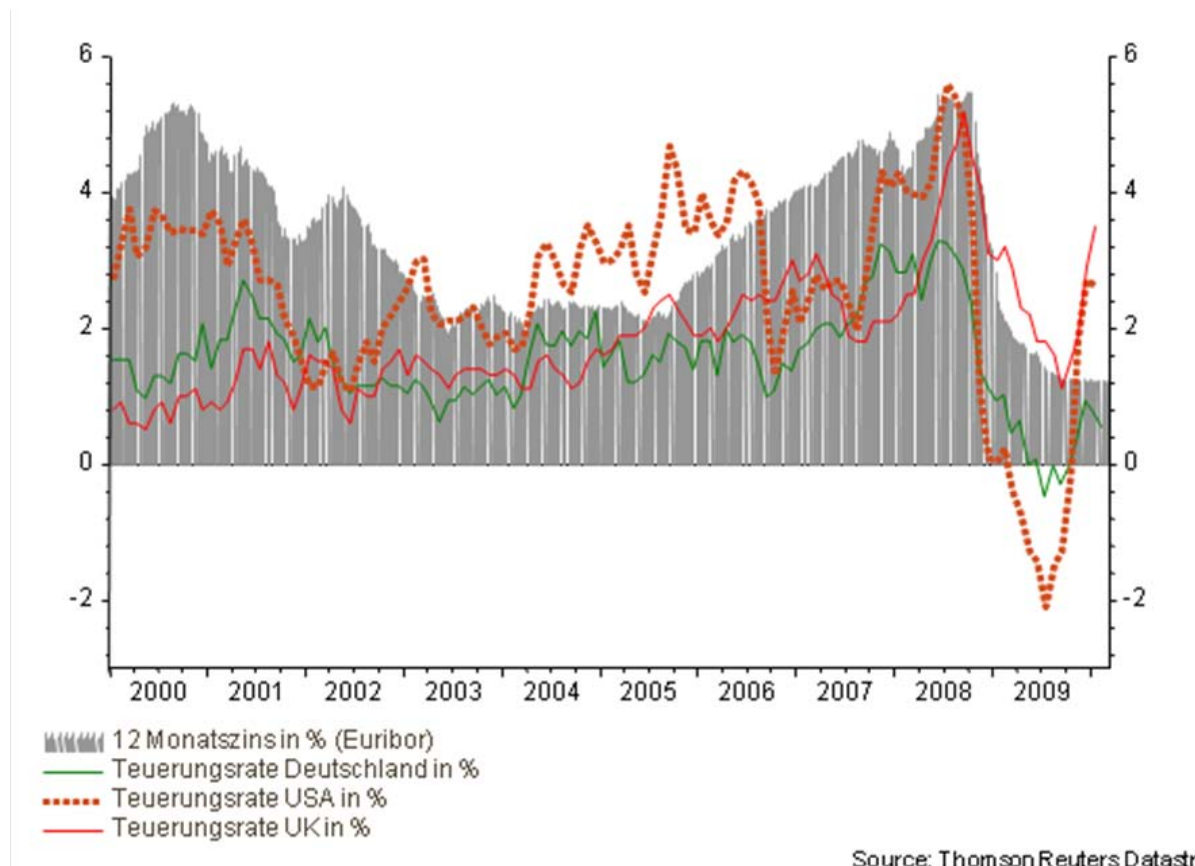


Negative Realzinsen und ihre Bedeutung für Aktien, Anleihen, Rohstoffe und Gold

Dem aufmerksamen Beobachter von Politik, Ökonomie und Finanzmärkten ist die historische Tragweite der Entwicklungen der letzten Jahre nicht entgangen. Die zunehmenden Spannungen im Eurosystem, die drohende Überschuldung westlicher Volkswirtschaften und die unkonventionellen Maßnahmen der Notenbanken im aktuellen Konjunkturzyklus werden nun durch einen weiteren Pflasterstein auf dem Weg zum Höhepunkt der westlichen Schuldenkrise ergänzt: Negative Realzinsen.

Der Realzins berücksichtigt neben dem Nominalzins, also der Ausschüttung gemäß Zinskupon einer Anleihe, auch den Kaufkraftschwund. Erhalten Sie als Gläubiger einer Anleihe oder als Sparbuchbesitzer zum Beispiel 3% Zinsen innerhalb von 12 Monaten, dann bedeutet dies noch nicht, dass sich auch ihr Wohlstand (Kaufkraft) um den erhaltenen Zinsbetrag erhöht. Wenn nämlich gleichzeitig die Preise für Güter und Dienstleistungen in diesem Zeitraum um 3% steigen, haben sie real nichts gewonnen. Sie können sich von dem verzinste Vermögen nicht mehr leisten als vorher, trotz Zinseinnahmen.

In den USA und Großbritannien liegen die offiziellen Inflationsraten mit 2,2% und 3,4% nun bereits den zweiten Monat in Folge deutlich über den Zwölfmonatszinsätzen von 0,87% und 1,31%. In der Eurozone stehen einer Inflationsrate von 0,9% aktuell Zwölfmonatszinsen von 1,2% gegenüber:



Um zu verstehen, warum es seit dem Jahr 2000 bereits zum zweiten mal zu dieser sehr ungewöhnlichen Situation bei den Zinsen kommt, muss man wissen, dass es sich bei der Finanzkrise nicht um eine isolierte Immobilienkrise mit normalen Folgen für Banken, Verbraucher und Konjunktur handelt. Vielmehr sind wir mit einer über Jahrzehnte gewachsenen Überschuldung angelsächsischer und südeuropäischer Verbraucher konfrontiert. Ausgelöst durch hemmungslosen Überkonsum und finanziert durch die exzessive Beleihung von Vermögenswerten. Ermöglicht wurde diese Schuldenorgie durch sehr risikotolerante Banken, die sich auf die implizite Bailout-Garantie der Notenbanken verließen. Diese Garantie wurde 1998 manifestiert und als sogenannter Greenspan-Put (später Bernanke-Put) bekannt. Als sich damals im Zuge der Russlandkrise der von Nobelpreisträgern gemanagte Hedgefonds LTCM mit Rubel-Anleihen verspekulierte, wurde der Fonds von der US-Notenbank unter Vorsitz von Allen Greenspan mit 300 Mrd. US\$ gerettet. Warum? Der Fonds war **systemrelevant**. Von da an gab es keine Angst und keine moralischen Fesseln mehr für Großbänker und Mächtiger Großbänker. Dies galt sowohl beim Zocken im Eigenhandel als auch für das Kreditgeschäft. Die einzige Ausnahme seit dem bildete die Investmentbank Lehman Brothers. Ihr wurde der Barnanke-Put verwehrt. Doch diesen Fehler machte man nur einmal. Seit dem gilt sie wieder, die Bailout-Garantie. Noch kurz erwähnt sei, dass die USA mit Hilfe ihrer staatlichen Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac und durch die legislative Doktrin, breite Bevölkerungsschichten in Eigenheime zu bringen, zum größten Hypothekengläubiger der Weltgeschichte wurde und damit zum Aufblähen der Immobilienblase wesentlich beitrug.

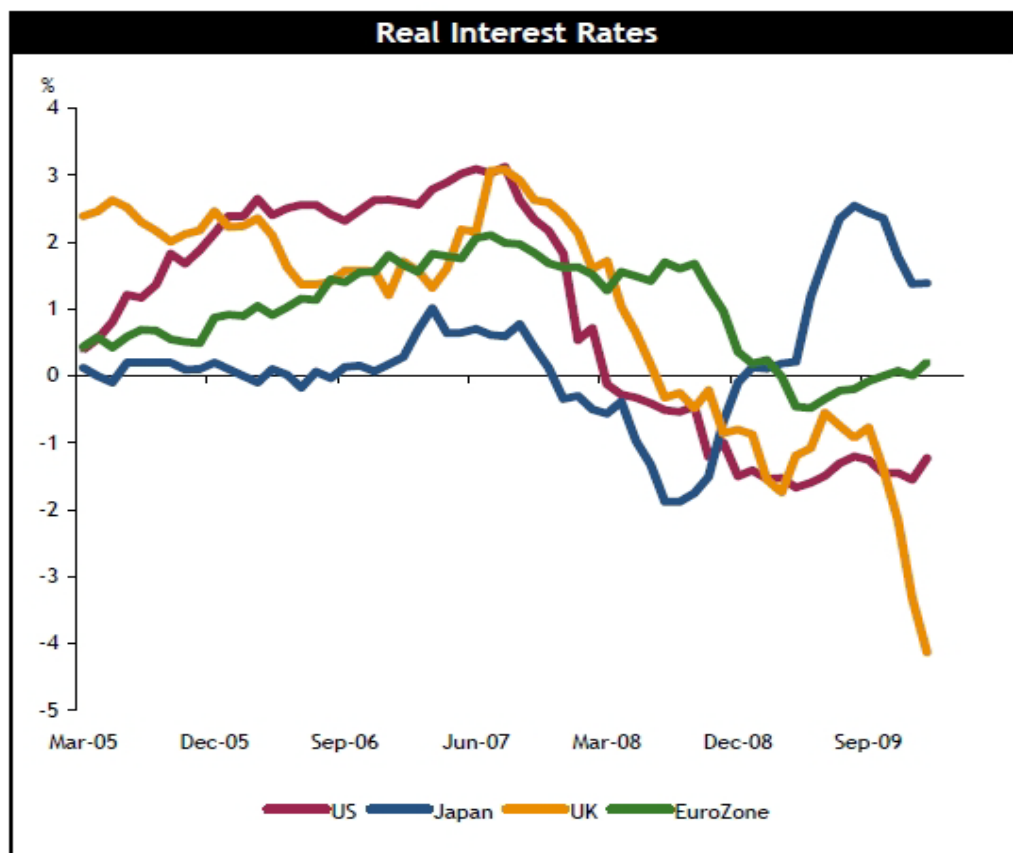
Als Anfang der achtziger Jahre die amerikanische Wettbewerbsfähigkeit und die Handelsbilanzüberschüsse schrumpften und die beginnende Re-Globalisierung durch die Öffnung Chinas begann, setzten zuerst die amerikanischen Geld- und Fiskalpolitiker auf die konsequente Stärkung der Binnenwirtschaft. Durch die staatlich geförderten Hausbauprogramme und die vermögenspreistreibende Geldpolitik der Notenbank FED wurde eine stark kreditabhängige Form der Ökonomie erzeugt und bis an ihre Grenzen ausgereizt: Die sogenannte **Asset and Credit driven Economy**. Dazu wurden die Zinsen in jedem Konjunkturzyklus noch tiefer gesenkt. Dies senkte die Attraktivität des Sparens und trieb die Vermögenspreise, welche dann wiederum für den weiteren Konsum beliehen werden konnten, in die Höhe. In Europa sind Großbritannien und Spanien die eifrigsten Nachahmer dieser Wirtschaftsform.

Neben den privaten Wirtschaftssubjekten kommen auch die Staaten durch Zahlungsverpflichtungen, resultierend aus sozialen Sicherungssystemen, zunehmend in den Schuldenstrudel.

Mittlerweile ist der Zins in den meisten westlichen Volkswirtschaften der wesentliche Einflussfaktor, um die Lebensdauer dieses extrem creditsensitiven Wirtschaftsmodells am Leben zu erhalten.

Die Notenbankchefs der USA und Großbritanniens (Ben S. Bernanke und Mervyn King) machen daher auch kein Hehl daraus, dass sie an steigenden Vermögenspreisen interessiert sind, um jeden Preis. Ihre Begründung: Steigende Aktien- und Immobilienpreise erhöhen den Wohlstand der Konsumenten und senken die Refinanzierungskosten der Unternehmen. Die Notwendigkeit extrem niedriger Zinsen ergibt sich zudem aus der steigenden Schuldenlast der Staaten.

Wie passt aber der offenkundige Wille niedriger Zinsen in die Ankündigung vieler Notenbanker, die Zinszüge wieder anzuziehen? Hier geht es nur darum, den Schein der Stabilitätspolitik zu wahren. Natürlich werden die Zinsen steigen, aber eben nur nominal und nicht real. Für ein Unternehmen, einen Staat oder einen Konsumenten ist jedoch der Nominalzins ohne Berücksichtigung der Teuerung irrelevant. Die breite Masse ist sich jedoch des kleinen aber feinen Unterschieds zwischen real und nominal nicht bewusst. Dies führt zu der aktuell grotesken Entwicklung, dass sogar professionelle Aktienhändler Angst vor Zinssteigerungen haben, während sich die Realzinsen unter Berücksichtigung der Gesamtinflation neuen historischen Tiefstständen nähern. Sie sind sogar teilweise negativ:



Quelle: BlackRock

In Wahrheit entwickelt sich an der Zins und Inflationsfront gerade eine Mixtur mit potenziell explosiver Treibkraft für Dividentitel und unverzinsten Realwerten, wie Rohstoffe und Edelmetalle.

Bereits in der letzten Phase sehr niedriger bzw. sogar negativer Realzinsen zwischen 2003 und 2007 explodierten die Preise für Aktien, Rohstoffe, Edelmetalle und Immobilien. Warum ist das so?

Bei den Aktien wirken negative Realzinsen auf zwei Ebenen sehr positiv:
Auf betriebswirtschaftlicher Ebene können Unternehmen sich sehr günstig refinanzieren. Gelingt es einer Aktiengesellschaft, sich in der Nähe der Inflationshöhe zu refinanzieren, und gleichzeitig bei den Verkaufspreisen seiner Güter oder Dienstleistungen Steigerungen in der Nähe der Teuerung durchzusetzen, ist der Schuldendienst real kostenfrei.



Einige Unternehmen schaffen es sogar, ihre Preise stärker als die Durchschnittsinflation zu steigern und zahlen damit sogar unter Berücksichtigung der Zinszahlungen insgesamt weniger Schulden zurück, als sie ursprünglich aufgenommen haben. Ein Traumszenario für dynamisch wachsende und margenstarke Unternehmen.

Auf der Kapitalmarktebene kommt zu der positiven Wirkung auf die Ertragssteigerung des Unternehmens noch die Dividendenkomponente hinzu. Im DAX 30 liegt diese bei aktuell 3,4% und damit deutlich über der Inflationsrate, dem Zwölfmonatszins und sogar über der Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen. In der Folge kommt es zu massiven Umschichtungen: Raus aus Liquidität und Staatsanleihen zu Gunsten von Dividenden- und Wachstumstiteln.

Wichtig ist jedoch, dass nur die Unternehmen von negativen Realzinsen profitieren, bei denen Preisüberwälzungsspielräume, günstige Refinanzierungsmöglichkeiten über die Kapitalmärkte und dynamisches Wachstum vorhanden sind.

Die klaren Verlierer negativer Realzinsen sind Spareinlagen, Sparbücher und Staatsanleihen. Nach Abzug der Teuerung und der Abgeltungsteuer besteht kaum eine Chance, bei diesen Anlagen reale Kapitalvernichtung zu vermeiden.

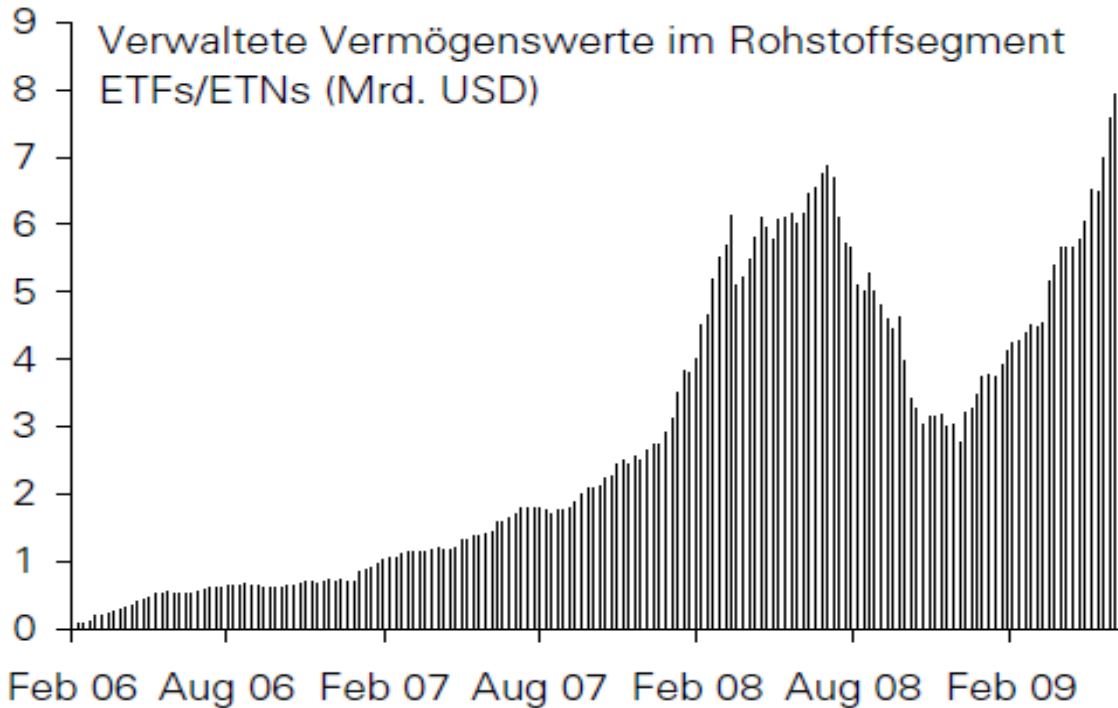
Staatsanleihen sind von zwei Seiten besonders gefährdet: Zum einen drohen auf Grund des aktuell niedrigen Nominalzinsniveaus und der sich beschleunigenden Teuerung nominale Zinssteigerungen. Dies birgt die Gefahr von Kursverlusten. Zum anderen werden 2010 in Rekordhöhe neue Staatsanleihen den Markt überschwemmen. Dies ist das Resultat des Versuchs, die stockende private Aufschuldung, ohne die es kein weiteres Wachstum gibt, durch Staatsverschuldung zu kompensieren. Dazu sind allein in diesem Jahr weltweit Anleiheemissionen von Staaten in Rekordhöhe von 5.700 Mrd. US\$ geplant. Die Staaten des Euroraums planen 2010 Nettoemissionen (nach Abzug der Tilgung) in Höhe von 465 Mrd. € (75 Mrd. € mehr als 2009 und neuer historischer Rekord). Die 30 Mitglieder der OECD werden zwischen 2007 und 2010 ihre Haushaltsdefizite von 515 auf 3.375 Milliarden US-Dollar fast versiebenfachen. Die OECD-Gesamtstaatsverschuldung wird in diesem kurzen Zeitraum von 29,9 Billionen auf 42,6 Billionen Dollar wachsen. Investoren weltweit beginnen, Staatsanleihen unter zu gewichten. Dies bedeutet abnehmende Nachfrage bei explodierendem Angebot. Griechenland musste bei seiner jüngsten Anleiheemission auf die künstliche Nachfrage der KfW, der europäischen Entwicklungsbank (CEB) sowie der griechischen Zentralbank zurückgreifen. Nur so war die optisch beeindruckende Überzeichnung möglich. Dennoch schoss der Zinssatz auf 6,4% in die Höhe und bedeutete für bereits ausgegebene Papiere mit geringerem Zinssatz herbe Kursverluste und für Griechenland eine enorme Zusatzbelastung der Staatsfinanzen.

Eine besondere Bedeutung kommt den negativen Realzinsen auch bei der Investmententscheidung zu Gunsten von Rohstoffen und Edelmetallen zu. Da physische Rohstoffe und Edelmetalle keine laufenden Erträge bieten, sind hohe Zinsen der natürliche Wettbewerber bei einer Investmententscheidung. Wenn der risikolose Zinssatz real aber nahe Null liegt oder, wie im aktuellen Umfeld, sogar negativ ist, fällt dieser Nachteil für unverzinsten Realwerte weg.

Was bleibt, ist die Chance steigender Notierungen auf Grund natürlicher Knappheit und ökonomischer Unentbehrlichkeit. Kommt es in Folge niedriger Zinsen sowie geld- und fiskalpolitischer Stimuli zu ökonomischer Expansion, steigt auch die industrielle Nachfrage nach Rohstoffen und Edelmetallen und mit ihr deren Preis. Wenn zudem das Vertrauen in die Staaten und in das ungedeckte Geldsystem sinkt, bieten Rohstoffe und vor allem die

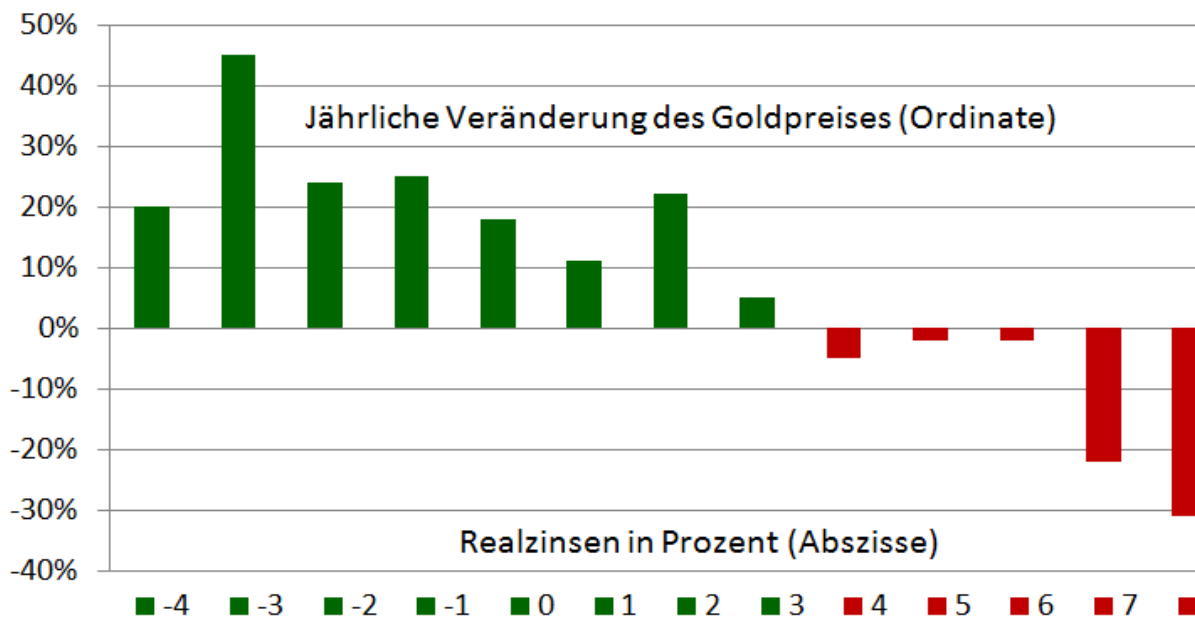


Edelmetalle Gold und Silber die Investmenteigenschaften einer Ersatzwährung. Die folgende Abbildung zeigt den stark steigenden Mittelzufluss in Rohstoffinvestments:



Quelle: DB Research

Empirisch belegt ist auch der Zusammenhang zwischen niedrigen respektive negativen Realzinsen und steigenden Goldnotierungen:



Quelle: Bloomberg, Deutsche Bank (Datenbasis von 1972 - 2008)

Weitere Informationen zur Anlagestrategie für dieses herausfordernde Umfeld erhalten Sie in unseren Veranstaltungen „**Kapitalmarktausblick 2010**“ am **25.03.2010** in [Berlin](#) und [Erfurt](#)

Sie haben Fragen oder Anregungen zu diesem Artikel? Wir freuen uns auf Ihr Feedback: [Zum Feedbackformular](#)



Disclaimer

Die YPOS Consulting GmbH übernimmt keine Haftung für die Verwendung des vorliegenden Dokuments oder seines Inhaltes. Alle Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die der Herausgeber zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments für zuverlässig erachtet. Trotzdem kann keine Gewähr für deren Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit übernommen werden - weder ausdrücklich noch stillschweigend.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers dar, noch enthält es die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art.

Keinesfalls stellt dieses Dokument eine Anlageberatung dar und kann eine solche auch nicht ersetzen.

Investitionsentscheidungen müssen auf Grundlage des Verkaufsprospektes erfolgen, der von dem Emittenten genehmigt und bei der zuständigen Wertpapieraufsicht hinterlegt ist. Sie dürfen nicht auf Grundlage des vorliegenden Dokuments erfolgen. Die besprochenen Investments können für den einzelnen Anleger, je nach Risikoklasse, Anlageziel und finanzieller Lage, unpassend sein. Jeder Leser, vor allem jeder Privatanleger, ist dringend gehalten, sich vor jeder Investitionsentscheidung umfassend zu informieren und vor der Erteilung einer Order den Ratschlag der Bank, des Brokers oder des Investment- respektive Vermögensberaters einzuholen.

Die YPOS Consulting GmbH ist nicht verantwortlich für Konsequenzen, speziell für Verluste, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in diesem Dokument enthaltenen Ansichten und Rückschlüsse folgen bzw. folgen könnten. Zurückliegende Wert-, Preis- oder Kursentwicklungen geben keine Anhaltspunkte auf die zukünftige Entwicklung des Investments. Die YPOS Consulting GmbH übernimmt keine Garantie dafür, dass der angedeutete Ertrag oder die genannten Kursziele erreicht werden.

Es ist möglich, dass die YPOS Consulting GmbH, ein verbundenes Unternehmen, Anteilseigner, Führungskräfte oder Angestellte Käufe oder Verkäufe in einem in dieser Publikation beschriebenen oder damit verbundenen Wertpapieren, Rohstoffen, Fonds oder Unternehmen tätigen oder getätigt haben oder in anderer Weise Anteile an Unternehmen, Rohstoffen oder Fonds dieser Publikation hält. Nähere Informationen enthalten die Hinweise nach § 34b WpHG.

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Service Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement - Exemptions) oder 1996 in der derzeit gültigen Fassung beschrieben sind. Anderen Personen oder Personengruppen darf dieses Dokument weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Dieses Dokument darf weder direkt noch indirekt in die USA oder Kanada oder an US-Amerikaner oder eine Person, die ihren Wohnsitz in Kanada hat, übermittelt werden, noch in deren Territorium gebracht oder verteilt werden.

Die Verteilung dieses Dokuments und der darin enthaltenen Informationen in andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen oder kanadischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Verantwortlicher im Sinne des Presserechts: Christoph Leichtweiß

Die Reproduktion, Veränderung oder kommerzielle Nutzung des Dokuments und seines Inhaltes ist untersagt und ist ohne vorherige schriftliche Einwilligung seitens der YPOS Consulting GmbH unzulässig. Die YPOS Consulting GmbH kann gegenüber Jedermann jederzeit ohne Angabe von Gründen die sofortige Unterlassung der Weitergabe des Dokuments verlangen.

Urheberrecht

Die in diesem Dokument veröffentlichten Beiträge sind urheberrechtlich geschützt. Jede ungenehmigte Vervielfältigung, auch auszugsweise, ist unstatthaft. Nachdruckgenehmigungen kann der Herausgeber erteilen.

YPOS Consulting GmbH
Freiherr-vom-Stein-Str. 9 D-64319 Pfungstadt
Fon.: 06157 / 9116409 | Mail: info@ypos-consulting.de
Registergericht: Amtsgericht Darmstadt
Registernummer: HRB 87815
Umsatzsteuer-Identifikationsnummer gemäß § 27 a Umsatzsteuergesetz: DE 264 825 663