



Ende der niedrigen Zinsen?

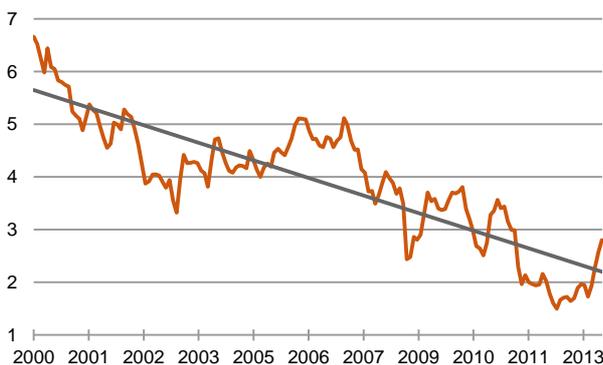
Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Die amerikanischen Bond-Zinsen sind zuletzt so schnell und so stark gestiegen wie noch nie in diesem Jahrhundert.**
- **Die Reaktion der Märkte auf das Tapering ist aus meiner Sicht überzogen.**
- **Die durch das Tapering noch schwieriger gewordene Situation in den Schwellen- und Entwicklungsländern kann leicht auf die Industrieländer abstrahlen.**

In den letzten 13 Monaten sind die Renditen der 10-jährigen US-Treasuries um 1,5 Prozentpunkte auf 2,8 % gestiegen. Eine so starke Zunahme in so kurzer Zeit hat es in Amerika in diesem Jahrhundert noch nicht gegeben (siehe Grafik). Besonders deutlich war die Bewegung in den letzten drei Monaten seit der Bekanntgabe, dass die Federal Reserve ihre Wertpapierkäufe im Rahmen des Quantitative-Easing-Programms zurückführen wird ("Tapering"). Kann sich der Zinsanstieg noch weiter fortsetzen? Ist das das Ende der niedrigen Zinsen?

Trend zu niedrigen Zinsen gebrochen

Rendite 10-jähriger US-Treasuries in %



Quelle: Riksbank

Fundamental sieht es klar nach höheren Zinsen aus. Fünf Jahre nach der Lehman-Pleite ist die Wirtschafts- und Finanzkrise in den USA vorbei. Die Konjunktur läuft wieder. Die Notenbank verabschiedet sich von der ultralockeren Geldpolitik. Sie wird im nächsten oder übernächsten Jahr auch die Leitzinsen erhöhen. Der Aktien-

markt reagiert auf die Entwicklung der Bond-Preise zwar ab und zu etwas nervös, insgesamt sind die Kurse seit Mai aber nicht gefallen. Der Markt sieht die Zinserhöhung also nicht als bedrohlich an. Nach den üblichen Modellen gehören zu einer solchen Wirtschaft Treasury-Renditen von 4,0 % bis 4,5 %.

Das muss aber nicht sofort erreicht werden, sondern vielleicht nach zwei bis drei Jahren. Das was sich am Markt derzeit vollzieht, halte ich für überzogen. Vor allem die Reaktion auf die Ankündigung des Tapering der US-Wertpapierkäufe war zu stark. Ich rechne daher damit, dass sich entweder der Markt aus sich selbst heraus beruhigt oder dass die Federal Reserve einen Rückzieher beim Tapering macht.

Die Gründe: Erstens ist die US-Wirtschaft noch nicht so gefestigt, dass sie eine zu schnelle Zinserhöhung so einfach verkraftet. Die höheren Hypothekenzinsen belasten den Häusermarkt und gefährden die Erholung, die dort im Gange ist. Das könnte auch für den Rest der Wirtschaft einen gefährlichen Rückschlag bedeuten. Die Tatsache, dass die Federal Reserve ihre eigenen Zinsen noch nicht erhöht, zeigt, dass auch sie dem Frieden noch nicht traut. Es besteht im Übrigen auch keine Notwendigkeit, die Normalisierung der Geldpolitik besonders schnell zu vollziehen. Die Inflationsrate bewegt sich nach wie vor in einem Bereich, der nicht besorgniserregend ist (2 %).

Zweitens und noch wichtiger: Die Amerikaner sind nicht allein in der Welt. Den größten Schaden hat die Ankündigung des Tapering bisher nicht in den USA angerichtet sondern in den Entwicklungs- und Schwellenländern. Dort wird im Augenblick massiv Geld abgezogen. Die Wechselkurse werten sich ab. Die Geldentwertung steigt. Die Zinsen müssen erhöht werden. Es werden Kapitalverkehrskontrollen eingeführt.

Das ist eine explosive Situation. Wenn Investoren Angst haben, dass sie wegen Kapitalverkehrskontrollen nicht mehr an ihr Geld kommen und in Panik geraten, kann es leicht zu einer neuen Krise kommen. Die Situation ähnelt stark der vor der Asienkrise 1997. Jetzt kommt auch noch die angespannte Situation in Syrien dazu. Natürlich haben die Verantwortlichen aus der damaligen Situation gelernt. Sie werden die gleichen Fehler nicht noch einmal machen. Zudem haben sie heute größere Währungsreserven, mit denen sie ihre Devisen verteidigen



können. Die Bindung an den US-Dollar ist nicht mehr so stark.

Andererseits sind die betroffenen Länder auch realwirtschaftlich verletzbar. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum geht zurück. In der Euphorie der letzten Jahre sind notwendige Reformen liegen geblieben. Das reicht von öffentlichen Defiziten und Fehlbeträgen in der Leistungsbilanz über eine ineffiziente Verwaltung, unzureichende Infrastruktur bis zu einer unzufriedenen Bevölkerung, die mehr Teilhabe am Wachstum der Wirtschaft verlangt.

Zwar ist die amerikanische Notenbank in erster Linie den Interessen der Vereinigten Staaten verpflichtet. Aber sie kann die Risiken im Rest der Welt nicht übersehen. Wenn die Zinsen am Bond-Markt weiter steigen und/oder sich die Situation in den Emerging Markets verschlechtert, wird die Notenbank ihre Politik des Tapering überdenken müssen.

Sie wird dazu auch von den anderen Industrieländern gedrängt werden. Japan, Großbritannien und der Euroraum sind bei der Überwindung der Krise noch bei Weitem nicht so weit wie die USA. An sich müssten sich diese Regionen in einem System flexibler Wechselkurse von der Zinserhöhung in den USA abkoppeln können.

Der Dollar müsste steigen, die anderen Währungen sich abwerten. Der Wechselkursmechanismus funktioniert derzeit aber nicht.

Im Euroraum sind die Bond-Renditen zwar nicht so stark wie in den USA gestiegen, aber immerhin doch in einem Maße, das nicht in die Landschaft passt. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen hat sich seit gut einem Jahr um etwas mehr als einen halben Prozentpunkt erhöht. Erfreulich war nur, dass die langfristigen Zinsen der Peripheriestaaten in Südeuropa nicht entsprechend nach oben gegangen sind. Die Spreads haben sich verringert.

Für den Anleger

Der Tiefpunkt der Zinsen liegt hinter uns. Ich rechne aber nicht damit, dass sich der Anstieg der Zinsen der letzten Wochen so fortsetzen wird. In den USA könnte es einen Rückschlag geben, in Europa eher einen Stillstand. Das würde auch die schwierige Situation in den Schwellen- und Entwicklungsländern entlasten. Bisher haben die Aktienmärkte auf die Lage in den Emerging Markets überraschend gelassen reagiert. Das muss aber nicht so bleiben. In der Asienkrise 1997 ist der DAX in zwei Monaten um 16 % eingebrochen.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Theresienhöhe 13 a, D-80339 München

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 Investitionsentscheidung 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.