

ECKHARD SAUREN

DIE ZINSFALLE

DIE NEUE BEDROHUNG FÜR KONSERVATIVE
ANLEGER – GEFAHREN FÜR DAS PORTFOLIO
ERKENNEN UND VERMEIDEN

FBV

© des Titels »Die Zinsfalle« von Eckhard Sauren (ISBN 978-3-89879-898-3)
2015 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

VORWORT

Negative Zinsen waren für fast alle Anleger und Berater undenkbar. Mittlerweile sind sie Realität geworden und die meisten Anleger sind indirekt, über Produkte, in die sie investieren, bereits von Negativzinsen betroffen. Das Zinstief wirkt sich nicht nur auf Bankeinlagen, sondern auf viele andere Anlageklassen aus. Gut möglich, dass weitere Themen und Probleme folgen, die heute noch unvorstellbar sind. Am besten beschäftigen Sie sich jetzt mit der Zinsfalle und den möglichen Folgen, bevor sie Realität werden.

Wir beschäftigen uns nicht nur intensiv mit den erfolgversprechendsten Fondsmanagern, sondern insbesondere auch mit den Marktrahmenbedingungen, unter denen diese Fondsmanager agieren, um attraktive Erträge zu erzielen. Ein Großteil der konservativen Anlagestrategien, insbesondere mit Schwerpunkt im Rentenbereich, hatte in den letzten Jahrzehnten massiven Rückenwind durch die Märkte mit immer weiter rückläufigen Zinsen. Dadurch konnten hervorragende Ergebnisse erzielt werden. Unter den aktuellen Rahmenbedingungen haben sich die Möglichkeiten, zukünftig attraktive Erträge zu erzielen, deutlich erschwert und bei vielen Strategien im Rentenbereich ist keine attraktive Ertrags-Risiko-Konstellation mehr gegeben.

Je intensiver wir uns mit den rückläufigen Zinsen auseinandersetzen, desto klarer wurde uns, dass ein Großteil der Anleger nicht sinnvoll für die Zukunft aufgestellt ist und in der Zinsfalle steckt.

Die erste Auflage dieses Buches stieß auf eine enorme Resonanz bei Anlegern, Beratern und Medien. Die Reaktionen bestätigten uns darin, dass die meisten Anleger und auch Berater ihre Portfolios auf Basis guter Vergangenheitsergebnisse aufgebaut haben, die massiv von den rückläufigen Zinsen getragen wurden. Es gibt jedoch nach unserer Beobachtung nur eine geringe Anzahl von Portfolios, die entsprechend den aktuellen Markt-

rahmenbedingungen, basierend auf realistischen künftigen Ertragserwartungen, ausgerichtet sind.

Anhand konservativer Beispielrechnungen – die sich in diesem Buch wiederfinden – belegen wir, dass die Ertrags-Risiko-Konstellation vieler indexorientierter Rentenstrategien und Unternehmensanleihen-Fonds mittlerweile äußerst unattraktiv ist. Unabhängig von einer Prognose über die weitere Zinsentwicklung gehören die hohen Renditen an den Rentenmärkten der Vergangenheit an, die Risiken schmerzlicher Kursverluste nehmen zu. Gleichwohl sind hier Milliardenbeträge investiert und nach wie vor fließen viele Anlagegelder in diesen Bereich hinein.

Damit Sie die Chancen, insbesondere aber auch die Risiken der Rentenmärkte einschätzen können, haben wir in diesem Buch die Funktionsweise der Rentenmärkte detaillierter erläutert. Wir zeigen auf, dass auch konservative Mischfonds und vermögensverwaltende Fonds, die in jüngster Vergangenheit viele Anlegergelder gewinnen konnten und in den Topsellerlisten weit oben zu finden sind, von den rückläufigen Zinsen profitiert haben. In diesem Buch arbeiten wir heraus, warum auch diese Lieblinge der Anleger und Berater in der Zinsfalle stecken, und muntern dazu auf, die positiven Vergangenheitsergebnisse einmal kritisch im Hinblick auf die Zukunftsperspektiven zu hinterfragen. Anhand von einfachen Beispielrechnungen können wir zeigen, dass eine Fortschreibung der bisherigen Entwicklung dieser Fonds alleine aufgrund der geänderten Ausgangsbedingungen äußerst unwahrscheinlich ist.

Unserer Einschätzung nach sind die meisten Anleger nicht auf ein Umfeld mit langfristig niedrigen Zinsen oder gar potenziellen Zinsanstiegen vorbereitet. Das Erstaunliche daran ist, dass selbst die eher aufgeklärten Anleger im Investmentfondsbereich in der Zinsfalle stecken und sich weder intensiv genug mit dem Thema auseinandergesetzt haben, noch auf die Zukunft vorbereitet sind.

In der Zinsfalle stecken aber nicht nur Anleger, die direkt oder über rentenorientierte Investmentfondsstrategien in Anleihen investieren, sondern auch die Anleger, die ihr Geld einer Lebens- oder Rentenversicherung anvertraut haben.

Dieses Buch zeigt, warum große Teile der deutschen Altersvorsorge und der deutschen Lebensversicherungen in der Zinsfalle stecken und warum mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit die Ertragserwartungen der Anleger enttäuscht werden. Bei einigen Lebensversicherungen besteht sogar die Gefahr, dass sie ihre Mindestgarantieversprechen nicht einhalten können. Turbulenzen in der deutschen Lebensversicherungsbranche sind durchaus wahrscheinlich, wenn sich die Niedrigzinsphase längerfristig fortsetzen sollte.

Auch der Bereich der Bankeinlagen, der für viele Anleger eine zentrale Rolle spielt, befindet sich in der Zinsfalle. Bei bonitätsstarken Instituten gibt es kaum noch eine Verzinsung, gleichzeitig werden die Risiken im Bereich der Bankeinlagen von den meisten Anlegern deutlich unterschätzt. Unser Buch zeigt, warum sich Anleger intensiv mit der Kreditwürdigkeit ihrer Banken auseinandersetzen sollten. Anleger sollten sich darüber im Klaren sein, dass eine Tages- oder Festgeldanlage bei einer Bank letztlich gleichbedeutend damit ist, dass sie dieser Bank ihr Geld leihen.

Konkrete praktische Beispiele, wie die Zypernkrise, geben einen Vorgeschmack darauf, wie mögliche Negativ-Szenarien aussehen könnten. Anleger sollten sich frühzeitig mit dem Thema beschäftigen und für den Fall der Fälle vorbereitet sein. In welchem Umfang die Einlagensicherungssysteme dann noch eine Hilfe sind, hinterfragen wir ebenfalls.

Deutsche Anleger in der Zinsfalle

Wir analysieren in diesem Buch, welche Anlageklassen wie stark von der Zinsfalle betroffen sind und wie dramatisch die Auswirkungen für die Anleger ausfallen könnten. Bei der Betrachtung der einzelnen Anlageklassen wird schnell deutlich, dass ein großer Teil der deutschen Anleger in der Zinsfalle steckt – das gilt für Privatanleger, aber auch für Unternehmen und institutionelle Anleger.

Um den Rahmen dieses Buches nicht zu sprengen, haben wir den Schwerpunkt auf den deutschen Privatanleger gelegt. Trotzdem können wir allen Unternehmern nur dringend empfehlen, das Kapitel »Bankeinlagen in

der Zinsfalle« zu lesen. Da die meisten Unternehmer auch privat Geld anlegen, stellt das gesamte Buch eine interessante Lektüre dar. Dies gilt auch für institutionelle Investoren, die ebenfalls von der Zinsfalle betroffen sind und darum von der Lektüre dieses Buchs profitieren sollten.

Wir hoffen, mit diesem Buch für Aufklärung zu sorgen und Hintergrundwissen zu vermitteln, damit Anleger und Finanzberater erkennen, dass auch sie wahrscheinlich von der Zinsfalle betroffen sind und sich mit diesem Thema auseinandersetzen müssen. Daher haben wir in der Abschlussbetrachtung eine Bewertung der verschiedenen Anlageklassen vorgenommen. Anschließend sollten Sie sich überlegen, wie eine langfristig sinnvolle Portfoliostruktur aussehen könnte. Wir ermutigen Sie, Ihre eigenen Investments aufzulisten und sich selbst zu hinterfragen, wie weit Sie mit Ihren Anlagen in der Zinsfalle stecken. Eventuell sollten Sie unter Hinzunahme eines erfahrenen Beraters überlegen, wie Sie kostenschonend Ihr Portfolio diesbezüglich optimieren können. So können Sie Ihr Vermögen und Ihren Lebensstandard in einem Maße sichern, wie es vermutlich Ihren langfristigen Ansprüchen entspricht.

Zur Abrundung unseres Buchs haben wir noch Interviews mit drei renommierten Fondsmanagern geführt, die ebenfalls zu dem Thema »Die Zinsfalle « Stellung beziehen. Lesen Sie, was Peter E. Huber, Klaus Kaldemorgen und Bert Flossbach zu dieser Thematik zu sagen haben und welche potenziellen Alternativen oder Auswege sie aus der Zinsfalle nennen.

Sollten Sie nach der Lektüre noch mehr Interesse an unseren Analysen oder unserer Investmentphilosophie haben, empfehlen wir Ihnen unser erstes Buch »Das Sauren-Fonds-Konzept«, das ebenfalls im FinanzBuch Verlag erschienen ist.

Wir danken den Beratern und Anlegern für das positive Feedback und das hohe Interesse an der ersten Auflage dieses Buches. Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre der zweiten Auflage und hoffen, dass die Zinsfalle bei Ihnen nicht zu stark zuschnappt.

Ihr Eckhard Sauren

I. DER WEG IN DIE ZINSFALLE

Dieses Kapitel bietet einen Überblick über die Bedeutung von Zinsen im Allgemeinen sowie eine kurze historische Einordnung über die Zinsentwicklung. Anhand des Zinseszinses und der Barwertmethode wird an zwei einfachen Beispielen verdeutlicht, welche deutlichen Auswirkungen unterschiedliche Zinssätze auf Vermögen haben können.

I.1 Einführung – Die Bedeutung von Zinsen

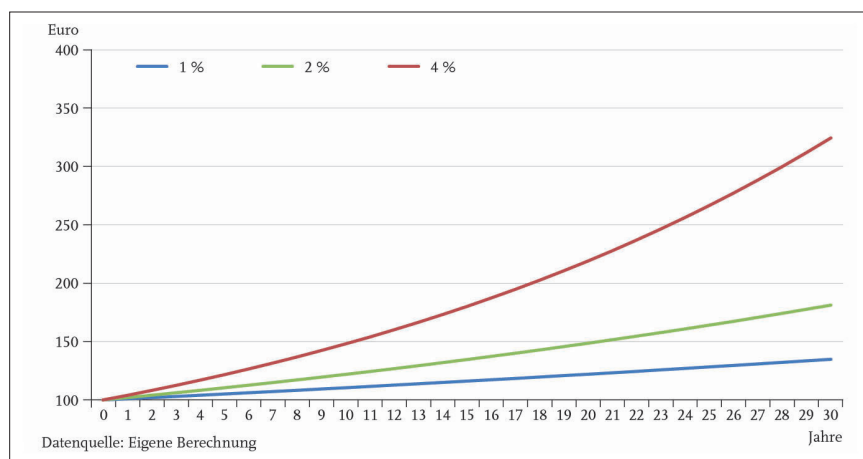
Zinsen und deren ökonomische Auswirkungen beschäftigen nicht nur Volkswirte, sondern haben Einfluss auf viele Lebensbereiche. Sei es im privaten Bereich oder bei Institutionen, wie etwa verschuldeten Kommunen auf der einen Seite bzw. Vorsorgeeinrichtungen, die eine Mindestrendite erzielen müssen, auf der anderen. Dabei lässt sich der Zins als der Preis von Geld interpretieren. In Zeiten leicht verfügbaren Geldes ist der Preis und damit der Zins niedrig. Umgekehrt verhält es sich, wenn Kapital knapp ist.

Den Versuch, die Höhe der Zinsen zu reglementieren, gibt es bereits seit der Frühgeschichte. Der erste bekannte Rechtstext, in dem Zinssätze geregelt werden, ist der Codex Hammurapi aus dem 18. Jahrhundert vor Christus, geschrieben im altbabylonischen Reich. Aber auch das Alte Testament und der Koran weisen Stellen auf, die sich mit dem Thema Zinsen auseinandersetzen. In der Folge war es im mittelalterlichen Europa Christen weitgehend verboten, Zinsen zu nehmen. Auch heute noch sieht das religiöse Gesetz des Islam, die Scharia, ein Zinsverbot vor – mit erheblichen Auswirkungen auf das gesamte islamische Banken- und Finanzsystem. Zinsen werden somit seit Menschengedenken aus den unterschiedlichsten Gründen von verschiedenen Institutionen beeinflusst und reglementiert.

Heute sind es insbesondere die Zentralbanken, die großen Einfluss auf das Zinsniveau haben. Diese Einflussnahme hat weitreichende Folgen für Unternehmen, institutionelle Anleger, aber auch Privatpersonen. Zum einen sind diese als Schuldner betroffen, beispielsweise bei der Finanzierung eines Eigenheims, oder nur, weil das Girokonto kurzfristig überzogen wurde. Zum anderen als Gläubiger, beispielsweise wenn der Bank mittels des Sparbuchs Geld geliehen wird. Aber auch bei jeder anderen Geldanlage, wie in diesem Buch gezeigt wird.

Der Zinseszinsseffekt

Hohe oder niedrige Zinsen können gerade über lange Zeiträume deutliche Effekte auf die Vermögensentwicklung einer gewöhnlichen Sparanlage haben, wie die folgende Grafik zeigt.



Zinseszinsseffekt über 30 Jahre

Der Zinseszinsseffekt führt dazu, dass bei einem konstanten Zins von 1 Prozent p.a. über einen Zeitraum von 30 Jahren aus 100 Euro insgesamt 134,78 Euro werden (blaue Linie). Bei einem doppelt so hohen Zins von 2 Prozent p.a. werden aus den ursprünglichen 100 Euro be-

reits 181,14 Euro (grüne Linie). Wird jedoch ein 4-mal höherer Zins von 4 Prozent p.a. unterstellt, so führt dies nochmals zu einem deutlich höheren Ergebnis von insgesamt 324,34 Euro (rote Linie). Das Ergebnis ist etwa 6,5-mal so hoch wie im ersten Fall und somit überproportional höher, als die reine Zinsdifferenz vermuten lässt. Der exponentielle Anstieg der Summe fällt umso größer aus, je höher der Zins und je länger die Laufzeit ist.

Um den realen Effekt des nominalen Vermögensanstiegs in dem obigen Beispiel zu ermitteln, ist es jedoch nötig, zwischen nominalen und realen Zinsen zu unterscheiden. Der nominale Effekt beschreibt allein den Vermögenszuwachs von 100 Euro auf 324,34 Euro. Wenn in diesem Zeitraum jedoch eine hohe Inflation vorgeherrscht haben sollte, so schmälert dies die effektive Kaufkraft in der Zukunft. Der Real-Zins ergibt sich aus dem Nominalzins minus dem Kaufkraftverlust (Inflation). Gerade über lange Zeiträume hinweg führen selbst geringe Inflationsraten in der Summe zu einem hohen Kaufkraftverlust.

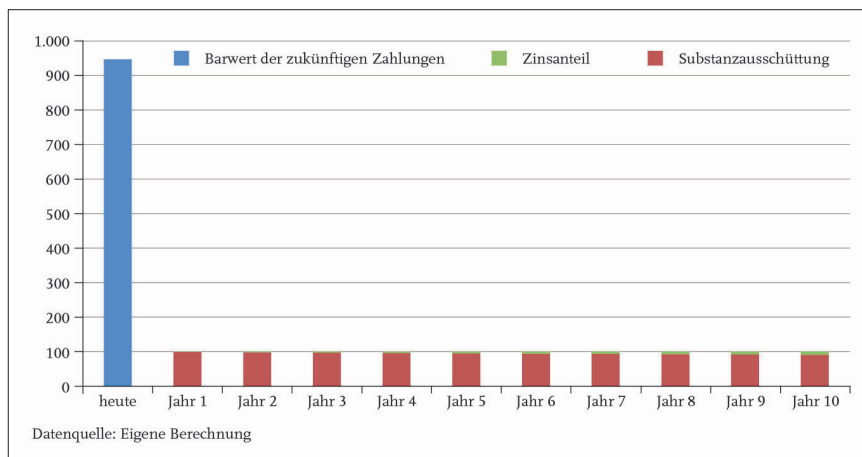
Barwertmethode – Der Wert von Zahlungen

Zinssätze können aber auch dazu genutzt werden, um den heutigen Wert von Zahlungsströmen in der Zukunft zu bestimmen. Dazu werden die zukünftigen Zahlungsströme mithilfe des aktuellen Zinsniveaus auf den heutigen Tag zurückgerechnet (Barwertmethode).

Beispiel: Ein Anleger erhält über einen Zeitraum von 10 Jahren am Ende jedes Jahres 100 Euro. Der Anleger möchte den heutigen Wert dieses Zahlungsstroms ermitteln.

Fall A: Der Zins beträgt konstant 1 Prozent p.a. Wenn der Investor heute 99,01 Euro zu einem Zins von 1 Prozent p.a. anlegt, erhält er in einem Jahr 100 Euro zurückgezahlt, bzw. wenn er heute 98,03 Euro anlegt, erhält er in zwei Jahren wiederum 100 Euro zurückgezahlt. Auf diese Weise lässt sich der Zahlungsstrom der Investition mithilfe einer Alternativanlage über die gesamte Laufzeit nachbilden. Es wird errechnet, wie viel Geld heute zum bekannten Zins von 1 Prozent p.a. angelegt werden

muss, um in den folgenden 10 Jahren jährlich 100 Euro erhalten zu können. Das Ergebnis: Die Investition in unserem Beispiel hat einen heutigen Barwert von 947,13 Euro.

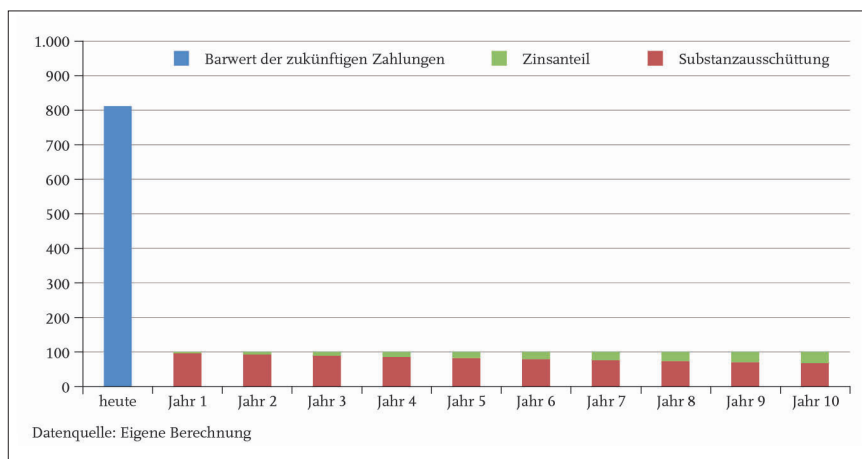


Barwertbetrachtung Fall A

Fall B: Wird ein höherer konstanter Zins von 4 Prozent p.a. angenommen, so verändern sich auch die jeweiligen Beträge, die heute anlegt werden müssten, um dasselbe Ergebnis wie aus dem oben beschriebenen Zahlungsstrom zu erhalten. Um in einem Jahr 100 Euro aus einer verzinslichen Anlage zu erhalten, müssten bei einem Zins von 4 Prozent p.a. heute lediglich 96,15 Euro anlegt werden, bei zwei Jahren Laufzeit wären es 92,46 Euro. Analog wird für die anderen Zeiträume verfahren. In Summe ergibt sich bei einem Zins von 4 Prozent p.a. lediglich ein Barwert von 81,09 Euro.

Der Zahlungsstrom hat im Fall A bei einem Zinsniveau von 1 Prozent p.a. einen um 136,04 Euro höheren Wert als im Fall B bei einem Zinsniveau von 4 Prozent p.a. Die Zahlungen sind in beiden Fällen identisch, einzig das Zinsumfeld hat sich deutlich verändert. Fällt der Zins plötzlich von 4 Prozent p.a. auf 1 Prozent p.a. würde der Zahlungsstrom in diesem Beispiel einen Kursgewinn von 16,8 Prozent erzielen, da der Barwert von

811,09 Euro auf 947,13 Euro ansteigt. In umgekehrter Richtung sinkt der Wert um 14,4 Prozent, wenn der Zins von 1 Prozent p.a. auf 4 Prozent p.a. ansteigt.



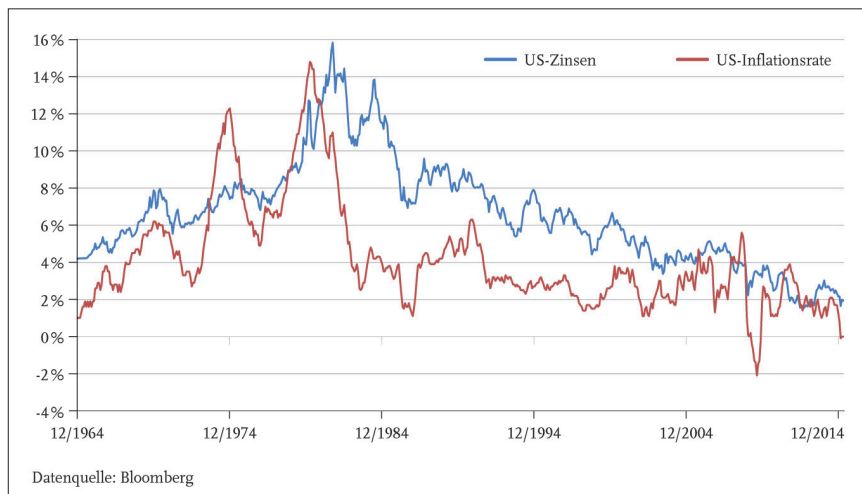
Barwertbetrachtung Fall B

Anhand des Zinseszins-effekts und der Barwertermittlung wird deutlich, dass sowohl das Zinsniveau als auch Zinsänderungen ganz erheblichen Einfluss auf die Entwicklung von Vermögen haben. Bei der Geldanlage sollte unbedingt berücksichtigt werden, dass sich Zinsen verändern können und sich daraus unmittelbare Auswirkungen auf das Vermögen ergeben.

1.2 Geldpolitik und Zinsentwicklung

Zum Ende des Zweiten Weltkriegs erreichten die Zinsen für US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit bei ca. 1,7 Prozent p.a. ihren vorläufigen Tiefpunkt. Die folgenden 36 Jahre waren geprägt von tendenziell steigenden Zinsen. Ende der 1970er-Jahre herrschte in den USA eine Phase hoher Inflationsraten von bis zu 15 Prozent p.a. Die weltweite Wirtschaftskrise – ausgelöst bzw. verstärkt durch die Ölpreisschocks in der zweiten Hälfte der 1970er-Jahre – wirkte sich negativ auf die Wirtschaft aus. Unter Paul Volcker, der im August 1979 zum Vorsitzenden der US-Notenbank

ernannt wurde, erhöhte die US-Notenbank die Leitzinsen auf bis zu 20 Prozent, um die Inflation einzudämmen. Die Verzinsung 10-jähriger US-Staatsanleihen erreichte in diesem Umfeld Anfang der 1980er-Jahre ihren Höhepunkt bei einem Zinsniveau von 15,8 Prozent p.a.

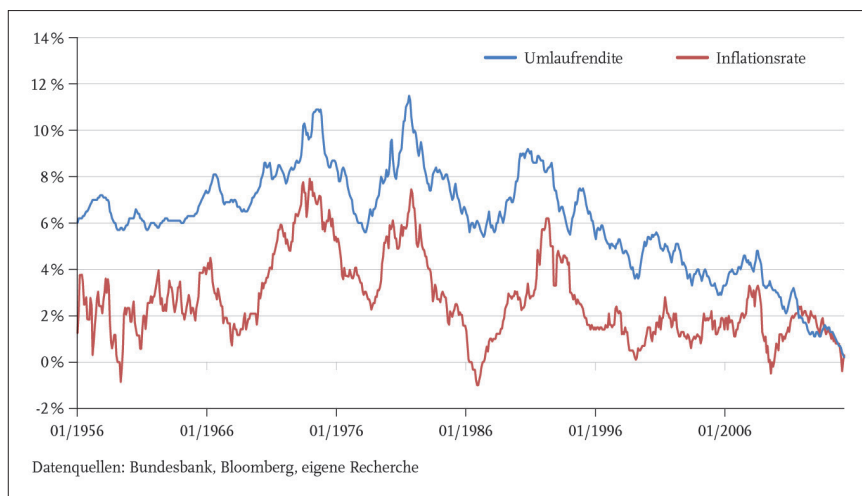


US-Zinsen (10-jähriger Staatsanleihen) und US-Inflationsrate vom 31.12.1964 bis zum 31.03.2015

Eine ähnliche Entwicklung nahmen auch die Zinsen in Deutschland, wo die Umlaufrendite ihren Höhepunkt im August 1981 bei 11,2 Prozent p.a. fand. Die Umlaufrendite wird von der Bundesbank ermittelt und spiegelt die durchschnittliche Rendite aller im Umlauf befindlichen deutschen Euro- bzw. früher D-Mark-Anleihen höchster Bonität (vornehmlich Staatsanleihen) mit einer Mindestrestlaufzeit von drei Jahren wider.

Wie aus den beiden Grafiken zu erkennen ist, fallen die Zinsen in den entwickelten Ländern seit Ende 1981 und somit seit mittlerweile 33 Jahren relativ konstant. Ein Großteil dieser Zeit war Alan Greenspan Vorsitzender der US-Notenbank Federal Reserve System, der im August 1987 sein Amt übernahm und dieses bis Januar 2006 ausübte. Alan Greenspan wurde dafür bekannt, auf Krisen mit einem Absenken der US-amerikanischen

Leitzinsen zu reagieren, um Rezessionen in den USA zu begegnen. Die Zentralbank legt den Leitzins fest, zu dem sich Banken bei ihrer Refinanzieren können. Somit ist der Leitzins das primäre Instrument der Zentralbanken in der Geldpolitik. Manche sehen in der Niedrigzinspolitik Greenspans einen der Auslöser für die Finanzmarktkrise 2007/08, da die niedrigen Zinsen und auch der leichte Zugang bonitätsmäßig schwacher Schuldner zu Krediten die US-Immobilienblase erst möglich gemacht hätten. Ihren Höhepunkt fand die Finanzkrise dann am 15. September 2008, als die US-amerikanische Großbank Lehman Brothers Insolvenz anmelden musste.

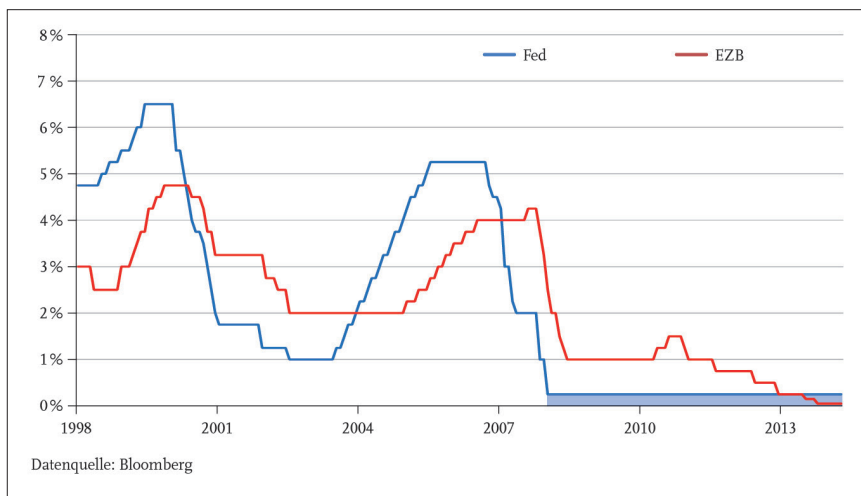


Umlaufrendite und deutsche Inflationsrate vom 31.01.1956 bis zum 31.03.2015

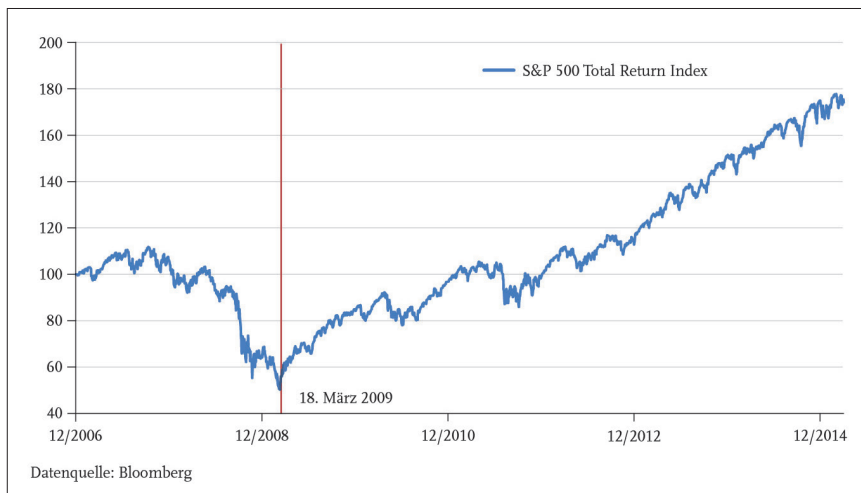
1.3 Nullzinspolitik und Quantitative Easing der Zentralbanken

Die US-Notenbank unter Führung von Ben Bernanke als direktem Nachfolger von Alan Greenspan senkte infolge der Finanzkrise die Leitzinsen Ende 2008 auf quasi null (Zinskorridor von 0,0 Prozent p.a. bis 0,25 Prozent p.a.), wo sie bis heute verharren. Die Europäische Zentralbank (EZB)

folgte dem Beispiel der Amerikaner mit etwas Zeitverzug und senkte den Leitzins erst im Rahmen der europäischen Schuldenkrise auf ein ähnlich niedriges Niveau von heute 0,05 Prozent p.a.



Leitzinsen Fed vs. EZB vom 31.12.1998 bis zum 31.03.2015



S&P 500 Total Return Index vom 31.12.2006 bis zum 31.03.2015

Die US-Notenbank war es, die als Erste noch weiterging, als die Zinsen auf quasi null zu setzen. Unter dem Begriff »Quantitative Easing (QE)« oder »monetäre Lockerung« kaufte die US-Notenbank Anleihen auf, um den Staat und die Wirtschaft mit Geld zu versorgen. Am 18. März 2009 beschloss die US-Notenbank, Staatsanleihen und Wertpapiere im Gegenwert von mehr als einer Billion US-Dollar aufzukaufen. Diese Entscheidung gab den Kapitalmarktteilnehmern ein klares Signal, dass mit der US-Notenbank ein bedeutender Marktteilnehmer Einfluss auf dem Markt nehmen wird. Aufgrund dieses Signals und dem hierdurch geschaffenen Vertrauen in das Finanzsystem wurde der Wendepunkt an den globalen Aktienmärkten eingeläutet.

Weitere Ankaufprogramme folgten in den USA. Auch andere Zentralbanken legten ähnliche Programme auf. Diese monetäre Lockerung führte dazu, dass die Bilanzen der Zentralbanken massiv ausgeweitet wurden und erheblich in die Zinsmärkte eingegriffen wurde. Ähnlich gravierende Auswirkungen auf die Kapitalmärkte, wie die Ankündigung von QE in den USA, gab es auch in Europa, als Mario Draghi als Präsident der Europäischen Zentralbank im Juli 2012 erklärte:

»Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. Believe me, it will be enough.«¹

Zu diesem Zeitpunkt war die europäische Schuldenkrise auf ihrem Höhepunkt, für viele war es keine Frage mehr, ob, sondern wann die Euro-Zone auseinanderbrechen würde. Die Zinsen von Portugal, Italien und Spanien stiegen immer stärker an. Griechenland musste bereits im März 2012 seine Staatsanleihen restrukturieren, und die privaten Gläubiger mussten deutliche Verluste hinnehmen. Allein die Rede von Mario Draghi veränderte das Bild jedoch vollständig. Insbesondere die Zinsen von Italien und Spanien fielen im Anschluss an die Rede kontinuierlich, ohne dass die EZB direkt am Markt intervenieren musste.

Die Maßnahmen der EZB zeigten den gewünschten Effekt und führten zu einer Stabilisierung, um der Politik die nötige Zeit zu geben, Lösungen für die vielfältigen Probleme zu finden und zu implementieren. Vom Zeitpunkt der Draghi-Rede an sanken die Zinsen der zuvor unter

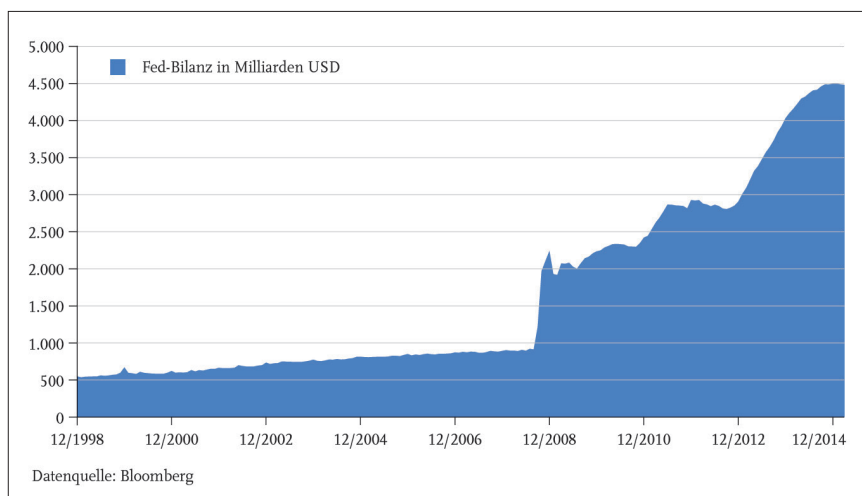
Druck geratenen Länder deutlich, ohne dass die EZB tatsächlich die Bilanzsumme hätte ausweiten müssen. Nachdem die EZB im Sommer 2014 einen negativen Einlagenzins eingeführt hat, kündigte Mario Draghi im Oktober 2014 jedoch weitere »unkonventionelle Maßnahmen« an, sollte dies erforderlich erscheinen.² Am 15. Januar 2015 wurde dann das QE-Programm der EZB bekanntgegeben, wonach die EZB bzw. die jeweiligen Zentralbanken der Mitgliedsstaaten monatlich insbesondere Staatsanleihen für 60 Milliarden Euro aufkaufen werden. Insgesamt soll somit die Bilanzsumme um über 1 Billion Euro ausgeweitet werden.



Entwicklung Zinsen 10-jähriger Staatsanleihen in Deutschland, Spanien und Italien vom 31.12. 2007 bis zum 31.03.2015

Die dramatische Ausweitung der Bilanzen durch die internationalen Notenbanken infolge der Finanzkrise ist nicht zu übersehen. In den USA, aber auch in Großbritannien und in Japan wurde diese dazu genutzt, im großen Umfang Staatsanleihen zu kaufen und somit direkt die jeweiligen Staaten zu finanzieren. Die US-Notenbank hält beispielsweise infolge der massiven QE-Programme mittlerweile 2.459,7 Mrd. US-Dollar in US-Staatsanleihen und ist somit zum größten Gläubiger der USA gewor-

den, gefolgt von Japan und China,³ die zusammen einen etwa gleich großen Anteil der Gesamtschulden halten wie die US-Notenbank. Der zweite große Posten in der Bilanz der US-Notenbank sind Kreditverbriefungen mit einem Volumen von 1.731,9 Mrd. US- Dollar.⁴ Die Bilanzsumme der US-Notenbank hat sich aufgrund der QE-Programme seit dem Höhepunkt der Finanzkrise fast verfünffacht. Das Programm zum Aufkauf von US-Staatsanleihen und Kreditverbriefungen ist offiziell im Oktober 2014 ausgelaufen – zumindest vorerst.



Bilanz der US-Notenbank (Fed) vom 31.12.1998 bis zum 31.03.2015

Gleichzeitig beschloss die japanische Zentralbank Ende Oktober 2014, ihr Aufkaufprogramm für japanische Staatsanleihen von ursprünglich 60 Billionen Yen auf zukünftig 80 Billionen Yen jährlich auszuweiten. Dies entspricht in etwa 625 Milliarden Euro und damit etwa dem doppelten des jährlich neu ausgegebenen Volumens an japanischen Staatsanleihen. Zusätzlich wird die japanische Zentralbank weiter Aktien kaufen.⁵

Diese Zahlen machen deutlich, in welch großem Ausmaß die Zentralbanken auf den internationalen Kapitalmärkten intervenieren. Damit steigt die Gefahr der Fehlallokation von Kapital bzw. der Verzerrung von Vermö-

genspreisen. Tatsächlich warnen auch die Notenbanken selbst vor möglichen Vermögenspreisblasen aufgrund der niedrigen Zinsen. Im Finanzmarktstabilitätsbericht 2013 der Deutschen Bundesbank heißt es hierzu:

»Mit zunehmender Dauer des Niedrigzinsumfelds verschiebt sich das Verhältnis von Nutzen und Kosten. Die Risiken aus anhaltend niedrigen Zinsen für die Finanzstabilität nehmen zu. An den internationalen Finanzmärkten steigt die Gefahr, dass die Suche nach Rendite unter Inkaufnahme erhöhter Risiken zu Übertreibungen führt. Je mehr sich die Märkte in ihrer Risikobewertung an die aktuell außerordentlichen finanziellen Bedingungen gewöhnen, umso höher dürften die Kosten ausfallen, wenn sich die Zinsen und Refinanzierungsbedingungen normalisieren.«⁶

1.4 Fazit

Das einfache Beispiel der Barwertberechnung aus diesem Kapitel zeigt, welchen Einfluss Zinsbewegungen auf den Wert einer Anlage haben können. Ob es in Zukunft zu einem Anstieg der Zinsen oder einer Normalisierung der Zinsen – wie die Bundesbank schreibt – kommen sollte, liegt weitgehend im Bereich der Spekulation. Eines ist jedoch sicher: Das Umfeld fallender Zinsen, wie in den vergangenen gut 30 Jahren, kann und wird sich in dieser Form nicht unbegrenzt fortsetzen, denn ein Rückgang der Umlaufrendite von über 11,3 Prozent p.a. auf 0,15 Prozent p.a. wird sich nicht noch einmal wiederholen.

Wir müssen also feststellen, dass der Rückenwind der letzten gut 30 Jahre in dieser Form nicht mehr vorhanden ist und dass die massive Einflussnahme der Zentralbanken möglicherweise neue Risiken heraufbeschwört. Die Anlageergebnisse der vergangenen Jahre können vor diesem Hintergrund auf keinen Fall fortgeschrieben werden. Es ist zwingend erforderlich, sich mit den Konsequenzen des Niedrigzinsumfeldes auseinanderzusetzen. In den folgenden Kapiteln werden die Auswirkungen der Zinsfalle auf die einzelnen Anlageklassen betrachtet.