

ESSAY | ANLEIHERENDITEN

# Das große Zinsrätsel

Rund um den Globus haben die Notenbankler der Länder mit wichtigen Währungen an den Zinsschrauben gedreht, die Renditen sind auf **Rekordtief**. Doch das sind sie weniger wegen einer Krise, meint Gastautor Thomas Grüner. Das Nachsehen haben vor allem vermögende Anleger

Die rekordtiefen Renditen der Anleihen geben den Marktteilnehmern weltweit Rätsel auf. Kaum jemand kann sich die extrem tiefen Zinssätze erklären. Und deshalb gibt es auch keine vernünftigen Prognosen zur Zukunft der Zinsentwicklung. Es werden wilde Verschwörungstheorien diskutiert und in der Mehrheit der Kommentare wird das historisch tiefe Rekordniveau als Krisenindikator fehlinterpretiert.

Die Finanz- und Immobilienkrise 2008 hat den globalen Zinsrutsch ausgelöst. Notenbanken und Regierungen reagierten mit Hilfsmaßnahmen, insbesondere mit der Zufuhr von billigem Geld. Die Krise der südeuropäischen Staaten zuzüglich Irlands (PIIGS) hat diese Entwicklung beschleunigt. Der Euro ist abgestürzt und hat sich ebenso rasant wieder erholt. Parallel zu dieser Entwicklung setzte eine Flucht in Anleihen der „Hartwährungsländer“ – allen voran Deutschland (und auch die USA) – ein. Die Renditen der deutschen Bundeswertpapiere sind auf neue Rekordtiefs gefallen. Die Umlaufrendite hat mit 1,85 Prozent ein – noch am Jahresanfang für nahezu unmöglich gehaltenes – Rekordtief erreicht. Im Sog der deutschen Zinssätze sind die Spreads zu den „schwächeren Staaten“ zwar deutlich angestiegen, das nominale Zinsniveau ist aber in fast allen Ländern im Vergleich zum Zeitraum vor Ausbruch der Finanzkrise deutlich gefallen.

## Grundsatz von Angebot und Nachfrage wird übersehen

Bei Analysen und Prognosen wird der wichtigste Faktor oft übersehen: Kurse an den Finanzmärkten werden immer und ausschließlich durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Die subjektive Einschätzung des Analysten beurteilt meist alle möglichen Faktoren, lässt jedoch den Grundsatz von Angebot und Nachfrage außer Acht. Hier liegt aber die Lösung des Zinsrätsels verborgen. Viele übersehene Faktoren wirken in dieselbe Richtung und werden das Zinsniveau eher länger tief halten als von vielen Experten derzeit erwartet.

Wenn ich mit Kollegen aus dem Finanzsektor spreche, fragen sie sich immer wieder, „wer die langfristigen Anleihen auf rekordtiefem Renditeniveau überhaupt kauft“.

Kaum ein Anleger, Analyst, Journalist, Banker oder Vermögensverwalter hält das derzeitige Kursniveau für attraktiv. Einhellig wird vor den Gefahren eines deutlichen Zinsanstiegs gewarnt. Renditen im zehnjährigen Bereich von knapp über zwei Prozent bei den Bundesanleihen sorgen für ungläubiges Kopfschütteln. Man versteht nicht, was eigentlich vor sich geht.

## Verstärkte Nachfrage nach niedrig verzinsten Langläufern

Bei institutionellen Anlegern wie Pensionsfonds, Stiftungen oder Vermögensverwaltern, die ihren Anlegern laufende Erträge in einer bestimmten, vorher festgelegten Höhe erwirtschaften müssen, stellt sich aber die Frage nach der absoluten Höhe der Zinssätze gar nicht. Alternativen müssen her. Wenn eine Versicherung eine staatlich garantierte Mindestverzinsung einfahren muss, kommt hier die simple Finanzmathematik zum Tragen: Es muss ein Durchschnittszinssatz aller Anlagen und Laufzeiten erzielt werden, der über dem Garantiezins liegt. Das führt zu einer verstärkten Nachfrage nach niedrig verzinslichen Langläufern.

Als Beispiel: Ein Pensionsfonds möchte ein Anleihedepot im festverzinslichen Bereich mit Laufzeiten von zwei, fünf und zehn Jahren strukturieren. Als Mindestrendite auf das Gesamtvolumen sind zwei Prozent per anno als Vorgabe zu erzielen. Da jedoch die Zinssätze der zwei- und fünfjährigen Anleihen derzeit deutlich unter zwei Prozent notieren, ist eine starke Beimischung langfristiger, mindestens zehnjähriger Anleihen unbedingt erforderlich. Eine vordergründig



**Thomas Grüner**  
Geschäftsführer  
Grüner Fisher  
Investments GmbH

Thomas Grüner ist Firmengründer und Geschäftsführer der Vermögensverwaltung Grüner Fisher Investments GmbH mit Sitz im pfälzischen Rodenbach bei Kaiserslautern. Seine treffsicheren und oft dem Marktkonsens entgegenstehenden Prognosen sorgten bereits für großes Aufsehen. Sein jüngstes Buch, „Die acht größten Fallen für Geldanleger – und wie man sie vermeidet“, ist im Dezember 2009 erschienen.

paradoxe Situation entsteht: Je tiefer das langfristige Zinsniveau fällt, desto höher muss der Anteil an langfristigen Anleihen im Depot gewählt werden, um die angestrebte Gesamtverzinsung überhaupt erreichen zu können. In der Volkswirtschaftslehre ist diese „Ausbebelung“ des normalen Verhältnisses von Angebot und Nachfrage auch als „Giffen-Paradoxon“ bekannt: Trotz hoher – und ständig weiter steigender Preise der zehnjährigen Anleihen wird die Nachfrage in diesem Beispiel mit steigenden Preisen immer höher.

## Notenbankler sind klüger, als man ihnen gern unterstellt

Bei einer angenommenen Rendite von nur noch zwei Prozent per anno der zehnjährigen Anleihen dürfte der im Beispiel angenommene Pensionsfonds nur noch die zehnjährigen Anleihen – zu 100 Prozent – ins Depot aufnehmen, um seinen Garantiezins erreichen zu können. Die eigene Einschätzung des Fondsmanagers zur weiteren Zinsentwicklung spielt dabei nur eine untergeordnete Rolle. Der finanzmathematische Zwang, die Vorgaben einzuhalten gibt die Richtung vor.

Notenbankler sind klüger, als man ihnen gern in Kommentaren unterstellt. Sie kennen dieses „Giffen-Paradoxon“ und nutzen es gezielt. Sie kaufen langfristige Anleihen und initiieren diesen Effekt. Die tiefen Zinssätze verstärken die Nachfrage zusätzlich. Um eine bestimmte Mindestverzinsung zu erreichen, muss auf immer längerfristige Anleihen zurückgegriffen werden. Die Nachfrage nach den 30-jährigen Anleihen nimmt weltweit verstärkt zu.

Im Zuge der Finanzkrise wird über die Einführung einer neuen Vermögensteuer diskutiert. Die „Reichen“ sollen an den Lasten der Krise spürbar beteiligt werden. Das werden sie aber längst durch den beschriebenen Zinseffekt, denn bisher profitierten vor allem sie von hohen laufenden Erträgen ihrer festverzinslichen Wertpapiere. Der globale Zinsrutsch wirkt nun drastischer als die Einführung einer Vermögensteuer. Heute erhält ein „Reicher“ nur noch weniger als halb so hohe festverzinsliche Erträge als im Herbst 2008.

Dies entspricht im Effekt einer „Sondersteuer“ in Höhe von rund 50 Prozent – zusätzlich zur jetzt auch anfallenden Steuerbelastung. Im Gegenzug profitieren alle, die derzeit Darlehen aufnehmen, von den niedrigen Zinssätzen. Hohe Zinsen lassen die Schere zwischen „Armen und Reichen“ größer werden, niedrige Zinssätze bremsen diese „Umverteilung“ aus.

## Aktienmärkte werden von den Umschichtungen profitieren

Laufende Erträge in einer vernünftigen Höhe können in den globalen Renten- und Anleihemärkten allein nicht mehr erzielt werden. Vor allem die attraktiv bewerteten Aktienmärkte werden in den kommenden Monaten und Jahren von den zu erwartenden Umschichtungen profitieren. Die langfristigen Zinssätze werden auf absehbare Zeit recht tief bleiben. Die Notenbanken und Regierungen rund um den Globus nutzen diese Situation gezielt aus. Die Banken- und Finanzkrise sorgt daher in einem Sekundäreffekt dafür, dass die von der Krise nicht betroffenen Staaten, allen voran die Schwellenländer, Unternehmen, Anleger und Kreditnehmer mit guter Bonität von den extrem tiefen Zinssätzen profitieren, die sie eigentlich gar nicht benötigen.

Die derzeitigen langfristigen Minizinssätze sichern sich heute viele Marktteilnehmer langfristig. Die positiven Effekte werden daher noch über viele Jahre hinaus zu spüren sein. Den Industriestaaten fällt es erheblich leichter, ihre gestiegene Verschuldung zu refinanzieren. Die vielfältigen, positiven Auswirkungen dieser historisch bisher einmaligen und komplexen Konstellation werden massiv unterschätzt. Das dürfte die Aktienkurse im kommenden Jahr treiben.

## Zwang zu Langläufern

Vermögensverwalter, Assekuranten, aber auch Privatanleger, die sich einem „Garantiezins“ für ihr Anleiheportfolio verschrieben haben, bleibt derzeit wenig Wahl, welche Papiere ins Depot müssen: Je geringer das Zinsniveau, desto größer muss der Anteil an langfristigen Anleihen sein. Ein Ausweg wären Anleihen, deren Rendite wegen der schlechten Bonität deutlich höher liegt. Allerdings sind derzeit kurzlaufende Papiere von Staaten wie Irland oder Griechenland so gefragt, dass deren Renditen eigentlich kaum attraktiv sind.

Depotaufteilung der Szenarien (Giffen-Paradoxon) (in %)

