

## Marktkommentar - Das Ende einer Ära?

Mehr als 30 Jahre lang kannte die Entwicklung der Zinssätze nur eine Richtung: abwärts! Seit wenigen Wochen zeigt sich jedoch an den Kapitalmärkten eine dramatische Veränderung. Die Zinssätze beginnen wieder zu steigen und dieser Trend hat langfristigen Anleihen und gelisteten Immobilienwerten bereits Wertverluste in einer Größenordnung von 10-15% zugefügt.

Erleben wir nun eine strukturelle Trendwende in der globalen Zinslandschaft?

Im ersten Schritt sollte man die zwei elementaren Treiber eines Zinssatzes segregieren. In der Regel sprechen wir im Alltag von sogenannten nominalen Zinssätzen, welche durch Abzug der Inflationsrate folglich reale Zinssätze ergeben. Reale Zinssätze spiegeln in der Volkswirtschaft die Erwartungshaltung der Kreditgeber wider, welche Vergütung für aktuellen Konsumverzicht einfordert und welcher später im Gegenzug in höherem Konsum inklusive Zinseinnahmen ausgeübt werden kann. Die Inflationserwartung hingegen spiegelt die Entwertung der Kaufkraft in der Zwischenzeit wider und muss für künftigen Konsum ebenfalls zusätzlich erhoben werden. Theoretisch müssten dann noch die steuerlichen Abzüge addiert werden.

Nehmen wir nun als Beispiel sogenannte „Ausfallrisikolose“ 10-jährige deutsche Staatsanleihen. Aktuell liegt deren Zinssatz um die 0,35% p.a. Die Inflationsrate im November 2016 lag für Deutschland bei 0,8% und wird augenblicklich für die nächsten Jahre noch höher erwartet. Folglich muss man annehmen, dass derzeit die Geldgeber für die deutsche Staatsverschuldung davon ausgehen, dass sie künftig weniger für den eigenen Konsum zur Verfügung haben (-0,45% p.a.) und dafür auch noch Jahre warten werden! Im ökonomischen Sinne ein doppelter Widerspruch. Diese Situation ist langfristig nicht haltbar. Über kurz oder lang werden die Zinsen wieder steigen müssen.

Inzwischen haben sich jedoch alle Marktteilnehmer an die niedrigen Zinsen gewöhnt und kaum einer erwartet wirklich steigende Zinsen. Wenn zu viele das Gleiche erwarten, kann es dann überhaupt noch eintreten?

Für den Moment haben uns die Zentralbanken diese Niedrigzinslandschaft künstlich aufgezwungen. So wurden jahrelang vielfältige Programme aufgelegt, durch welche den Märkten massiv Liquidität zugefügt und Zinssätze teilweise in negative Bereiche getrieben wurden, z.B. der Euro Refinanzierungszinssatz für Banken in Höhe von -0,4%.

Allerdings erfolgen nun erste Anzeichen einer Umkehr. Die Europäische Zentralbank wird ab April 2017 das Anleihekaufprogramm von EUR 80 Mrd. auf EUR 60 Mrd. reduzieren. Und die Federal Reserve steht augenblicklich vor ihrer zweiten Zinserhöhung. Zumindest hat der Kapitalmarkt diesen Schritt bereits eingepreist.

Die fiskalpolitischen Pläne des künftigen US Präsidenten Trump haben dazu geführt, dass die Kreditgeber der US Staatsanleihen sprunghaft höhere Zinsen einfordern. Viele gehen nun von höheren Inflationsraten sowie einer Verschlechterung der Kreditfähigkeit des Staates aus. Wenn die bedeutendsten Staatsanleihen der Welt höhere Zinsen zahlen (müssen), so hat das entsprechende Folgewirkungen.

Globale Anleihe-Investoren, z.B. Fonds, vergleichen beispielsweise deutsche und US Staatsanleihen und kommen zu dem Entschluss, vermehrt zu höheren Zinsen in den USA umzuschichten. Dadurch verkaufen sie deutsche Staatsanleihen und bringen die Kurse etwas zum Fallen. Im Umkehrschluss steigen die Zinsen der deutschen Staatsanleihen und dienen als Referenz für viele andere deutsche Anleihen. Ebenso fällt der Euro gegenüber dem Dollar, da die Gelder den Euro „verkaufen“ und den Dollar „kaufen“. Einfaches Spiel aus Angebot und Nachfrage. Durch diese globalen Geldströme transportieren sich schnell Ereignisse nach Deutschland und untermauern eine indirekte Abhängigkeit von Geschehnissen in den USA.

Besonders prekär dabei ist gar nicht so sehr die absolute Veränderung in den Zinssätzen, z.B. von 0,5% auf 1,0%. Vielmehr spielt die relative Veränderung eine gewichtige Rolle, d.h. 100% Steigerung im gleichen Beispiel. Diese spezielle Sensibilisierung hat enorme Auswirkungen auf die Bewertung von Vermögenswerten, insbesondere bei risikoärmeren Anlageformen wie Anleihen und Immobilien aber auch in geringerem Maße bei Aktien. Sämtliche Vermögenswerte, die laufende Erträge wie Zinsen, Mieten, oder Gewinne erzielen oder für welche ein Verkauf in Zukunft ansteht, unterliegen bei der Bewertung einem Abzinsungsfaktor. Und genau dieser beruht auf den vorherrschenden Zinsen. Wenn nun die Zinsen steigen, so werden künftige Erträge und Erlöse auf heute zurückgerechnet weniger wert. In dem Beispiel der 10-jährigen deutschen Staatsanleihe würden bei einem Zinsanstieg von 0,35% auf 1,0% die Kurse um 7,2% fallen. Bei einem Zinsanstieg auf 2,0% um 15,9% und bei einem Anstieg auf 3,0% um satte 23,7%! Nicht gerade so eine sichere Anlage wie man denkt. Liegt ein Verkauf in weiter Ferne, umso empfindlicher wird der Bewertungsabschlag bei einer Zinserhöhung. Werden jedoch schon kurzfristig hohe Erträge eingenommen, z.B. in Form von Dividenden oder Gewinnen, so kann der Zinseffekt abgeschwächt werden.

Als Fazit möchte ich festhalten: die größte Gefahr für unsere finanziellen Vermögenswerte lauert in der Normalisierung der Zinsen. Die Realzinsen liegen ökonomisch unhaltbar tief und die Inflationsraten befinden sich unter dem historischen Durchschnitt. Es bleibt eine Frage der Zeit...und es gibt Lösungen sich darauf einzustellen.

Martin Hofberger  
Managing Partner von Barius Capital