

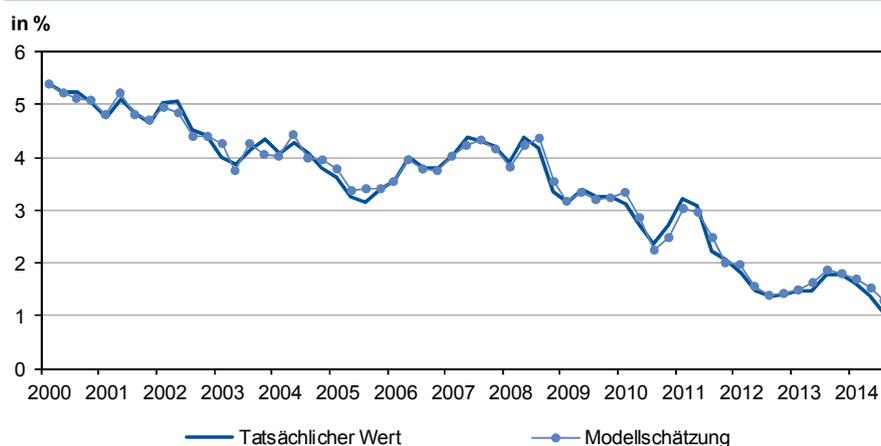
Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen liegt bei ca. 1 %. Doch dieses Niveau macht nur Sinn, wenn davon ausgegangen wird, dass die Inflationsrate in Deutschland bzw. der Euro-Zone noch auf Jahre hinweg bei ca. 0 % liegen wird. Dann würden selbst bei einem Zinsniveau von 1 % preisbereinigt marginal positive Renditen erzielt werden. Auf der anderen Seite lassen Kurzfristzinsen, die in den nächsten Jahren noch bei 0 % verharren werden, eine Rendite von um die 1 % relativ attraktiv erscheinen. Ob die Kurzfristzinsen noch lange bei 0 % liegen werden, hängt wiederum mit den Inflationserwartungen zusammen bzw. mit dem Konjunkturbild in der Euro-Zone. Entsprechend scheint das aktuelle Niveau der Langfristzinsen die Erwartung einer anhaltend schwierigen konjunkturellen Lage in Verbindung mit weiterhin sinkenden Inflationsraten zu spiegeln.

Neben den Erwartungen zur europäischen Konjunktur und zur Preisentwicklung haben die 10-jährigen Renditen deutscher Anleihen einen weiteren entscheidenden Treiber. Das sind die Renditen der US-Staatsanleihen. Sinkende US-Zinsen drücken das deutsche Zinsniveau, wengleich dieser Einfluss nicht Eins-zu-eins ist: Steigen die US-Zinsen, weitet sich das Zinsdifferential aus und der US-Dollar wertet zum Euro auf. Dies war vor allem im Jahr 2013 zu erkennen, als die Erwartungen einer US-Zinswende US- wie auch deutsches Langfristzinsniveau nach oben verschoben haben. Fallen die US-Zinsen aufgrund schwacher US-Konjunktur, reduziert sich das Zinsdifferential und der US-Dollar wertet ab. Modellschätzungen deuten zudem darauf hin, dass ein Anstieg der US-Zinsen um 100 bp die deutschen Zinsen um ca. 60 bp ansteigen lässt.

Die Geldpolitik der EZB, Inflation bzw. Inflationserwartungen und US-Langfristzinsen sind die entscheidenden Größen, welche die deutschen Langfristzinsen bestimmen. Abbildung 1 zeigt die Modellschätzung auf Basis dieser Treiber. Das Modell gibt eine gute Darstellung der deutschen 10-Jahreszinsen. Der „Safe-haven Status“, der oftmals als Grund für die niedrigen Zinsen genannt wird, scheint alleine keinen systematischen Einfluss zu haben. Denn die Modellschätzung zeigt keine nachhaltigen Fehler, obwohl der „Safe-haven Status“ nicht explizit im Modell vorkommt. Die in den letzten Monaten aufkommende Erwartung eines Aufkaufprogramms der EZB hat ebenfalls noch keinen bedeutenden Einfluss. „Safe-haven Status“ und EZB-Aufkaufprogramm sind allerdings in der konjunkturellen Entwicklung und den Inflationserwartungen und damit auch im Leitzinsniveau der EZB enthalten. Denn beide Aspekte gewinnen nur im Kontext einer schwachen Konjunktur in der Euro-Zone an Relevanz. Sicherlich ist das aktuell niedrige Zinsniveau eine Kombination verschiedener Aspekte, die allerdings, abgesehen von den US-Zinsen, alle den gleichen Nenner haben: eine nicht überzeugende konjunkturelle Entwicklung in der Euro-Zone und eine daraus resultierend sinkende Inflationsrate bzw. ansteigende Deflationsgefahr.

Abb. 1: Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen



Quellen: Bloomberg; IKB

Lägen die Inflationserwartungen noch bei ca. 2 % und der langfristige Konjunkturausblick wäre grundsätzlich positiv, müssten die Zinsen deutlich über dem Modellwert liegen. Denn die langfristige Erwartung sollte die Zinsen bestimmen und nicht die aktuelle Konjunkturlage. Da der Markt die weitere konjunkturelle Entwicklung der Euro-Zone eher skeptisch sieht bzw. die Möglichkeiten der EZB in Frage stellt, die Konjunktur anzukurbeln und damit mittelfristig auch die Inflation wieder an die Zielgröße von 2 % anzuheben, bestimmen kurzfristige Konjunkturdaten das Zinsniveau.

Im dritten Quartal wurden negative Erwartungen erneut bestätigt bzw. noch weiter verstärkt, da die eskalierende Krise in der Ukraine das Konjunkturbild Deutschlands wie auch der Euro-Zone belastet. Und jüngste Daten des Einkaufsmanager-Indexes signalisieren keine kurzfristige Wende. Im dritten Quartal ist die jährliche Inflationsrate ebenfalls weiter gesunken und lag im August bei 0,4 %. Abbildung 2 veranschaulicht, dass die jährliche Inflationsrate nun schon seit über zweieinhalb Jahren fällt, was sich auf die Inflationserwartung auswirkt.



Die EZB hat zugesichert, dass der Leitzins noch auf Jahre auf dem aktuellen Niveau bleiben wird. Mit ihrer langfristigen Liquiditätsbereitstellung beeinflusst sie nicht nur die ganz kurzen, sondern zunehmend auch mittleren Laufzeiten und festigt somit die Erwartung eines anhaltend niedrigen Leitzinses. Allerdings werden lange Laufzeiten nicht nur durch die EZB bestimmt. Tabelle 1 veranschaulicht die mögliche Entwicklung der deutschen 10-Jahreszinsen auf Basis des IKB-Modells. Für beide Szenarien gilt die Annahme, dass der EZB-Leitzins in 2015 bei 0 % verharrt. Es ist trotzdem ersichtlich, dass das aktuelle Zinsniveau von ca. 1 % nur im Fall weiterhin relativ niedriger US-Zinsen sowie einer Inflationsrate in der Euro-Zone von ca. 0 % (Szenario 2) zu halten ist. **Deswegen ist das aktuelle Zinsniveau zwar nachvollziehbar, doch nachhaltig ist es nur unter Annahme anhaltend schlechter Konjunkturdaten.**

**Tabelle 1: IKB-Schätzung der deutschen Langfristzinsen – Szenarien**

	Szenario 1	Szenario 2
Ø Inflationsrate in der Euro-Zone in 2015	1,0%	-0,2%
Ø Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen in 2015	3,0%	2,5%
Ø EZB-Leitzinssatz in 2015	0,05%	0,05%
<b>Ø Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen: Modellschätzung für 2015</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,1%</b>

Quelle: IKB

**Fazit:** Angesichts der aktuellen Konjunktur- und Inflationsdaten ist das Zinsniveau für 10-Jährige deutsche Staatsanleihen aus volkswirtschaftlicher Sicht grundsätzlich nachvollziehbar. Die deutschen Langfristzinsen werden entscheidend durch den EZB-Leitzinssatz, Inflation bzw. Inflationsentwicklung und US-Langfristzinsen bestimmt. Diese Treiber haben sich auch in jüngster Zeit trotz „Safe-haven Status“ deutscher Staatsanleihen und Aufkaufprogramm der EZB bestätigt. Zwar wird sich der europäische Leitzins auf Sicht nicht ändern, die US-Langfristzinsen aufgrund anstehender Fed-Zinswende und guter US-Konjunkturdaten aber schon. Und auch die Inflationserwartung in der Euro-Zone sollte sich mit einer Stabilisierung der Wirtschaftslage in 2015 näher um die Zielgröße festigen. Entsprechend ist das aktuelle Zinsniveau deutscher Staatsanleihen angesichts der Konjunkturdaten nachvollziehbar, nachhaltig ist es jedoch nicht. Allerdings sollten konjunkturelle Rückschläge einen überproportionalen Einfluss haben, da die Erfahrungen der letzten Jahre sehr präsent sind und Deflation zunehmend als mögliches Szenario angesehen wird. Denn nur bei anhaltend niedriger Inflation bzw. Deflation wäre das aktuelle Zinsniveau 10-jähriger deutscher Staatsanleihen von ca. 1 % auch für 2015 angemessen. Die IKB erwartet tendenziell steigende Langfristzinsen in Deutschland mit einem Niveau von rund 1,6 % für Ende 2015.

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

23. September 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