

## Blutbad am Bondmarkt?

22. März 2017

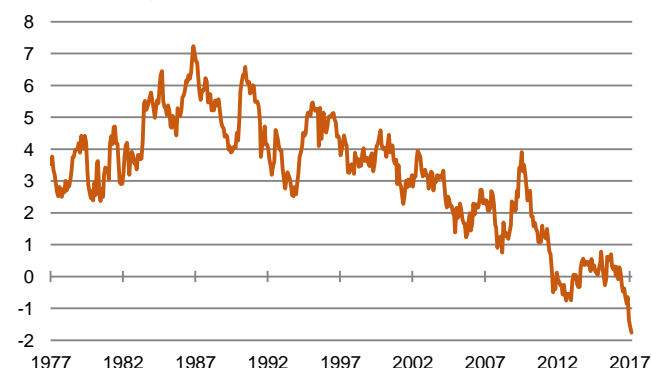
- Die Zinsen am europäischen Kapitalmarkt sind auch nach dem jüngsten Anstieg immer noch zu niedrig.
- Nach den gängigen Modellen der Volkswirtschaft müssten sie in diesem Jahr noch um 1,5 Prozentpunkte nach oben gehen.
- Eine solche Entwicklung kann sich allmählich ergeben, sie kann aber auch abrupt passieren mit entsprechenden Turbulenzen an den Märkten.

Die Renditen am europäischen Kapitalmarkt sind zuletzt kräftig gestiegen. Zu Jahresbeginn lagen sie noch bei 0,17 % für 10-jährige Bundesanleihen. Inzwischen sind sie mit 0,47 % mehr als doppelt so groß. Das hängt natürlich mit dem veränderten gesamtwirtschaftlichen Umfeld zusammen. Die Konjunktur zieht an. Die Inflation hat sich auf 2 % erhöht. Die Amerikaner haben die Leitzinsen angehoben. Auch in der Europäischen Zentralbank wird über eine Abkehr von der ultralockeren Geldpolitik diskutiert.

Damit ist der erste Schritt aus der schrecklichen Welt der Nullzinsen getan. Die Sparer bekommen für Bankeinlagen zwar immer noch keine vernünftigen Erträge. Aber wenigstens am Kapitalmarkt bewegt sich etwas. Wird das so weitergehen? Und wenn ja, auf welche Niveaus der Kapitalmarktrenditen muss man sich einstellen?

Dass die Renditen weiter steigen, steht außer Frage. Die Realzinsen, das heißt die Nominalzinsen abzüglich der Preissteigerung, liegen im Euroraum derzeit bei minus 1,5 %. So niedrig waren sie noch nie seit Beginn der Währungsunion. Auch in der Zeit der D-Mark gab es nie so niedrige Realzinsen (siehe Grafik). Die Inflation ist den Zinsen weit davon gelaufen. Das kann so nicht bleiben.

**REALZINS IN DEUTSCHLAND**  
Nominalzins abzgl. Inflation in %



Quelle: Bundesbank, Daten von Januar 1977 – Februar 2017

Auch wenn man die Zinsen im internationalen Vergleich sieht, stimmen die Relationen nicht. Die Differenz zwischen den amerikanischen und den deutschen Renditen für Papie-

re mit 10-jähriger Laufzeit ist mit mehr als 2 Prozentpunkten so hoch wie noch nie in den letzten zwanzig Jahren. Normal sind Zinsdifferenzen zwischen einem halben bis einem Prozentpunkt. Auch hier besteht Anpassungsbedarf.

---

»Im nächsten Jahr ist noch einmal ein Schub nach oben zu erwarten, wenn die EZB ihre Wertpapierkäufe zurückführt.«

---

Hinzu kommt, dass die Geldpolitik im Fluss ist. Die Amerikaner haben angekündigt, dass sie in diesem Jahr noch mindestens zwei Mal die Zinsen erhöhen wollen. Die EZB will die Leitzinsen zwar noch für eine "beträchtliche Zeit" auf dem gegenwärtigen Niveau halten. Aber wenn man in den Statements von Präsident Draghi zwischen den Zeilen liest, kann man nicht mehr so sicher sein, dass alles so bleibt wie es ist.

Auch in der Finanzpolitik wird sich etwas verändern. Es fehlt an Infrastrukturinvestitionen. Die Verteidigungsausgaben müssen auf Druck der Amerikaner erhöht werden. In Deutschland wird – der Wahlkampf lässt grüßen – auch über Steuererleichterungen geredet. Frankreich und Italien drängen schon lange auf höhere Budgetdefizite. Es würde mich wundern, wenn die finanzpolitische Konsolidierungspolitik unter diesen Umständen so fortgesetzt würde. Der Staat wird stärker als Schuldner auf dem Kapitalmarkt auftauchen.

Schließlich werden die Unternehmen mehr Mittel aufnehmen, wenn es bei besserer Konjunktur wieder mehr rentable Investitionsprojekte gibt. Das bedeutet bei unveränderter Ersparnis der privaten Haushalte, dass die Renditen anziehen müssen.

Wie hoch können sie steigen? In der Wirtschaftstheorie gibt es hierzu eine einfache Faustformel. Danach müssten die Zinsen langfristig und im Durchschnitt der Zunahme des nominalen Bruttoinlandsprodukts entsprechen (reales Wachstum plus Preissteigerung). Der Zusammenhang ist zwar

## Blutbad am Bondmarkt?

22. März 2017

nicht perfekt. Es gab immer wieder Zeiten, in denen es größere oder kleinere Abweichungen gab. Sie waren aber immer nur vorübergehend. Seit 1980 ist die Korrelation zwischen den beiden Kurven besonders eng. Sie beläuft sich auf 0,71 (1 ist eine vollkommene Korrelation, 0 ist, wenn es keinen Zusammenhang gibt). In Europa dürften die Verhältnisse nicht viel anders sein.

Wenn man dieses Modell zugrunde legt, dann ergibt sich für die Zinsen in Europa im Durchschnitt des Jahres am Kapitalmarkt ein Wert von 3,5 %: Das gesamtwirtschaftliche Wachstum dürfte sich in diesem Jahr auf rund 1,7 % belaufen, die Preissteigerung dürfte nach den Schätzungen der EZB etwa gleich hoch liegen. Freilich muss man hier noch ein paar Korrekturen anbringen. Das wichtigste sind die Wertpapierkäufe der EZB, die in diesem Jahr mit hoher Wahrscheinlichkeit noch andauern werden. Sie haben den Zins bisher um rund einen Prozentpunkt gesenkt und werden das auch in Zukunft tun.

Darüber hinaus muss man berücksichtigen, dass die Leitzinsen der EZB nach wie vor sehr niedrig sind. Das zieht die Langfristzinsen nach unten. Andererseits sind die US-Zinsen sehr hoch. Sie bewirken für sich genommen höhere Zinsen in Europa. Insgesamt gehe ich davon aus, dass ein normales Zinsniveau für 10-jährige Bundesanleihen unter

den gegebenen Bedingungen etwa in der Größenordnung von 2 % liegt. Das sind rund 1,5 Prozentpunkte mehr als heute. Im nächsten Jahr ist noch einmal ein Schub nach oben zu erwarten, wenn die EZB ihre Wertpapierkäufe zurückführt. In den USA, wo das Quantitative Easing schon lange beendet ist, müssten die Zinsen in 2017 bis auf 4 % steigen.

## Für den Anleger

Das wird eine schwierige Zeit für Bondinvestoren. Die Kapitalmarktzinsen werden kräftig anziehen. Das kann sich allmählich vollziehen. Es kann aber auch abrupt geschehen. In den USA sind die Renditen 2013 in wenigen Wochen um mehr als 100 Basispunkte gestiegen. Das war das sogenannte "Taper Tantrum". So etwas wird die EZB angesichts der fragilen Lage im Euro mit allen Mitteln zu verhindern suchen. Wer in diesem Jahr Geld in festverzinsliche Wertpapiere anlegen will, wird sich vor allem bei höherverzinslichen Unternehmensanleihen und Anleihen in Schwellenländern umschauen müssen. Wenn die Zinsen stärker nach oben gehen, lässt das sicher auch den Aktienmarkt nicht kalt.

**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. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. 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. Die vorstehenden Informationen richten sich 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- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. 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 US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments 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 Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche 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 Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater 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. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.