen über eine generelle Verknappung von „high-quality assets“ unbegründet sind, so dürfte doch aufgrund von Marktkräften und regulatorischen Veränderungen von einem stark gestiegenen Bedarf nach ihnen auszugehen sein.

5. Rückläufiges Produktivitätswachstum

Die neoklassische Wachstumstheorie geht von einer produktionstheoretischen Analyse aus und sieht im gesamtwirtschaftlichen Wachstum den entscheidenden Faktor für die Entwicklung des realen Gleichgewichtszinssatzes. Das Wirtschaftswachstum wird dabei durch das Produktivitäts- und Bevölkerungswachstum und das Investitions- und Sparverhalten bestimmt. Die in den Abschnitten 2 und 3 diskutierten Gründe für Veränderungen im Sparangebot und in der Investitionsnachfrage stellen deshalb keine konkurrierenden Erklärungsversuche für die Entwicklung des Realzinses dar, sondern beruhen lediglich auf einer anderen Betrachtungsweise.

Produktionstheoretisch lässt sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum in das Wachstum der Arbeitsproduktivität und des Arbeitsvolumens zerlegen. Die Entwicklung der Arbeitsproduktivität umfasst dabei sowohl die Wachstumsbeiträge des Produktionsfaktors Kapital - als Folge der Investitionstätigkeit - als auch des technologischen Fortschritts, während das Arbeitsvolumen die Wachstumsbeiträge der Ressource Arbeit beschreibt. In Produktivitätsstudien wird häufig auch die Totale Faktorproduktivität betrachtet. Diese umschreibt den technologischen Fortschritt bzw. die Innovationsrate. Sie wird in Form eines Residuums ausgewiesen, da sie denjenigen Anteil des gesamtwirtschaftlichen Wachstums beschreibt, der weder durch den Faktor Kapital noch den Faktor Arbeit erklärt werden kann. Somit ist die Totale Faktorproduktivität in der Regel im Zuwachs geringer als die Arbeitsproduktivität, da letzteres Konzept auch den Faktor Kapital berücksichtigt.

In vielen Ländern wird seit einer Reihe von Jahren eine schwache oder gar stagnierende Produktivitätsentwicklung wahrgenommen. Dies hat Sorgen über eine säkulare Stagnation ausgelöst. Die Wirtschafts-, Finanz- und Schuldenkrisen der letzten Jahre haben bei vielen Marktteilnehmern die Erwartungen an das zukünftige Trendwachstum gesenkt. Das niedrigere Wachstum des Arbeitsangebots in den Industrieländern, eine geringere wirtschaftliche Dynamik in den Schwellenländern sowie Skepsis über die Rate des technologischen Fortschritts tragen ebenfalls zur Dämpfung der Wachstumserwartungen bei.

¹⁷ Lambert (2014)

¹⁸ Große Steffen (2015)

¹⁹ Fender und Lewrick (2013)

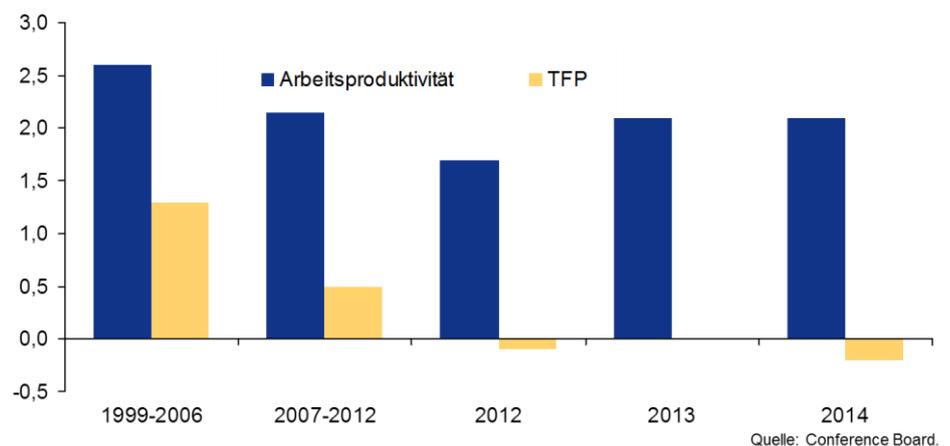
Der technologische Fortschritt ist in der Regel an Investitionen gebunden. Eine geringe Investitionstätigkeit wirkt sich direkt auf die Kapitalintensität und auf die Totale Faktorproduktivität aus. Diese beiden Größen nehmen wiederum Einfluss auf die Arbeitsproduktivität. Somit stellt die gegenwärtige Investitionsschwäche einen wichtigen Erklärungsfaktor für die Produktivitätsschwäche dar.

Die Wachstumsrate des globalen Arbeitsangebotes hat sich aufgrund der demographischen Entwicklung seit 1980 kontinuierlich reduziert. In welchem Ausmaß sich das geringere Arbeitsangebot auf den Realzins auswirkt, ist jedoch schwer abzuschätzen. Angesichts der Demographie kommt der Produktivität als Treiber des Wirtschaftswachstums aber eine immer größere Relevanz zu. Für die zukünftige Entwicklung des Realzinses ist es daher entscheidend, ob die aktuelle Produktivitätsschwäche lediglich ein temporäres Phänomen darstellt oder längerfristig anhalten wird. Zudem wirkt der demographische Effekt über den Investitionskanal. Es ist wahrscheinlich, dass zwischen Risikoaversion und Alter ein positiver Zusammenhang besteht. Mit dem gegenwärtigen Alterungsprozess der Gesellschaft werden dadurch Investitionen und Innovationen gebremst.²⁰

Grafik 6

Rückläufige Totale Faktorproduktivität schwächt Arbeitsproduktivität

Wachstumsrate der globalen Arbeitsproduktivität und der Totalen Faktorproduktivität in %



Grafik 6 zeigt die Entwicklung der Arbeitsproduktivität sowie der Totalen Faktorproduktivität auf globalem Niveau seit 1999. Dabei ist ersichtlich, dass sich das Wachstum der Totalen Faktorproduktivität gemäß den Schätzungen des Conference Board²¹ im Zeitverlauf stark rückläufig entwickelt hat und in den Jahren 2012 und 2014 sogar negativ war. Auch die Arbeitsproduktivität ist über den betrachteten Zeitraum hinweg gesunken, allerdings weniger stark. In der schwachen Produktivitätsentwicklung spiegeln sich, wie dargelegt, eine ganze Reihe von Faktoren wider, die für den Realzins wichtig sind. Von daher dürfte die Produktivitätsentwicklung längerfristig einen entscheidenden Einfluss auf den Realzins ausüben.

6. Ausblick: Realzins mittelfristig wieder höher

Die Analyse der Bestimmungsgründe stützen unsere Einschätzung, dass für die rückläufigen Realzinsen sowohl fundamentale Faktoren als auch die Geldpolitik ursächlich sind. Der Geldpolitik ist es mit ihren massiven Anstrengungen wahrscheinlich gelungen,

²⁰ Heise et al. (2015)

²¹ Conference Board (2015)

den Marktzins unter sein „natürliches“ Niveau zu drücken. Die damit verbundenen Risiken wie Überbewertungen an den Vermögensmärkten und die Fehlallokation von Ressourcen sollten nicht unterschätzt werden.

Der globale Realzins ist entsprechend unseren Berechnungen 2015 zwar spürbar gestiegen – und zwar von 0,2% im Jahr 2014 auf rund 1,0% im vergangenen Jahr. Dies dürfte allerdings noch keine grundlegende Wende in der Entwicklung darstellen, da die Inflationsraten 2015 durch den massiven Rückgang der Energiepreise erheblich gesunken sind und die Grundtendenz in der Preisentwicklung unterzeichnen. Auch 2016 spielt dies voraussichtlich noch eine Rolle.

Wir wollen im Folgenden jedoch einen Blick über das Jahr 2016 hinaus werfen. Auf mittlere Sicht könnten sich bei einer Reihe von Größen, die wir für bedeutsam für die Entwicklung des Realzinses erachten, durchaus nennenswerte Veränderungen ergeben. Hierzu zählt sicher die Geldpolitik. Nach wie vor halten wir es nicht für wahrscheinlich, dass Amerika und Europa in eine Deflation oder säkulare Stagnation steuern, die den derzeitigen extrem expansiven geldpolitischen Kurs langfristig zementiert. Die Inflationsraten werden sich in den nächsten zwei, drei Jahren wieder in Richtung 2% bewegen, da zu erwarten ist, dass die inflationsdämpfenden Effekte des Energiepreisverfalls allmählich auslaufen und sich der Lohnauftrieb in den meisten Ländern wieder leicht verstärkt. Die Geldpolitik wird im Zuge dessen das Quantitative Easing beenden und sich auch von der Nullzinspolitik verabschieden. Zwar dürfte die Geldpolitik weiterhin eher expansiv bleiben und restriktive Signale sicherlich vermeiden, doch erscheinen Leitzinsen von etwa 2%, die der Inflationsrate in etwa entsprechen, als eine realistische Größenordnung in einem derartigem Umfeld. Wie bereits erläutert würde dann der deutsche Langfristzins gemäß unseres Schätzansatzes wieder über 2% liegen.

Eine derartige geldpolitische Normalisierung würde zwar wegen der höheren Inflationsraten noch keinen signifikanten Anstieg des Realzinses bewirken, in Verbindung mit Veränderungen anderer Determinanten des Realzinses wäre der Anstieg jedoch möglich. Durch den Ölpreisverfall werden die Erlöse und damit das Kapitalangebot der ölexportierenden Länder an den Weltmärkten deutlich zurückgehen. Teilweise werden sogar beträchtliche Defizite in deren öffentlichen Haushalten entstehen. Mittelfristig ist mit einer geringeren globalen Ersparnisbildung aus demografischen Gründen zu rechnen. So wird der Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter an der Gesamtbevölkerung in den entwickelten Volkswirtschaften insbesondere wegen einer stark steigenden Zahl älterer Menschen bereits in den nächsten Jahren spürbar sinken. Ältere Menschen sparen weniger. Des Weiteren dürften sich die sehr hohen Sparquoten in den asiatischen Schwellenländern zukünftig eher etwas zurückbilden, u.a. weil die sozialen Sicherungsnetze ausgebaut werden. Dies alles spricht dafür, dass die globale Ersparnisbildung an Dynamik verliert und hiervon zumindest ein leicht steigender Effekt auf den Realzins ausgeht.

Gleichzeitig sind auch die Aussichten recht günstig, dass sich die Investitionstätigkeit mittelfristig wieder verstärkt. Der Schuldenabbau im privaten Sektor vieler Volkswirtschaften ist – auch wenn er eine Reihe von Jahren benötigt – ein temporäres Phänomen, dessen Bedeutung für die Investitionsnachfrage in absehbarer Zeit abnehmen dürfte. Je länger sich die konjunkturelle Erholung in den Industrieländern als stabil erweist, umso mehr wird auch die Verunsicherung der Investoren abklingen, die von den Krisen seit 2008 ausgelöst wurde. Schließlich ist auch von einem Anstieg der öffentlichen Investitionen ein Beitrag zu erhoffen. In vielen Ländern ist die Erkenntnis gewachsen, dass ohne einen Erhalt und Ausbau der öffentlichen Infrastruktur nur mäßige Wachstumsaussichten bestehen. Von einer Verschiebung der Investitionskurve nach rechts dürfte deshalb ein leicht erhöhender Effekt auf den Realzins ausgehen.

Zukünftige strukturelle Verschiebungen in der Portfoliostruktur sind schwer prognostizierbar. Grundsätzlich dürfte die regulative Bevorzugung von Staatsanleihen gegenüber stärker risikobehafteten Anlageformen erhalten bleiben, auch wenn inzwischen ein gewisser politischer Gegenwind feststellbar ist. Die Zurückhaltung eines Teils der Investoren gegenüber höher risikobehafteten Aktiva wie Aktien ist ebenfalls keine nur vorübergehende Erscheinung. Von Portfolio „Shifts“ ist in absehbarer Zeit nach unserer Einschätzung kein nennenswerter Einfluss auf den Realzins zu erwarten.

Das sehr schwache Produktivitätswachstum der letzten Jahre ist nicht leicht zu erklären, aber es sollte nach unserer Auffassung kein Dauerphänomen darstellen. Mit wieder höheren Investitionsquoten dürfte auch die Umsetzung von Innovationen wieder schneller vonstattengehen. Zunehmend positive Impulse auf die Produktivität sollten von der „digitalen Revolution“ ausgehen. Viele Unternehmen, die derzeit noch die „Lernphase“ oder „Umstellungsphase“ durchlaufen, werden mittels neuer Geschäftsmodelle zukünftig erhebliche Effizienzsteigerungen verbuchen. Auch wenn global kaum ein Produktivitätsschub zu erwarten ist, rechnen wir doch mit einer moderaten Beschleunigung im Produktivitätswachstum, die auch leicht positive Auswirkungen auf die Entwicklung des Realzinses haben dürfte.

Alles in allem spricht also eine Reihe von Gründen dafür, dass ein globaler Realzins von 0,5% – wie durchschnittlich in den vergangenen fünf Jahren – eine Ausnahme bleiben wird. Mittelfristig – d.h. in drei bis vier Jahren – wird er auch bei moderatem globalem Wachstum nach unserer groben Schätzung eher wieder bei etwa 1,5% liegen. Dabei sehen wir den Realzins der deutschen 10-jährigen Staatsanleihe etwas niedriger, da sie als Europäische Benchmark-Anleihe gilt und angesichts der im internationalen Vergleich niedrigen deutschen Verschuldungsquote weiterhin einen besonders ausgeprägten „safe haven“-Status haben dürfte.

Um zu einem Ausblick auf die Nominalzinsen zu kommen, bedarf es einer Einschätzung der zukünftigen Inflationsraten. Wie oben beschrieben werden sie in zwei Jahren voraussichtlich wieder etwa 2% betragen, im Zuge dessen werden auch die deutschen langfristigen Nominalzinsen auf etwa 2% steigen. Mittelfristig mit Blick auf 2020 dürften sich die langfristigen deutschen Zinsen in Richtung 3% bewegen. Für die globalen Nominalzins ist dann mit einem Niveau von etwa 3,5% zu rechnen.

Grafik 7

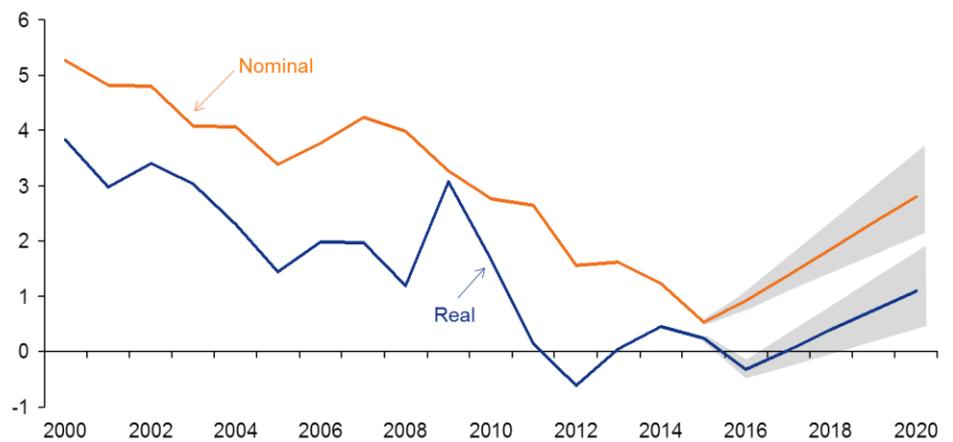
Mittelfristige Tendenz des globalen Realzinses auf ein neues Gleichgewicht zu

Bestimmungsfaktoren		Effekt auf Realzins
Geldpolitik	} weniger expansiv	Erhöhend auf Nominalzins, unklar auf Realzins
<ul style="list-style-type: none"> Quantitative Easing läuft aus Ende der Nullzinspolitik 		
Verschiebung der Sparkurve	} eher nach links	leicht erhöhend
<ul style="list-style-type: none"> Demographie: Steigender Anteil Älterer Gedämpfte Ersparnisbildung der Emerging Markets 		
Verschiebung der Investitionskurve	} eher nach rechts	leicht erhöhend
<ul style="list-style-type: none"> Druck des Schuldenabbaus im Privatsektor nimmt ab Staatliche Investitionen steigen leicht 		
Portfolio-Shifts		unverändert
Produktivitätswachstum		leicht erhöhend
		Globaler Realzins steigt von durchschnittlich 0,5% auf schätzungsweise 1,5%

Grafik 8

Mittelfristige Entwicklung des Real- und Nominalzinses

Europäische Benchmarkanleihe



Quellen: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen.

Literaturverzeichnis

- Bank of England and the Procyclicality Working Group (2014): Procyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds.
- Ben Bernanke (2005): The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit.
- Conference Board (2015): Total Economy Database, Summary Tables.
- Council of Economic Advisers (2015): Long-term interest rates: a survey.
- Dynan, K. (2004): Do the Rich Save More?, Journal of Political Economy.
- Fender, I. und Lewrick, U. (2013): Mind the Gap? Sources and implications of supply-demand imbalances in collateral asset markets, BIS Quarterly Review.
- Gehringer, A. und Mayer, T. (2015): Understanding low interest rates, Economic Policy Note 23/10/2015, Flossbach von Storch Research Institute.
- Große Steffen, C. (2014): Knappheit sicherer Anleihen? Neue Herausforderungen nach der Krise, DIW Roundup.
- Heise et al. (2015): Produktivitätsschwäche der Industrieländer: Erklärungsansätze und Handlungsbedarf.
- IMF (April 2014): World Economic Outlook, Chapter 3: Perspectives on global real interest rates.
- IMF (Oktober 2014): World Economic Outlook, Chapter 3: Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment.
- Morgan Stanley (2014): The Global Macro Analyst: Demography and Economics.
- Lambert, C. (2014): Die Verbindung zwischen Staats- und Banken Krisen: wie kann man diese entkoppeln?, DIW Roundup.
- Piketty, T. (2014): Capital in the 21st century.
- Rachel, L. und Smith, T. (2015a): Drivers of long-term global interest rates – can change in desired savings and investment explain the fall?
- Rachel, L. und Smith, T. (2015b): Drivers of long-term global interest rates – can weaker growth explain the fall?
- Turner, P. und Sobrun, J. (2015): Bond markets and monetary policy dilemmas for the emerging markets.

Die Einschätzungen stehen wie immer unter den nachfolgend angegebenen Vorbehalten.

ÜBER DIE ALLIANZ GRUPPE

Die Allianz ist zusammen mit ihren Kunden und Vertriebspartnern eine der stärksten Finanzgemeinschaften. Rund 85 Millionen von der Allianz versicherten Privat- und Unternehmenskunden setzen auf Wissen, globale Reichweite, Kapitalkraft und Solidität der Allianz, um finanzielle Chancen zu nutzen, Risiken zu vermeiden und sich abzusichern.

2014 erwirtschafteten rund 147.000 Mitarbeiter in über 70 Ländern einen Gesamtumsatz von 122,3 Milliarden Euro und erzielten ein operatives Ergebnis von 10,4 Milliarden Euro. Die Leistungen an Kunden summierten sich auf 104,6 Milliarden Euro.

Dieser Geschäftserfolg mit Versicherungs-, Asset Management- und Assistance-Dienstleistungen fußt zunehmend auf dem Kundenbedarf nach krisenfesten Finanzlösungen für die alternde Gesellschaft und die Herausforderungen des Klimawandels. Transparenz und Integrität sind wesentliche Elemente einer nachhaltigen Unternehmensführung der Allianz SE.

VORBEHALT BEI ZUKUNFTSAUSSAGEN

Soweit wir in diesem Dokument Prognosen oder Erwartungen äußern oder die Zukunft betreffende Aussagen machen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen.

Neben weiteren hier nicht aufgeführten Gründen können sich Abweichungen aufgrund von (i) Veränderungen der allgemeinen wirtschaftlichen Lage und der Wettbewerbssituation, vor allem in Allianz Kerngeschäftsfeldern und -märkten, (ii) Entwicklungen der Finanzmärkte (insbesondere Marktvolatilität, Liquidität und Kreditereignisse), (iii) dem Ausmaß oder der Häufigkeit von Versicherungsfällen (zum Beispiel durch Naturkatastrophen) und der Entwicklung der Schadenskosten, (iv) Sterblichkeits- und Krankheitsraten beziehungsweise -tendenzen, (v) Stornoraten, (vi) insbesondere im Bankbereich, der Ausfallrate von Kreditnehmern, (vii) Änderungen des Zinsniveaus, (viii) Wechselkursen, einschließlich des Euro/US Dollar-Wechselkurses, (ix) Gesetzes- und sonstigen Rechtsänderungen, insbesondere hinsichtlich steuerlicher Regelungen, (x) Akquisitionen, einschließlich anschließender Integrationsmaßnahmen, und Restrukturierungsmaßnahmen, sowie (xi) allgemeinen Wettbewerbsfaktoren ergeben. Terroranschläge und deren Folgen können die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß von Abweichungen erhöhen.

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

Die Gesellschaft übernimmt keine Verpflichtung, die in dieser Meldung enthaltenen Informationen und Zukunftsaussagen zu aktualisieren, soweit keine gesetzliche Veröffentlichungspflicht besteht.