

### Krasse Fehlprognose bei den Zinsen

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

- **Die Kapitalmarktzinsen sind seit Jahresbeginn nicht gestiegen, sondern kräftig gefallen.**
- **Die Gründe, die dafür am Markt angeführt werden, sind allesamt nicht überzeugend.**
- **Entscheidend war die gesunkene Risikobereitschaft der Anleger. So etwas kann sich schnell wieder ändern.**

Die Fehlprognose des Jahres war bisher der Zins. Die große Mehrheit der Volkswirte hatte am Jahresanfang mit einer Erhöhung der Renditen in Euroland gerechnet. Tatsächlich kam es genau umgekehrt. Die Zinsen sind seit Januar nicht gestiegen, sondern haben sich von dem erreichten niedrigen Niveau aus noch einmal um fast einen halben Prozentpunkt verringert. Was ist da schief gelaufen? Was heißt das für die weitere Entwicklung?

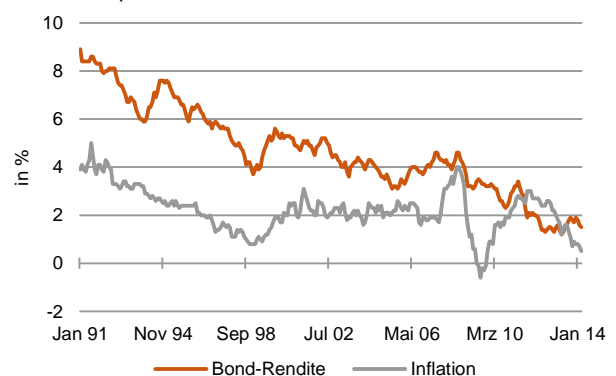
Eigentlich war es ganz logisch, dass sich die langfristigen Kapitalmarktzinsen in diesem Jahr erhöhen müssten. Die Konjunktur zieht weltweit an. Damit nimmt die Nachfrage nach Krediten und Anleihen zu. Die amerikanische Notenbank reduziert die Wertpapierkäufe auf den Kapitalmärkten. In Großbritannien redet man bereits über eine Leitzinsanhebung noch in diesem Jahr. In Europa sind die Geldmarktzinsen als Folge der abschmelzenden Liquidität angestiegen. In einem solchen Umfeld wäre es eigentlich ein Wunder, wenn die langfristigen Renditen nach unten gingen.

Nun sind Volkswirte selten verlegen, wenn es darum geht, Fehlprognosen zu erklären. Sie haben auch jetzt eine Vielzahl von Gründen parat. Aber nur einer zieht wirklich.

Gesagt wird beispielsweise, dass die Inflation stärker zurückgegangen ist. Dadurch ist der Realzins, das heißt die Rendite abzüglich der Preissteigerung gestiegen. Das müsste durch sinkende Nominalrenditen ausgeglichen werden. Schaut man sich jedoch die langfristige Entwicklung von Zins und Inflation an (siehe Grafik), dann zeigt sich, dass der Realzins derzeit keineswegs zu hoch ist. Da war nichts zum Ausgleichen. In den letzten 15 Jahren betrug er 2,5 %, jetzt dagegen nur 1 %.

#### Zins und Inflation

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Zunahme der Verbraucherpreise im Euroraum



Quelle: Bundesbank, EZB

Ein anderer Grund, der für die sinkenden Zinsen angeführt wird, ist die Entwicklung der amerikanischen Renditen. Sie haben sich – ebenfalls überraschend – trotz der geringeren Käufe der Notenbank an den Kapitalmärkten zurückgebildet. Die europäischen Märkte können sich von einer solchen Bewegung bei wenig veränderten Wechselkursen normalerweise nicht abkoppeln. Aber auch das überzeugt nicht. Denn die US-Zinsen sind wesentlich weniger gesunken als die europäischen.

Angeführt wird ferner die verbreitete Erwartung, dass die Geldpolitik im Euroraum noch einmal gelockert werden könnte. In der Tat gibt es seit Monaten Spekulationen, dass die Leitzinsen gesenkt werden könnten. Manche rechneten auch damit (noch wichtiger für die Kapitalmärkte), dass wie in den USA ein "Quantitative Easing"-Programm aufgelegt werden könnte. So etwas hätte natürlich zinsenkende Wirkungen. Bisher ist es dazu aber nicht gekommen. Ich halte es auch für unwahrscheinlich.

Ein anderer Grund, der genannt wird, ist, dass die öffentliche Hand sowohl in den USA als auch in Europa den Kapitalmarkt weniger in Anspruch nimmt. In Deutschland ist der Staatshaushalt inzwischen weitgehend ausgeglichen. Der Finanzminister muss nur noch die Tilgungen refinanzieren. Auch in anderen Staaten sieht es tendenziell besser aus. Das hilft natürlich den Zinsen. Andererseits sollte man den Effekt nicht übertreiben. So hoch waren die Kreditaufnahmen der öffentlichen Haushalte zuletzt nicht mehr.



Nun kann man sagen, dass es nicht ein einzelner Grund war, der die Kapitalmärkte bewegte, sondern die Gesamtheit aller Argumente. So etwas kommt manchmal vor. Diesmal ist es meines Erachtens aber nicht so.

Es gibt nämlich ein Argument, das im bisherigen Verlauf des Jahres eine überragende Bedeutung hatte. Das ist die Zunahme der Risiken auf den Märkten beziehungsweise die Abnahme der Risikoneigung der Investoren. Es gab eine Reihe von Ereignissen, die die Anleger vorsichtiger werden ließ. Das begann im Januar mit den Unruhen in einer Reihe von Schwellen- und Entwicklungsländern, in denen es zu erheblichen Kapitalabflüssen kam. Dann gab es die politischen Spannungen in der Ukraine. In Euroland gab es Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Regierungswechseln in Italien und Frankreich. All das hat auch die Aktienmärkte unsicher werden lassen. Die Kurse sind dort seit Januar per Saldo nicht mehr gestiegen. Es zeigte sich die alte Korrelation (die in der Vergangenheit manchmal in der Vergessenheit geraten ist): Wenn die Aktienkurse nicht mehr steigen, gehen die Anleger in Bonds.

### Für den Anleger

Was heißt das nun für die weitere Entwicklung der Zinsen? Machen die Anleger nicht einen Fehler, wenn sie bei dem erreichten niedrigen Niveau der Zinsen noch in langfristige Papiere investieren? Nicht unbedingt. Wer an eine Deflation in Euroland glaubt (ich tue das nicht), für den sind niedrigere Zinsen durchaus vorstellbar. In der Schweiz liegt die Geldentwertung bei Null, die langfristige Rendite ist auf 1 % gesunken. In Japan rentieren 10-jährige Staatsanleihen nur bei 0,6 %. Wenn den europäischen Kapitalmärkten solche Perspektiven bevorstehen sollten, dann sind Investments in langfristige Bonds auch bei den jetzigen Zinsniveaus noch interessant.

Noch etwas anderes gibt es aber zu beachten. Bei der Risikoneigung der Anleger handelt es sich um einen "weichen Faktor". Er kann sich von heute auf morgen und ohne größere Ankündigung schnell ändern. Dann steigen die Zinsen plötzlich wieder. Das ist nicht ganz abwegig. An den Aktienmärkten beispielsweise erwartet die Mehrheit der Beobachter, dass die Kurse im Verlauf des Jahres wieder nach oben gehen. Dann würden auch die Zinsen steigen.

**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

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. 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, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) 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.