

Ein dauerhaft niedriges Zinsumfeld



Nahezu ohne breitere Wahrnehmung stiegen die Zinsen für als sicher eingestufte Anlagen zum Jahresanfang 2013 sehr deutlich. Hätte sich der Trend aus den ersten vier bis sechs Wochen des Jahres fortgesetzt, lägen beispielsweise die Zinsen für zehnjährige deutsche Staatsanleihen am Jahresende bei knapp fünf Prozent p. a. Dieser starke Anstieg hat sich allerdings ab der zweiten Februarhälfte 2013 deutlich relativiert. Daher waren die Hoffnungen auf eine Zinswende verfrüht. Vielmehr zeigt sich auch in einem konservativen Bereich des Kapitalmarkts nun immer stärker die Notwendigkeit, hier sehr marktnah zu agieren. So kann der falsch getimte Kauf einer deutschen Staatsanleihe den Zinsertrag von zwei Jahren zumindest kurzfristig aufzehren.

Dies ist auch deswegen so wichtig, weil man derzeit nicht von einer tiefgreifenden Veränderung der Zinssituation ausgehen kann. Zwar hat der unklare Wahlausgang in Italien gezeigt, dass Zinsen auch wieder steigen können. Dies ist allerdings keine wirklich neue Entwicklung, da vor den massiven Notenbankinterventionen Risiken differenziert verzinst wurden und es positive wie auch negative Zinsbepreisungen aufgrund der vorhandenen Risiken gab. So mussten beispielsweise 2009 erstklassige deutsche Konzerne Zinsen bieten, die man sonst nur bei sogenannten Ramschanleihen kannte. Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise war sonst kein Anleger bereit, Geld zur Verfügung zu stellen.

Während dies ein Beispiel für ein viel zu hohes Zinsniveau und damit eine große Unsicherheit war, stellte sich die Situation in den Jahren zuvor völlig anders dar. Dort wurden Risiken viel zu gering bepreist, was sich an zwei Beispielen sehr gut verdeutlichen lässt. Seit Anfang der 1990er Jahre gingen die Zinsen immer weiter zurück. Viele Anleger hatten sich aber an ein Renditeniveau zwischen vier Prozent p. a. und sechs Prozent p. a. gewöhnt. Als dies weder über klassische Einlagen noch durch langlaufende erstklassige Staatsanleihen zu erzielen war, suchten Anleger nach Alternativen und stießen hierbei u. a. auf Papiere der US-Investmentbank Lehman Brothers. Zu diesem Zeitpunkt war das Kreditinstitut – ebenso wie beispielsweise die Bundesrepublik Deutschland – mit der Bonitätsbestnote AAA geratet. Dennoch lagen die Renditen im direkten Vergleich für Anleihen von Lehman Brothers mindestens 1,5 Prozent jährlich höher. Insofern bepreiste der Markt richtigerweise das Risiko deutlich höher. Wie sich in der Folge dann herausstellte, war die Bepreisung immer noch nicht risikoadjustiert, weil die Anleihen teilweise ausgefallen sind. Die Suche nach höheren Zinsen führte dazu, dass höhere Risiken eingegangen wurden. Durch die irreführende Bonitätseinstufung der Ratingagenturen war dies allerdings nicht so offensichtlich.

Vergleichbar aber intransparenter stellte sich die Situation bei offenen Immobilienfonds heraus. Bis zur Finanzkrise war es eine Anlageform, die 50 Jahre erfolgreich funktioniert hatte. Das Grundkonzept ist ebenso einfach wie genial. Anleger, die sich gegen eine Direktinvestition in Immobilien entscheiden, haben hier die Möglichkeit, mit einer überschaubaren Summe an einer Vielzahl von Immobilien beteiligt zu sein. Dies ist einer der wesentlichen Vorteile gegenüber der Konstruktion eines geschlossenen Fonds, bei der man deutlich höhere Beträge meistens nur in eine Immobilie investiert. Gleichzeitig hat man als Anleger zumindest vordergründig ein deutlich geringeres Verlustrisiko, da sich im Bereich der geschlossenen Fonds ungefähr die Hälfte der Anlagen als Verlustbringer für den Anleger herausstellen. Bei offenen Immobilienfonds war diese Situation viele Jahre anders. Neben einer hohen Kapitalsicherheit erhielt man auch jährliche Ausschüttungen von ca. vier Prozent, die dann auch noch teilweise steuerlich privilegiert waren. Problematisch waren und sind teilweise bei offenen Immobilienfonds allerdings zwei Aspekte. Zum einen flossen in die Immobilienfondsbranche immer mehr Anlagen, die eher kurzfristigen Charakter hatten. So erhöhte sich zwar das Volumen in offenen Immobilienfonds, die entsprechenden Fondsmanager mussten allerdings auch geeignete Objekte finden. Diese hohe Nachfrage, der nur ein begrenztes Kontingent an erstklassigen Immobilien

gegenüberstand, sorgte für steigende Preise bei den entsprechenden Immobilien. Erschwerend kam hierbei hinzu, dass nahezu alle Anbieter von offenen Immobilienfonds eine relativ gleichförmige Investitionsstrategie verfolgten.

Durch die höheren Kaufpreise für die Immobilien und die hohe Liquiditätsausstattung der Fonds sank die Möglichkeit der Ausschüttungen. Allerdings ging das Zinsniveau noch schneller zurück, weshalb offene Immobilienfonds weiter interessant blieben. Dies änderte sich mit dem Ausbruch der Finanzkrise relativ schnell sehr deutlich. Dort wurde sehr schnell sehr viel Kapital abgezogen, so dass die hohe Liquiditätsausstattung nicht mehr ausreichte, um alle Verkaufswünsche zu erfüllen. Entsprechend wurden die offenen Immobilienfonds teilweise geschlossen. Diesen Trend konnten sich nur die Anbieter entziehen, die über entsprechend breite Vertriebswege die Möglichkeit hatten, für stetige Mittelzuflüsse zu sorgen. Ob Anleger, die dann nach der Finanzkrise bis heute in offene Immobilienfonds investiert haben, damit wirklich eine gute Entscheidung getroffen haben, darf bezweifelt werden. Inzwischen sind nahezu alle offenen Immobilienfonds mindestens so risikoreich wie viele Konstruktionen im Bereich der geschlossenen Fonds. Dort erstreckt es sich allerdings weit über dem Immobiliensektor hinaus.

Anleger versuchen also häufig, ein niedriges Zinsniveau zu kompensieren, indem sie auf Alternativen ausweichen. Dies können alternative Produkte wie Anleihen und Zertifikate von einem Anbieter wie Lehman Brothers oder offene Immobilienfonds sein. Im Extremfall müssen Anleger auch deswegen Totalverluste hinnehmen, weil sie auf einen Anlagebetrug hereingefallen sind. Diese „Branche“ hat in Phasen niedriger Zinsen immer Hochkonjunktur, weil man für einen großen Renditeaufschlag auch einmal bereit ist, Risiken einzugehen. Werden diese Risiken verkäuferisch gut dargestellt und ist das Modell geschickt aufgebaut, bestehen für Anleger nahezu kaum Möglichkeiten, den Anlagebetrug in einem frühen Stadium zu erkennen. Mit einer relativ einfachen Frage und der Verdeutlichung der psychologischen Tricks kann man als Anleger die Risiken allerdings weitgehend reduzieren. Dieses Thema greifen wir in der nächsten Ausgabe von *Passion Chirurgie* ausführlich auf.

Das „Angebot unseriöser Anbieter“ wird hoch bleiben, weil auch zukünftig das Zinsniveau niedrig sein wird. Dies ist nach Einschätzung des Researchs der DVAM Deutsche Vorsorge Asset Management GmbH aus zwei Gründen sehr wahrscheinlich. Bislang ist weder weltweit noch insbesondere in Europa ein wirklicher Abbau der Staatsschulden zu erkennen. In den USA und Japan ist dies durch die nochmals expansivere Geldpolitik der dortigen Notenbanken noch extremer. Um nun diese Verbindlichkeiten überhaupt langfristig finanzieren zu können, ist ein niedriges Zinsniveau erforderlich. Am kurzen Ende kann dies sehr gut über die jeweiligen Leitzinsen gesteuert werden. Hier setzt sicherlich Großbritannien in den letzten Monaten Maßstäbe. Trotz hoher Inflation werden die Leitzinsen mit 0,5 Prozent p. a. historisch niedrig gehalten. Wenn dies ein Modell für andere Notenbanken ist, zeigt dies, zu welchen Maßnahmen die Notenbanken bereit sein werden, um das kurzfristige Zinsniveau niedrig zu halten. So wird man auch eine spürbare Inflation in Kauf nehmen.

Das mittel- und langfristige Zinsniveau kann niedrig gehalten werden, indem die Notenbanken Staatsanleihen mit entsprechenden Laufzeiten aufkaufen. Mit Blick auf die Eurozone wird es dabei vermutlich nicht erforderlich werden, dass die Europäische Zentralbank auch deutsche oder österreichische Staatsanleihen aufkauft. Wenn man hier in Griechenland, Portugal oder ggf. auch Spanien aktiv ist, wird sich dies dort dämpfend auf das jeweilige Zinsniveau bemerkbar machen und so die Zinsen für deutsche Staatsanleihen zusätzlich begrenzen. In den USA wird derzeit relativ kritisch diskutiert, inwieweit die Zurverfügungstellung weiterer Liquidität tatsächlich den Kapitalmärkten hilft oder sich dort risikoreiche Entwicklungen ergeben könnten. Dies muss aber nicht zwangsläufig zur Folge haben, dass die US-Notenbank ihr Programm zum Ankauf von Staatsanleihen einstellt. Möglicherweise wird der Kauf von Hypothekendarlehen gestoppt oder man entscheidet sich, dann an anderen Stellen begrenzend auf die Liquidität oder Spekulationsmöglichkeit der Marktteilnehmer einzugreifen. Ein deutlich über drei Prozent p. a. liegendes Zinsniveau für zehnjährige US-Staatsanleihen ist faktisch auszuschließen.

Dies gilt übrigens auch, wenn die Staaten tatsächlich ernsthaft eine Haushaltskonsolidierung anstreben. Würden Staaten wie die USA, Japan oder Deutschland tatsächlich Haushaltsüberschüsse erzielen und diese zur Reduzierung ihrer Verbindlichkeiten verwenden, würden zwei Aspekte eintreten. Zum einen werden weniger Staatsanleihen emittiert und damit sinkt das Angebot an neuen Anlagemöglichkeiten. Dies ist eine Entwicklung, die man Ende der 1990er Jahre in der zweiten Präsidentschaft von Bill Clinton sehr gut erkennen konnte. Damals wurden jährliche Haushaltsüberschüsse von mehr als 100 Mrd. EUR erzielt, die allerdings nicht zur Tilgung von Staatsschulden verwendet wurden. Die damalige US-Regierung hat damit Investitionen und Steuersenkungen vorgenommen, musste allerdings auch in dieser Phase weniger Staatsanleihen herausgeben. Dem geringeren Angebot stand aber eine weiterhin hohe Nachfrage gegenüber, was dann die ohnehin vorhandene Abwärtsentwicklung des Zinsniveaus weiter beschleunigt hat. Würde also eine solche Entwicklung eintreten, bei der die Staaten weltweit ihre Verschuldung zurückfahren, ergeben sich wesentlich weitreichendere Konsequenzen. Eine Reduzierung der Staatsschulden würde auch eine Reduzierung der vorhandenen – und eben nicht nur der neu emittierten – Staatsanleihen nach sich ziehen. Insofern würden Papiere zurückgezahlt, für die dann sozusagen keine unmittelbare Anlagealternative zur Verfügung stünde. Einem tendenziell eher steigenden Angebot an Geld steht dann ein deutlich sinkendes Angebot an Anlagemöglichkeiten zur Verfügung. Dies würde zu einer Begrenzung des weltweiten Zinsniveaus führen. Insofern ist es auch unwahrscheinlich, dass das Zinsniveau deutscher Staatsanleihen im zehnjährigen Bereich in den nächsten Jahren auf ein Niveau von mehr als 2,5 Prozent p. a. steigt.

Von dem derzeitigen Blickwinkel aus betrachtet wäre dies nahezu eine Zinsverdoppelung, die dann nicht unerhebliche Marktverwerfungen nach sich ziehen würde. Insofern stehen Anleger vor zwei Herausforderungen. Zum einen bleibt das Zinsniveau historisch niedrig, aber zum anderen sorgt dieses historisch niedrige Zinsniveau eben dafür, dass insgesamt die Aufschläge auch bei Anleihen größer werden. Dies dann durch Alternativprodukte zu ersetzen, bringt höhere Risiken mit sich. Gleichzeitig ist kritisch zu beurteilen, ob man dann in wirklich schlechtere Bonitäten investieren sollte. Mögliche andere Alternativen sind ein sehr marktnahes Agieren und die Nutzung von selektiven Marktchancen. Zwar gibt es nicht solche extremen Zinsentwicklungen wie im Jahr 2009, als erstklassige Unternehmen Zinsen knapp unterhalb des zweistelligen Prozentbereiches bieten mussten, aber selektiv sind am Kapitalmarkt gute Marktchancen immer wieder zu finden. Neben der Dienstleistung der DVAM-Vermögensverwaltung gibt der wöchentlich per E-Mail erscheinende DVAM-Finanzmarkt-Newsletter, der unter info@dv-am.de angefordert werden kann, zusätzliche Impulse zu diesen und anderen Themen.