

10. Juli 2007

## Anleiherenditen rücken in den Fokus

*In den USA, der Eurozone und Japan stiegen die Anleiherenditen im zweiten Quartal deutlich.*

Hauptgrund waren die unerwartet positiven Wirtschaftsmeldungen aus den USA, die eine Zunahme der Wachstumsdynamik im zweiten Quartal signalisieren. Die Bestandsanpassungen im produzierenden Gewerbe scheinen jetzt abgeschlossen, der Dienstleistungssektor (der rund 60 Prozent des BIP ausmacht) wächst stetig weiter und der Arbeitsmarkt ist stabil. Zusammengenommen gleichen diese Faktoren die anhaltende Schwäche des Immobilienmarktes mehr als aus.

**Markt revidiert Prognosen**

Allgemein hatte man am Markt noch mit einer weiteren Zinserhöhung durch die US-Notenbank „Fed“ gerechnet. Aufgrund der verbesserten Konjunkturaussichten sind diese Prognosen jetzt jedoch hinfällig. Auf jeden Fall hat diese Entwicklung wesentlich zum Anstieg der Kapitalmarktzinsen beigetragen. Da kaum Inflationsgefahr besteht, deutet alles auf steigende Realzinsen hin.

Auch die Erwartungen im Hinblick auf den geldpolitischen Kurs der Europäischen Zentralbank bedurften einer Anpassung. In der Eurozone hat das Wachstum bereits im fünften Quartal hintereinander den langfristigen Durchschnittswert übertroffen. Dieser Aufwärtstrend schürt indes die Inflations Sorgen der Europäischen Zentralbank (EZB). Vor allem der außerordentlich hohe Grad der Kapazitätsauslastung birgt langfristige Inflationsrisiken. In ihrer Stellungnahme anlässlich der letzten Zinsanhebung bewertete die EZB ihre Geldpolitik als weiterhin konjunkturell stimulierend. Unter Berücksichtigung des Inflationsrisikos ist der Leitzins nach Auffassung der EZB immer noch zu niedrig. Der Markt reagierte mit höheren Anleiherenditen.

Auch markttechnische Faktoren puschten die Renditen in die Höhe. Mit dem Anstieg der Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen auf über 5 Prozent endete schließlich der seit zwanzig Jahren anhaltende Abwärtskurs der Rentenrenditen.

**Rätsel gelöst?**

Das „bond market conundrum“ scheint sich in Wohlgefallen aufgelöst zu haben. Dieser Begriff wurde seinerzeit vom ehemaligen Vorsitzenden der amerikanischen Notenbank, Alan Greenspan, geprägt. Er beschreibt ein eigentümliches Phänomen, wonach die Langzeitzinsen trotz stetiger Zinsanhebungen durch die Fed in den Jahren 2004 bis 2006 hartnäckig auf einem bestimmten Niveau verharrten.

In diesem Zusammenhang werden häufig die Begriffe Liquiditätsschwemme und Ersparnisschwemme gebraucht. Hintergrund sind die gelockerte Geldpolitik zahlreicher Notenbanken sowie die ausgeprägte Sparneigung – vor allem in Asien –, die in den Jahren zwischen 2002 und 2005 für niedrige Realzinsen sorgten. So hat China beispielsweise seine immensen Devisenvorräte vorzugsweise in US-Staatsanleihen investiert, um so den Renminbi vor einer zu schnellen Aufwertung gegenüber dem Dollar zu bewahren. Die Folge waren fallende Renditen bei US-Anleihen und eine inverse Zinsstrukturkurve.

Weltweit haben die Währungshüter in den letzten Jahren an der Zinsschraube gedreht. Die günstigeren Konjunkturaussichten in den USA und der anhaltende Wirtschaftsboom in Ländern wie China haben dazu geführt, dass Investoren ihre Zinsprognosen nach oben korrigieren. Dies erklärt weitgehend die steigenden Renditen in den vergangenen Wochen. Es gibt zudem Hinweise auf ein Nachlassen der Ersparnisschwemme und eine Verlagerung bei der Asset-Allokation. In China findet derzeit eine Verlagerung des Anlegerinteresses von Anleihen zu anderen – risikoreicheren – Anlageformen statt. Die chinesische Regierung hat eine neue Behörde ins Leben gerufen, die einen Teil der enormen Devisenvorräte des Landes verwalten soll. Sozusagen als erste Amtshandlung erwarb diese Behörde im Mai dieses Jahres einen Anteil am US-Finanzinvestor Blackstone. Hinzu kommt, dass die Handelsbilanzüberschüsse der ölexportierenden Länder mittlerweile schrumpfen. Inzwischen wird ein größerer Anteil der Erdölträge verbraucht anstatt gespart. Infolge dieser Entwicklungen sind Risikozuschläge und Anleiherenditen bereits (leicht) gestiegen.

### Höhere Zinsen

Bei anhaltend niedrigen Inflationserwartungen rechnen wir für die Eurozone mit Anleiherenditen zwischen 3 und 6 Prozent. Vor dem Hintergrund einer schwachen Konjunktur und der Politik des leichten Geldes hatten sich die Zinsen seit 2002 auf einem relativ niedrigen Niveau (3-4,5 Prozent) eingependelt. Erst gegen Ende 2005 zeichnete sich eine Erholung ab; im Zuge der jüngsten konjunkturellen Dynamik kletterten die Renditen sogar in den oberen Bereich der Range. Die Notenbanken werden ihren Zinsstraffungskurs wohl fortsetzen und die Sparquote dürfte fallen. Nach unserer Einschätzung werden die Renditen daher in den nächsten Jahren – bei leicht steigenden Risikozuschlägen – im oberen Bereich bleiben (4,5 bis 6 Prozent). Die größte Gefahr besteht darin, dass ein plötzlicher Rückgang der Risikoneigung (zum Beispiel infolge einer Verschärfung des Konflikts zwischen den USA und dem Iran) eine verstärkte Hinwendung zu Qualitätswerten auslöst. Angesichts des Rufs der Anleihemärkte als „sichere Häfen“ würden Rentenrenditen dann wieder unter Druck geraten.

### USA

In den USA sollte sich das Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte der langfristigen Durchschnittsrate von 3 Prozent annähern. Mit den günstigeren Wachstumsaussichten steigt auch die Inflationsgefahr für das kommende Jahr. Unserer Einschätzung nach wird die Fed die Leitzinsen in diesem Jahr unverändert lassen. Für 2008 deutet jedoch einiges auf eine Zinsanhebung hin. Für die Anleiherenditen könnte dies mit einem weiteren, wenn auch geringfügigen Anstieg verbunden sein.

### Eurozone

Der angespannte Arbeitsmarkt und der hohe Auslastungsgrad werden in der Eurozone langfristig zu Inflationsdruck führen. Entsprechend verfolgt die EZB einen geldpolitischen Kurs sukzessiver Zinserhöhungen. Wir haben unsere Prognosen insoweit angepasst und rechnen jetzt mit einer Anhebung der Refinanzierungsrate der EZB auf 4,5 Prozent (vorher: 4,25 Prozent) bis Ende des Jahres. In 2008 dürften die Leitzinsen dann sogar auf 4,75 Prozent (vorher: 4,5 Prozent) steigen. Diese Zinssteigerungen sollten langfristig auch zu höheren Anleiherenditen beitragen.

### Japan

Japans Rückkehr zu einem von (begrenzter) struktureller Inflation geprägten wirtschaftlichen Umfeld dauert länger als erwartet. Vorausgesetzt, dass Investitionsausgaben und Konsum in Japan wieder steigen, wird die Bank of Japan wohl ihre zinspolitische Richtung beibehalten: allmähliche Zinsanhebungen auf 2,5 bis 3 Prozent über einen Zeitraum von rund zwei Jahren. Wir rechnen für dieses Jahr mit nur einer Anhebung auf 0,75 Prozent.

### Aktienmärkte

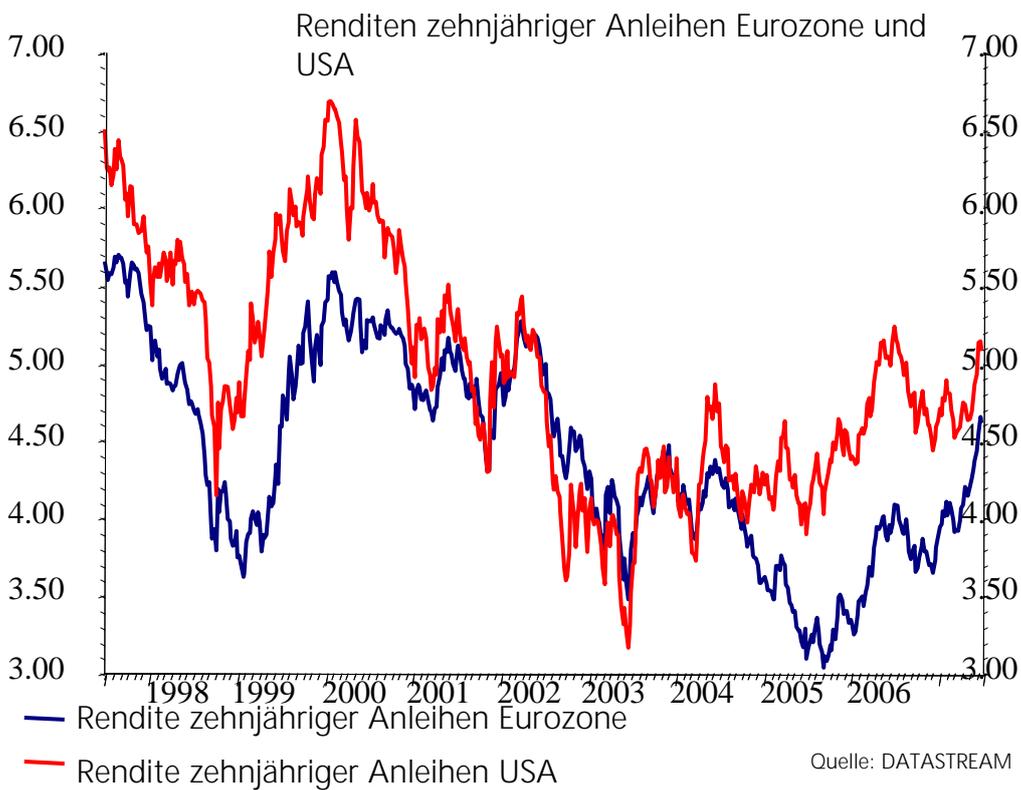
Auch nach dem jüngsten Anstieg der Anleiherenditen sind Aktien weiterhin attraktiver bewertet als Anleihen. Damit die Anleihebewertungen mit Aktien mithalten können, wäre eine weitere Zunahme um mindestens 100 Basispunkte vonnöten. In jedem Fall sind höhere Zinsen für die Aktienmärkte selten von Vorteil, auch wenn der jüngste Anstieg der Realzinsen inflationsbedingten Zinserhöhungen in jedem Fall vorzuziehen ist. Eskalierende Zinsen treiben die Finanzierungskosten öffentlicher und privater Schuldner in die Höhe. Bisher ist dies allerdings noch kein unmittelbares Problem. Auch Investoren, die Fremdkapital einsetzen (man denke nur an Private-Equity-Firmen), sind betroffen. Solange jedoch die hohe Risikoneigung unvermindert anhält, ist dies auch nicht weiter problematisch.

Die größte Gefahr für die Aktienmärkte geht wohl vom (amerikanischen) Verbraucher aus. Die Folgen höherer Zinsen machen sich insbesondere im Subprime-Segment des Darlehensmarktes bemerkbar, wo für Hypotheken häufig variable Zinssätze vereinbart werden. Ein Anstieg der Zinsen schlägt sich hier sofort – spürbar – nieder. Solange jedoch der Arbeitsmarkt dynamisch bleibt und Eigenheimbesitzer nicht zum Verkauf gezwungen sind, sollte sich das Risiko in Grenzen halten. Nichtsdestotrotz verunsichert die Schieflage bei Subprime-Hypotheken erneut die Anlegerschaft. In den letzten Jahren wurden zahlreiche festverzinsliche Darlehen an Finanzinstitutionen ausgereicht, bei denen Hypothekenportfolios als Sicherheit dienten. Verlieren diese Hypothekendarlehen an Wert, könnte dies ungeahnte Folgen für die Finanzmärkte haben.

**Rendite zehnjähriger Anleihen in %**

	1. Januar 07	29. Juni 07	3-Monats-Prognose	12-Monats-Prognose
USA	4,7	5,1	5,1	5,5
Eurozone	3,9	4,6	4,7	5,0
Japan	1,7	2,0	2,0	2,1

Quelle: ING IM, Juli 2007



### Rechtliche Hinweise

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken und stellen auf keinen Fall ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar. Diese Publikation ist ausschließlich für institutionelle Anleger bestimmt. Obwohl der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen. Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder ING Investment Management (die für diesen Zweck ING Investment Management (Europe) B.V. als Rechtsperson angibt) noch irgendeine andere zur ING-Gruppe gehörende Gesellschaft oder Körperschaft noch irgendwelche Vorstandsmitglieder, Geschäftsführer oder Mitarbeiter können direkt oder indirekt für irgendwelche in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen. Wenn Sie Investmentdienstleistungen in Anspruch nehmen möchten, wenden Sie sich bitte an unser Büro, das Sie gerne näher beraten wird. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Information erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen niederländischem Recht. Für alle in dieser Publikation genannten Produkte oder Wertpapiere gelten andere Risiken und Geschäftsbedingungen, die von jedem Anleger vor einem Anlagegeschäft einzeln durchzulesen sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen stellen auf keinen Fall eine Werbung für den Kauf oder Verkauf von Kapitalanlagen bzw. für die Zeichnung von Wertpapieren dar. Bezüglich der in dieser Publikation genannten Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise weitere Informationen über bestimmte für diese Produkte oder Wertpapiere geltende Beschränkungen aufgrund der jeweiligen gesetzlichen Bestimmungen erforderlich. Diese Publikation ist nicht als Werbung für den Kauf oder Verkauf von Kapitalanlagen bzw. für die Zeichnung von Wertpapieren gedacht und auch nicht für Personen in Ländern bestimmt, in denen die Verbreitung solcher Materialien aufgrund geltender Vorschriften oder Gesetze verboten ist.