



## Der Mythos der Nullzinsen

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

- **Lange Zeit gehörte es zu den gesicherten Erkenntnissen, dass Zinsen nicht negativ werden können. Das hat sich als falsch erwiesen.**
- **Es gibt für Investoren gute Gründe, auch Bonds mit negativen Kupons zu kaufen, selbst wenn die Laufzeit länger ist.**
- **Stellen Sie sich darauf ein, dass die Bondszinsen noch stärker unter Null fallen können.**

Eine Frage, die mich schon seit Längerem bewegt, die aber in den letzten Wochen besonders akut wurde: Wie kann es sein, dass die Renditen am Kapitalmarkt unter Null sinken? Was geht im Kopf von Investoren vor, die öffentliche Anleihen kaufen, die nicht nur keine Zinsen erbringen, sondern bei denen sie dem Emittenten noch etwas zuzahlen müssen?

Bis vor Kurzem erschien das jedem vernünftigen Menschen abwegig. Wer spart oder Geld anlegt, will einen Zins. Sonst tut er es nicht. Das gehört zu den grundlegenden Wahrheiten in der Ökonomie. In der Geldtheorie hat man dazu die Theorie des "Zero Bound" entwickelt, der Nullgrenze für die Zinsen. Sie besagt, dass die Zinsen nicht unter Null fallen können, weil die Menschen ihr Geld sonst als Cash halten. Da bekommen sie zwar auch keine Zinsen. Sie müssen aber wenigstens nicht noch für die Aufbewahrung ihres Geldes bezahlen.

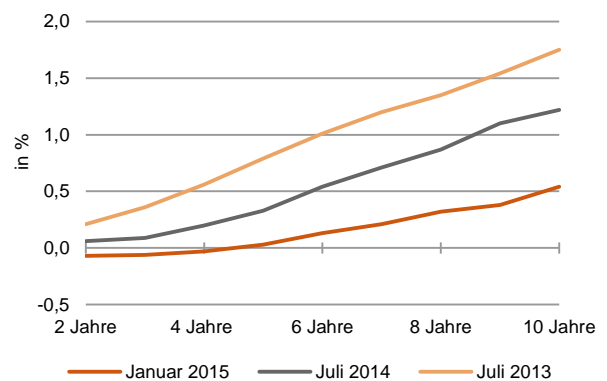
Diese Theorie hat Generationen von Volkswirten beeinflusst. Auch die Geldpolitik der Zentralbanken ist davon geprägt. Weil die Zinsen nicht unter Null fallen können, die Geldpolitik aber trotzdem weitere expansive Impulse geben wollte, kam sie auf die Idee der sogenannten "unkonventionellen Maßnahmen". Sie senkte nicht die Zinsen unter Null. Sie kaufte stattdessen Staatsanleihen (das sogenannte Quantitative Easing), so wie das jetzt auch die Europäische Zentralbank tun will.

Es gab in der Vergangenheit nur wenige Ökonomen, die für negative Zinsen eintraten. Einer war Silvio Gesell, der vor über 100 Jahren die Idee eines "Schwundgeldes" entwickelte, das mit der Zeit immer mehr an Wert verliert. Das ist nichts anderes als Geld mit negativem Zins. Die Idee hat es aber kaum aus dem ökonomischen Kuriositätenkabinett heraus geschafft.

Auch der Markt tat sich bisher mit negativen Zinsen schwer. Die Grafik zeigt, wie asymmetrisch sich die Zinssenkung in den letzten Jahren vollzog. Die Renditen für lange Laufzeiten gingen kräftig nach unten. Die für kurze Laufzeiten schienen an der Nullgrenze "festzukleben". Die Renditekurve wurde immer flacher. Erst in den letzten sechs Monaten wurden die kurzfristigen Zinsen negativ. Damit war ein Bann gebrochen. Anschließend fielen dann auch die Renditen längerer Restlaufzeiten unter Null. Derzeit gibt es in Deutschland nur noch für öffentliche Anleihen mit über fünf Jahren Restlaufzeit eine positive Rendite. Es ist aber sicher nur noch eine Frage der Zeit, bis es auch dort negative Zinsen gibt.

### Zinskurve wird flacher

Rendite von Bundesanleihen nach Restlaufzeit in %



Quelle: Bundesbank

Das ist kein Zufall oder eine vorübergehende Verirrung des Marktes. Inzwischen gibt es das nicht nur in Deutschland, sondern auch in der Schweiz, in Japan und in Finnland. Frankreich ist nicht mehr weit davon entfernt. In der Schweiz ist die Rendite heute sogar für 10-jährige Laufzeiten kleiner als Null. So viele Märkte können sich nicht irren.

Warum werden Bonds mit einer Rendite unter Null gekauft? Zunächst passiert das nur in Zeiten mit sehr niedriger Inflation und außerordentlich hoher Liquidität, so wie das heute gegeben ist. Es ist also kein Normalfall, sondern die Ausnahme.



Unter diesen Umständen können vier Gründe zu negativen Zinsen bei Wertpapieren führen. Der erste ist, dass Bargeldhaltung unbequem und teuer ist. Privatinvestoren können EUR 10.000 oder EUR 50.000 vielleicht noch unter dem Kopfkissen verstauen. Pensionsfonds oder Versicherungen mit vielleicht EUR 100 Mio. oder mehr können das nicht mehr so einfach. Es ist schwer, so viel Bargeld zu besorgen. Wenn alle das wollten, würden die Notenbestände der EZB nicht reichen. Sie müsste neu drucken. Zudem: Wer die Scheine aufbewahren will, braucht besondere Sicherheitsmaßnahmen, die auch wieder Geld kosten.

Der zweite Grund: Bankeinlagen sind in dieser Situation keine Alternative. Denn auch hier drohen negative Zinsen. Zudem gilt die Einlagensicherung nur für Beträge bis EUR 100.000. Wer mehr Geld anzulegen hat, handelt sich ein zusätzliches Risiko ein für den Fall, dass der Bank etwas passiert. Da ist das Geld beim Finanzminister noch sicherer.

Der dritte Grund: Wenn die Preise sinken, kann der Investor auch bei negativen Zinsen noch einen positiven Realzins bekommen. Die Inflation muss nur niedriger als der Zins sein. Dann steigt der Geldwert und dieser Gewinn ist größer als der Verlust, der durch die negativen

Zinsen eintritt. Wer in einer solchen Welt auf realen Kapitalerhalt abzielt, ist auch mit negativen Zinsen noch gut bedient.

Schließlich: Wer kann ausschließen, dass die Zinsen auch im negativen Bereich noch weiter sinken? Wenn die Zinsen zurückgehen, steigen die Kurse. Der Anleger kann sich über Kursgewinne freuen. Genau das müsste passieren, wenn die EZB jetzt in großem Stil Staatsanleihen kauft und/oder die Preise weiter fallen.

### Für den Anleger

Freunden Sie sich mit dem Gedanken an, dass die Zinsen auch für längere Laufzeiten negativ werden können. Das ist für den normalen Investor, der nicht ganz auf Bonds verzichten will, eine neue Welt. Er muss umdenken. Es ist aber keine Katastrophe. Man kann, wie wir gesehen haben, auch bei negativen Zinsen Geld rentabel anlegen. Im Übrigen ist es natürlich ein weiteres Argument, neben öffentlichen Anleihen auch andere Bonds und Credit-Produkte zu kaufen. Es ist auch ein Argument für Aktien. Die Dividendenrendite wird nicht so schnell negativ. Im Übrigen bin ich nach wie vor davon überzeugt, dass die Preise nicht ewig sinken. Ich würde mich daher bei länger laufenden Papieren zurückhalten.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

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

#### Rechtliche Hinweise

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

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

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

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

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

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