

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Nach einer langen Phase der Euphorie scheint nun etwas Ernüchterung in die Einschätzung der südeuropäischen Krisenländer einzukehren. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen sind in den letzten Tagen in Italien um zeitweise über 30 Basispunkte und in Spanien um über 20 Basispunkte angestiegen. Zuvor hatten sich die Zinsen Italiens und Spaniens seit Sommer 2012 – bis auf kleinere kurzfristige Korrekturen – stetig verringert. Diese Entwicklung hatte sich seit Anfang 2014 noch beschleunigt und schien eine wahre **Einbahnstraße für Investoren** geworden zu sein. Nun haben die Zinsen ein Niveau erreicht, auf dem sicherlich aus fundamentaler Sicht eine Neubewertung notwendig bzw. gerechtfertigt ist – und das nicht nur unter Volkswirten. Das ist insbesondere dann ersichtlich, wenn man sich nicht nur die Risikoprämien, sondern auch die absoluten Zinsniveaus vor Augen hält.

Abb. 1: Rendite zehnjähriger italienischer Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Auf ihrem Tiefpunkt lagen die Zinsen für 10-jährige italienische Staatsanleihen bei 2,9 %, inzwischen sind sie auf 3,2 % angestiegen. Doch noch nie waren Zinsen auf italienische Staatsanleihen so niedrig wie in jüngster Zeit. Ein Grund hierfür sind auch die deutschen Langfristzinsen, die mit einem aktuellen Niveau von ca. 1,4 % sicherlich die Deflationserwartung zunehmend abdecken. Wichtigster Treiber dieser Entwicklung ist jedoch die EZB mit ihrer fast 0 %-Zinspolitik sowie ihrer uneingeschränkten Liquiditätsbereitstellung für Banken. Insbesondere bei den aktuellen Niveaus der Langfristzinsen in der Euro-Zone und der fundamentalen Risikoentwicklung bleibt die Europäische Notenbank bestimmend. **Zwar mag das OMT-Programm eine Obergrenze für einen absoluten Zinsanstieg gewährleisten, nicht aber eine Absicherung gegen Volatilität.** Die Schuldenstabilisierung Italiens wäre bei einem Zinssatz von ca. 6 % sicherlich gefährdet, was eine EZB-Intervention zur Folge hätte. Bei einem Zinsniveau von zum Beispiel 4 % würde dies allerdings weniger deutlich der Fall sein.

Auslöser für die jüngste Korrektur auf den Zinsmärkten waren die schwachen BIP-Wachstumswahlen der Euro-Zone im ersten Quartal. Die Zahlen haben in Erinnerung gerufen, dass die Euro-Zone alles andere als eine belastbare konjunkturelle Erholung erfährt. Mit einem wetterbedingt schwächeren zweiten Quartal für die deutsche Wirtschaft besteht zudem die Gefahr, dass die gesamte Euro-Zone stagniert oder womöglich sogar erneut in die Rezession rutschen könnte. **Entsprechend stellt ein BIP-Wachstum in der Euro-Zone von rund 1 % für 2014 eine immer größer werdende Herausforderung dar.** Doch die schwachen BIP-Zahlen alleine sind nicht der Hauptgrund für den jüngsten Zinsanstieg.

Die grundsätzliche Schuldentragfähigkeit der Länder hat sich nicht deutlich verbessert – abgesehen davon, dass die niedrigen Zinsen die Stabilisierung der Schuldenquote erleichtern. Trotzdem wird die Schuldenquote der Euro-Zone auch 2014 weiter ansteigen (auf erwartete 96 % des BIP). Verursacher der niedrigen Zinsen ist die Politik der EZB und nicht fundamentale Entwicklungen. Doch das aktuelle Zinsniveau in Südeuropa deutet auf eine Übertreibung der Märkte hin, da die EZB nicht viele neue Impulse für sinkende Langfristzinsen liefern kann. **Beim aktuellen Zinsniveau in Südeuropa hilft nur eins, um die Euphorie noch etwas länger am Leben zu halten – nämlich ein direktes Aufkaufprogramm der EZB.** Dies scheint jedoch aktuell trotz großer Erwartungen an das nächste EZB-Treffen am 5. Juni 2014 eher unwahrscheinlich zu sein.

Einschätzung: Die Einbahnstraße, die die EZB für Investoren in südeuropäischen Staatsanleihen geschaffen hat, kann beim aktuellen Zinsniveau eher als Sackgasse bezeichnet werden – insbesondere aufgrund der weiterhin schwachen Konjunktorentwicklung sowie der weit überzogenen Zinsrally. Sicherlich bietet die EZB einen ultimativen Schutz gegen Ausfälle oder zu hohe Zinsen. Doch zwischen einem Zinsniveau, das die Schuldenstabilisierung der südeuropäischen Länder in Frage stellt und dem aktuellen Zinssatz liegt viel Raum für Kapitalverluste. Hier dürften auch weitere Ankündigungen der EZB am 5. Juni wenig helfen, die sich primär auf einen schwächeren Euro bzw. die Wiederbelebung der anhaltend rückläufigen Kreditvergabe beziehen sollten. Nur wenn eine längere Phase der Deflation eintreten würde und bei weiterhin sinkenden bzw. niedrigen deutschen Langfristzinsen wären die aktuellen Zinsniveaus Südeuropas fundamental gerechtfertigt. Eine Alternativlösung wäre ansonsten nur ein Aufkaufprogramm der EZB.

Fazit: Die IKB erwartet, dass die Nervosität der Investoren aufgrund der aktuellen Zinsniveaus deutscher wie auch südeuropäischer Anleihen hoch bleibt – auch weil die EZB mit Ausnahme eines direkten Aufkaufprogramms relativ wenig Handlungsspielraum besitzt, um anhaltend sinkende Langfristzinsen zu fördern. Angesichts der Erwartung, dass sich die Deflationsgefahren in der Euro-Zone nicht realisieren – unter anderem weil die EZB den Euro gezielt abwertet bzw. die Kreditvergabe stützt –, sind die Langfristzinsen in Europa generell zu niedrig.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

22. Mai 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann