

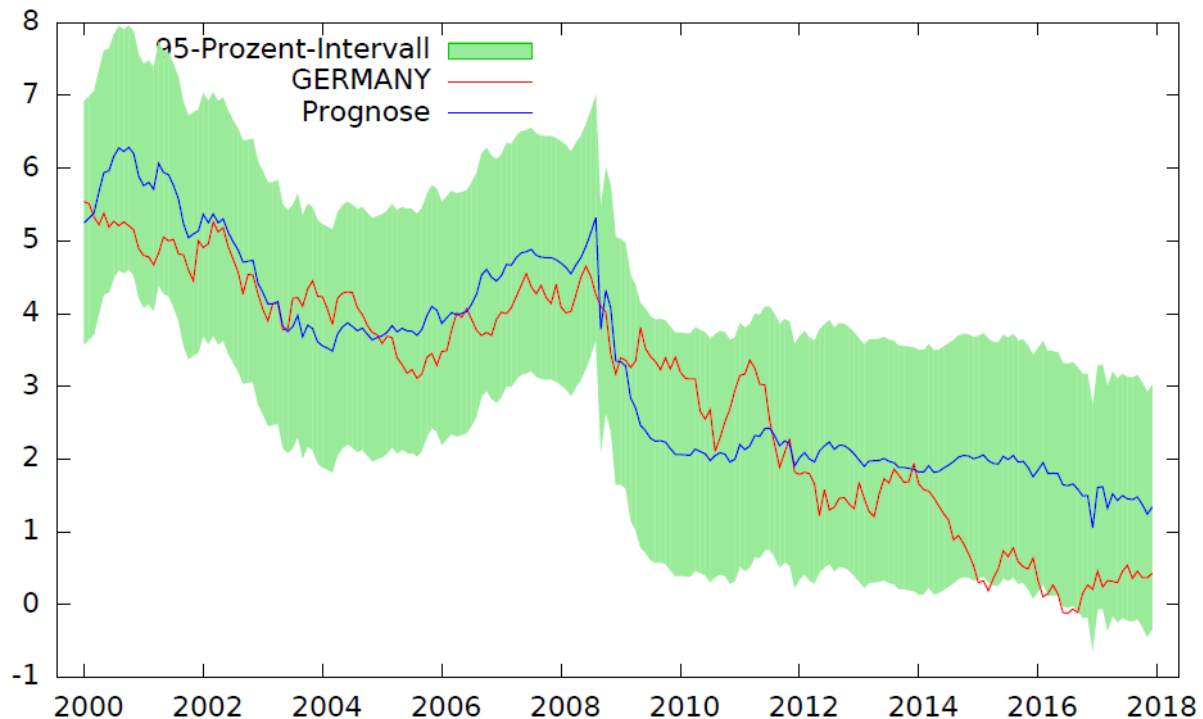
Was wäre wenn? – eine Analyse des Gleichgewichtszinssatzes deutscher Staatsanleihen

Die europäische Wirtschaft wächst wieder. Es steigen nicht nur die private Nachfrage, sondern endlich auch die privaten Investitionen deutlich. Ein Ende der ultralockeren Zinspolitik wird bereits diskutiert. Dieser kurze Beitrag soll untersuchen, welches Zinsniveau bei „normaler“ Zinspolitik für deutsche 10-jährige Staatsanleihen zu erwarten wäre und welche Zinsniveaus sich daraus für spanische und italienische 10 – Jahresanleihen ergeben würden.

Seit Jahren versucht die Europäische Zentralbank (EZB) die Konjunktur in den Eurostaaten durch außergewöhnliche geldpolitische Maßnahmen zu unterstützen. Nun scheinen die Maßnahmen endlich Wirkung zu zeigen: die Konjunktur in der Eurozone läuft zum ersten Mal seit langem wieder synchron. Alle Länder können positive Wachstumsraten und fallende Arbeitslosenzahlen verzeichnen. In manchen Ländern – etwa in Deutschland – wird bereits von einer sich abzeichnenden Überhitzung der Wirtschaft gesprochen. Die gute wirtschaftliche Entwicklung in Europa hat nun aber bereits dazu beigetragen, dass über eine Einstellung des gigantischen Ankaufprogramms europäischer Staatsanleihen durch die Zentralbank diskutiert wird. Immerhin hat die Zentralbank das ursprünglich 60 Mrd. EUR ausmachende Programm auf „nur“ noch 30 Mrd. EUR monatlich reduziert.

Seitdem gehen die Zinsen in Europa langsam aber stetig nach oben. Lagen die Renditen 10-jähriger deutscher Staatsanleihen 2017 im Jahresdurchschnitt bei 0,37%, liegen sie nun – Stand Mitte 2018 – bei fast 0,6%. Für Investoren kann es von Bedeutung sein, eine ungefähre Vorstellung über das Ausmaß eines möglichen Renditeanstiegs zu besitzen, um die möglichen Konsequenzen für die Renten- aber auch für die Aktienmärkte abschätzen zu können. Zu diesem Zweck wird eine einfache ökonometrische Untersuchung angestellt, um in einer Art Basisszenario das Renditerisiko abschätzen zu können. Dabei werden die 10-Jahresrenditen Deutschlands (GERMANY) auf die europäische Inflation, den US-Wechselkurs, die Konjunkturerwartungen und auf eine zentralbankpolitische Reaktionsfunktion auf inflationäre Tendenzen regressiert (Schätzung siehe unten).

Folgender Prognosechart ergibt sich für die Jahre 2000 – 2018:



Graphik: 10-jährige Rendite deutscher Staatsanleihen (rot) vs. Modellprognose Gleichgewichtsrendite

Das Modell hat im Wesentlichen gute Prognoseeigenschaften. Neben den statistischen Maßen zeigt auch ein Blick auf den Chart, dass wesentliche Charakteristika der Zinsentwicklung akkurat „prognostiziert“ wurden. So wurde der kurze Zinsanstieg seit Mitte 2005 ebenso richtig erkannt wie der nachfolgend deutliche Zinsrückgang ab 2008. Erst seit Mitte 2014 lässt die Prognosefähigkeit nach – nicht zuletzt aufgrund der außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank. Doch sollte gerade dann, wenn diese Maßnahmen zurückgefahren werden, die Modellergebnisse eine gute Indikation für das mögliche Zinsanstiegspotenzial geben. Auf Basis der aktuellen Daten Ende Dezember 2017 errechnet sich nun ein gleichgewichtiger Zinssatz von **1,34 %** für 10-jährige deutsche Staatsanleihen. Somit sollten sich Investoren auf eine deutliche Zinssteigerung einstellen, selbst wenn die Zinsen am kurzen Ende weiterhin im negativen Bereich verharren sollten.

Mit welchen Renditen sollte der Anleger in den Südländern wie Italien und Spanien erwarten? Dazu wird der Spread für Italien und Spanien gegenüber den Renditen deutscher Staatsanleihen untersucht. Eine einfache Regression der jeweiligen Länderrenditen auf die deutsche 10-jährige Staatsanleihe ergibt in beiden Fällen einen Parameter größer 1 (Spanien: 1,16, Italien: 1,3). Daraus ergeben sich nun gleichgewichtige Renditen von 2,39% für Spanien und 2,34% für Italien. Dieses Ergebnis überrascht, stehen doch die Renditen Spaniens bei aktuell 1,44% und die Italiens bei 1,97%. Somit käme es in Italien nur zu einem leichten Zinsanstieg, während Spanien von einer Zinswende stärker belastet werden würde. Die Schätzungen beziehen sich allerdings auf den Zeitraum ab 1991, so dass die deutlich schlechtere Einstufung Italiens durch den Finanzmarkt in jüngster Zeit nicht vollständig reflektiert ist. Berücksichtigt man einen möglichen Strukturbruch nach Ausbruch der Staatsschuldenkrisen ab 2012, dann käme man sowohl für Italien als auch für Spanien auf deutlich höhere Renditen. Dies erscheint jedoch in Anbetracht des aktuell starken Zentralbankeinflusses auf die Renditen als wenig realistisch. Somit scheint ein relativ unveränderter Spread italienischer und spanischer Renditen gegenüber deutschen Renditen bei einem Zinsanstieg als die plausibelste Variante.

Anhang: Schätzung der 10-jährigen deutschen Staatsrendite (GERMANY) auf die Inflation (gerinf), die Konjunkturerwartung (ifo), der Wechselkur (exch_usd_mon) und der Reaktionsfunktion der Zentralbank (ezb_reaktion).

Abhängige Variable: GERMANY

	Koeffizient	Std.-fehler	t-Quotient
const	6,54644	0,618105	10,59
gerinf	0,996045	0,0254743	39,10
ifo	-0,0225572	0,00630300	-3,579
EXCH_USD_MON	-1,19247	0,202483	-5,889
ezb_reaktion	0,740662	0,0187813	39,44