

Implizite Prognose: Kapitalmarkt sagt Zinsen voraus

• Dr. rer. pol. Roman von Ah, Geschäftsleitungsmitglied der Swissca Portfolio Management AG, verantwortlich für Obligationenanlagen

Am Anfang jedes Anlagehorizontes stellt sich immer wieder die gleiche bange Frage: Wohin geht es diesmal mit den Zinsen? Wer nicht zur Gilde der professionellen Sternegucker gehört, der hat verschiedene Möglichkeiten, sich darüber zu informieren, wohin die Zins-Reise geht.

1. Grosse Anlagehäuser unterhalten ökonomische Forschungsabteilungen. Dort erstellen bestens ausgebildete Ökonomen mit teilweise komplizierten makroökonomischen Modellen Prognosen über Zinsen, Währungen und vieles mehr. Je nach individueller Stärke und Spezialisierung kann man dieses oder jenes Institut als Quelle benützen oder die

besten auswählen und einen Durchschnitt bilden.

2. Eine Alternative besteht darin, den Markt nach seiner Zinsprognose zu befragen. Dies wird auch «implizite Zinsprognose» genannt. Aus den Renditen auf Verfall unterschiedlicher Laufzeiten kann die Zinsfristenstruktur berechnet werden. Diese beinhaltet bereits eine Prognose zukünftiger Zinsen. Dahinter verbirgt sich die Erkenntnis, dass eine zweijährige Anlage den gleichen Ertrag abwerfen sollte wie eine einjährige Anlage heute kombiniert mit einer einjährigen Anlage in einem Jahr.

Die folgende Grafik zeigt die Zinsfristenstruktur der Schweiz. Basierend

auf den Zinssätzen von heute lässt sich berechnen, wo der Kapitalmarkt die Zinsen in 3 und 6 Monaten usw. einschätzt.

Heute beträgt der Dreimonatszinssatz rund 1,35%, Zweijahresanlagen

bringen 1,44%, fünf- und zehnjährige Anleihen 2,53% bzw. 3,49%. Die implizite Marktprognose in 6 Monaten findet sich am oberen Ende (für 3 Monate im mittleren Bereich) der Balken in der Grafik. Der Markt nimmt

beispielsweise an, dass der zweijährige (fünf-/zehnjährige) Zins von 1,44 (2,53/3,49)% in 6 Monaten auf 1,81 (2,82/3,59)% steigen wird. Damit wird deutlich, dass der Kapitalmarkt in der nahen Zukunft – vor allem zwischen 2 und 7 Jahren – von steigenden Zinsen ausgeht.

Für den aktiven Portfoliomanager bedeutet dies, dass in Erwartung steigender Zinsen eine kurze Duration bei Obligationen nicht ausreicht, um den Index zu schlagen. Die Krux ist, dass nur dann ein Mehrwert geschaffen werden kann, wenn die Zinsen stärker steigen als dies die impliziten Zinsen voraussagen. Deshalb ist es ratsam, die eigene Zinserwartung immer an der impliziten Erwartung des Marktes zu messen. Wenn sich die beiden Zinsprognosen unterscheiden, dann müssen gute Gründe vorliegen, denn die damit verbundene Behauptung, mehr zu wissen als der Markt, ist ein starkes Stück!

