

Anhaltendes Niedrigzinsumfeld

Aus Sicht unseres Gastautors Jürgen Callies sind die deutschen Zinsmärkte derzeit an einem Scheideweg angelangt und es gibt sowohl Argumente für steigende als auch für sinkende Zinsen. Zusätzlich können sich für Investoren **Risiken aus Weichenstellungen der Politik** ergeben

Die Frage nach der langfristigen Zinsentwicklung deutscher Bundesanleihen stellt sich immer wieder von Neuem. Zu wichtig sind sie für den privaten und vor allem für den institutionellen Anleger. Rentenpapiere sind ein wesentlicher Anteil der Kapitalanlagen vieler Anleger und die erwartete Höhe der Erträge beeinflusst maßgeblich die insgesamt zu erwartenden Kapitalerträge.

Das Gespenst Inflation und die Angst vor dem Japan-Syndrom

Aktuell interessiert die Frage vor allem vor dem Hintergrund der Belastungen im Zuge der staatlichen Rettungspakete für die Eurostaaten, die auf die Rettungspakete für die Banken folgten. Gleichzeitig kommt immer wieder das Gespenst Inflation aus der Truhe, auf das deutsche Anleger, auch geschichtlich bedingt, sehr sensibel reagieren. Angesichts von Renditen für zehnjährige Bundesanleihen von derzeit unter drei Prozent und der bevorstehenden demografischen Entwicklung werden aber auch immer wieder Ängste vor einer japanischen „Lost Decade“ in Europa wach. Zusätzlich können sich für Investoren Risiken aus Weichenstellungen der Politik ergeben.

Blickt man auf die Renditeentwicklung von US-Staatsanleihen und deutschen Bundesanleihen, dann startete ein sehr langfristiger Abwärtstrend zu Beginn der 80er-Jahre. Eingeleitet wurde er durch die klar stabilitätsorientierte Politik des damaligen Fed-Chefs Paul Volcker, der für die US-Zentralbank den Status einer stabilitätsorientierten Notenbank zurückgewann.

Neben der stabilitätsorientierten Geldpolitik vor allem in den USA und Deutschland müssen als wesentliche Ursachen für den Zinsabwärtstrend der westlichen Märkte seit Beginn der 80er zusätzlich die Stabilität bzw. der Rückgang der Rohstoffpreise bis zum Beginn des neuen Jahrtausends, der intensiviertere Prozess zur Liberalisierung und Deregulierung der Märkte sowie der Aufbau von Devisenreserven im großen Umfang von Seiten der BRIC-Staaten gesehen werden. Zudem führten die zwei Jahrhundertkrisen (Internetbubble, Kreditkrise) zu Beginn des neuen Jahrtausends zu ausgeprägten „Safe-Haven-Flows“, die ebenfalls zur Fortsetzung des Zins-

trends nach unten in Deutschland und den USA beitrugen.

Zwei dieser Faktoren scheinen aber für die Zukunft verloren gegangen zu sein: Weder dürften sich sinkende Rohstoffpreise über einen längeren Zeitraum wiederholen, noch werden die US-amerikanische Notenbank Fed oder die Europäische Zentralbank EZB eine vergleichbare stabilitätsorientierte Glaubwürdigkeit halten können.

Bei den Rohstoffpreisen ist zu beachten, dass der Aufstieg der Emerging Markets, insbesondere der BRIC-Staaten, die Koordinaten in der Weltwirtschaft verschoben hat. Neue Märkte mit großem Energiehunger überfordern die Energiereserven, der Preis tritt als regulativ auf. Wir erwarten keine langanhaltende Periode sinkender Rohstoffpreise mehr, sondern sehen einen anhaltenden langfristigen Trend zu steigenden Preisen. Zudem werden Ölpreise mit wieder zunehmender Bedeutung der Exporteure am Persischen Golf erneut stärker zum Gegenstand von politisch motivierter Marktmacht.

Gefahr, Kredit als Hüter der Geldwertstabilität zu verspielen

Mindestens genauso wichtig ist es, zu beobachten, dass die führenden Notenbanken Gefahr laufen, ihren Kredit als Hüter der Geldwertstabilität zu verspielen. Die Fed hat mit ihren beiden „Quantitative Easing“-Programmen eine kreative Tätigkeit entwickelt, die der „Helikoptertheorie“ sehr nahe kommt. Die Bilanz der Fed hat sich auf ein Volumen von fast drei Billionen Dollar aufgebläht. Die EZB mag die Zinsen aktuell leicht erhöht haben, um den Eindruck zu erwecken, sie



Jürgen Callies
Leiter Research
bei der MEAG

Nach dem Studium der Volkswirtschaftslehre und Promotion im Bereich Technologie und Außenhandel ist Callies seit über 20 Jahren in verschiedenen Funktionen im Kapitalmarktresearch tätig. Seit 2002 ist er Leiter Research bei der MEAG. Die MEAG ist der Vermögensverwalter der Versicherungen Munich Re und ERGO. Insgesamt verwaltet die MEAG Kapitalanlagen im Wert von derzeit rund 202 Milliarden Euro.

sei wie die Bundesbank der Stabilität verpflichtet. Der Ankauf von Staatsanleihen aus Euro-Peripheriestaaten, noch mehr aber der problematische zu nennende Umgang mit Collaterals (Stellung von Sicherheiten bei der Gewährung von Krediten) und die Diskussion über „freiwillige Forderungsverzichte“ lassen eher vermuten, dass die EZB vor entscheidenden Herausforderungen steht, ihre Glaubwürdigkeit nicht zu verlieren.

Renditeerwartungen wie in den 80ern sind illusorisch

Diesen verloren gehenden Faktoren stehen weitere Gründe für den Zinsabwärtstrend entgegen, die auch in den kommenden Jahren erhalten bleiben: Der Prozess zur Öffnung der Märkte, die Effizienzgewinne vor allem im Bereich der Schwellenländer und im Dienstleistungssektor sowie weiterhin ein nur moderater Anstieg des Lohndrucks aufgrund hohen Wettbewerbs. Gerade in den Industrieländern wird zudem das Thema Demografie an Bedeutung gewinnen und insbesondere die Nachfrage nach langlaufenden Anleihen steigen lassen. Zudem wird es nach wie vor Länder mit „Safe-Haven-Status“ geben, zu denen Deutschland zumindest noch die nächsten Jahre gehört.

Wägt man die Argumente ab, lässt sich beim aktuellen Renditeniveau von um die drei Prozent bei zehnjährigen Bundesanleihen konstatieren: Der Abwärtstrend der Renditen in Deutschland dürfte zu einem Ende gekommen sein. Es wäre aber illusorisch zu erwarten, dass wir eine Bandbreite von sechs bis neun Prozent bei den Renditen von zehnjährigen Bundesanleihen,

die während des Großteils der 80er- und 90er-Jahre galt, noch einmal erreichen könnten. Vielmehr dürfte sich die Bandbreite auf 2,0 bis 5,5 Prozent in den nächsten zehn bis 20 Jahren verschieben, wobei aus heutiger Sicht zeitlich wohl die Bandbreite zwischen drei und vier Prozent dominieren wird.

Insgesamt dürften wir aber auch längerfristig in einem Niedrigzinsumfeld für vergleichsweise sichere Staatsanleihen wie Bundesanleihen bleiben. Das heißt: Der Investor muss seine Ertragserwartungen dauerhaft nach unten anpassen oder aber bereit sein, zusätzliche Risiken jenseits der Staatsanleihen einzugehen.

Die Fähigkeit der Politik, gegenzusteuern, ist limitiert

Da die Nachwirkungen der letzten Krise noch nicht vollständig verarbeitet sind, wird sich eine positive respektive negative Konjunkturerwicklung auch als positiver bzw. negativer Verstärker auf unvollständig abgearbeitete Kapitalmarktprobleme auswirken. Die Fähigkeit der Politik, an diesen Stellen gegenzusteuern, ist limitiert, sodass die kurzfristigen Marktausschläge eher stärker werden dürften.

Zudem zeigt die aktuelle Eurokrise, dass es die absolut „sichere“ Anlage nicht mehr gibt. Langfristig gibt es wohl drei Lösungsmöglichkeiten für die Eurokrise. Die präferierte Lösung ist eine Kombination von Reformen, Sparen, Privatisierung und Rückgewinnen von Wachstumskräften in den Empfängerländern. Wenn diese scheitert, bleibt entweder der Weg in die Transferunion oder das tatsächliche Scheitern eines oder mehrerer Mitgliedsländer.

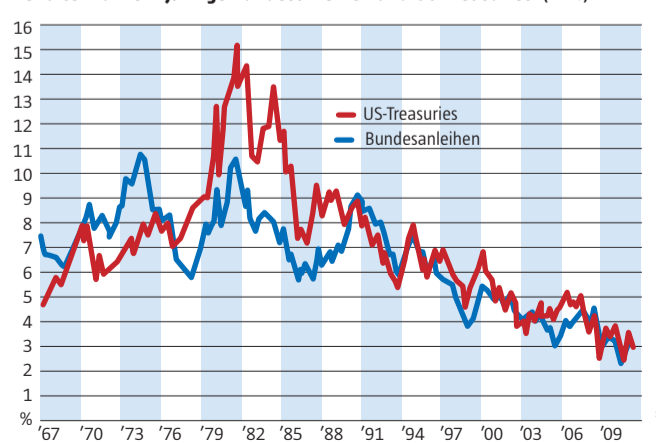
Die Auswirkungen auf deutsche Renditen wären diametral entgegengesetzt. Während eine Verschärfung der Krise zu weiter sinkenden Renditen und dem Betonen des „Safe-Haven-Status“ führen würde, führte der Weg in die Transferunion wohl mittelfristig zu fallenden Kursen und steigenden Renditen für Bundesanleihen.

Für den Kapitalanleger empfiehlt sich das Festhalten an alten Weisheiten: die Diversifikation von Anlagen. Das Nehmen unterschiedlicher Risiken bleibt auch in Zukunft der einzige Weg, um sich gegen unerwartete Entwicklungen abzusichern.

Hohe Renditen adieu

In den 80ern konnten Anleger mit Staatsanleihen der USA und Deutschlands noch stolze Renditen einfahren. Seit Anfang der 80er sinken die Zinsen auch aufgrund der stabilitätsorientierten Geldpolitik der Fed sowie sinkender Öl- und Rohstoffpreise. Mit beidem wird in der nahen Zukunft nicht mehr zu rechnen sein. Allerdings werden weiter fortschreitende Globalisierung und Deregulierung inflations- und zinsbegrenzend wirken, genauso wie die Sparbemühungen öffentlicher Haushalte und der immer stärkere demografische Einfluss.

Renditen für zehnjährige Bundesanleihen und US-Treasuries (in %)



Quelle: MEAG