Es sind die Zinsen, Dummkopf!



Dr. Jürgen Callies
Head of Research

Die Kapitalmärkte befinden sich momentan im Spannungsfeld struktureller Umbrüche von historischem Ausmaß. Da ist zum einen das Thema „Künstliche Intelligenz“, das für enorme Gewinnfantasien gerade bei den Unternehmen rund um das gesamte Ökosystem dieses Sektors sorgt. Da ist zum anderen aber auch die sich verkomplizierende geopolitische Situation, die die Energiepreise weiter nach oben treibt. Daneben stehen derzeit Notenbanken und Staatsdefizite ganz weit oben in der Marktaufmerksamkeit. Auch deswegen, weil sie ebenfalls die wichtigste Größe beeinflussen, die es für die Kapitalmärkte gibt, den Zins. Und der Zins bewegt sich, er bewegt sich vehement. Die weitere Zinsentwicklung wird der Schlüssel für die kommende Entwicklung bei risikoreichen Assets sein.

Als der Newcomer Bill Clinton 1992 die Präsidentschaftswahlen in den USA gegen den Amtsinhaber George H.W. Bush gewann, in dessen Amtszeit die deutsche Wiedervereinigung und die Befreiung Kuwaits nach irakischer Besetzung fielen, prägte er den Satz „It’s the Economy, stupid!“ („Es ist die Wirtschaft, Dummkopf!“), um klarzumachen, dass der singulär wahlentscheidende Faktor in den USA die wirtschaftliche Situation ist. Eine parallele Aussage zu den Kapitalmärkten müsste meines Erachtens heißen „Es sind die Zinsen, Dummkopf!“, ist der Zins doch die zentrale Schlüsselgröße für alle Kapitalanlagen und gleichzeitig auch ein Seismograf für verschiedenste Entwicklungen.

Der Zins als Spinne im Netz

Der Zins ist – einfach ausgedrückt – der Preis für das zeitweise Überlassen von Kapital. Je nach Laufzeiten spricht man vom Geldmarktzins (üblicherweise kleiner als ein Jahr) oder vom Kapitalmarktzins, wobei in normalen Zeiten gilt: Je länger die Laufzeit, desto höher der Zins.

Der Zins übernimmt eine Vielzahl von Funktionen. Er ist nicht nur der Preis, der der Komponente Zeit für die Überlassung von Finanzmitteln beigemessen wird, er ist auch die Benchmark dafür, was bei Fremdfinanzierung im Minimum erwirtschaftet werden muss, um ein Investment als erfolgreich zu deklarieren. Er fungiert über Diskontierung als Mittel der Vergleichbarkeit künftiger Erträge und Belastungen zur Gegenwart.

Nun gibt es den „einen“ Zins nicht. Neben den Kreditzinsen stehen an den Finanzmärkten insbesondere die Notenbankzinsen als wesentlicher Einflussfaktor für den Geldmarkt im Vordergrund und die Renditen langlaufender „sicherer“ Anleihen, die einen Orientierungscharakter haben. In erster Linie seien da die 10-jährigen US-Staatsanleihen, aber auch die 10-jährigen Bundesanleihen genannt. Das ganze breite Spektrum an Unternehmensanleihen, Covered Bonds, Emerging-Markets-Anleihen, Staatsanleihen niedrigerer Bonität gruppiert sich dann um diese zentralen Benchmarks herum in Form von Risikoaufschlägen („Spreads“), die das zusätzliche Ausfallrisiko dieser Papiere widerspiegeln.

Wenn man so will, ist der Zins die Mutter aller Benchmarks für liquide und illiquide Investments an den Finanzmärkten und diese Rolle wird eben standardmäßig von den Renditen länger laufender Anleihen als besonders sicher qualifizierter Staatsanleihen übernommen.

Hauptbestimmungsfaktoren des Zinses

Ohne eine größere Abhandlung zu schreiben, lässt sich festhalten, dass der Nominalzins am Kapitalmarkt, mit dem man üblicherweise zu tun hat, eine Kombination aus dem Realzins und den Inflationserwartungen ist. Der Realzins wird insbesondere von den Wachstumserwartungen getrieben, die Inflationserwartungen von der aktuellen und prognostizierten Inflationsentwicklung. Das Vertrauen oder Misstrauen in die Notenbank, für Geldwertstabilität zu sorgen, spielt dabei eine wichtige Rolle.

Als grobe Daumenregeln lassen sich formulieren: Je höher das Wachstum und die Wachstumserwartungen sind, umso höher tendenziell der Realzins. Je mehr Preiskomponenten in der Wirtschaft starke Steigerungen sehen und je weniger das Vertrauen da ist, dass dies nur ein temporärer Effekt ist, desto höher die Inflationserwartungen.

Daneben gibt es, wie bereits erwähnt, Aufschläge für die niedrigere Bonität einzelner Emittenten gegenüber den als Benchmark angesehenen, als besonders sicher eingestuften Staatsanleihen, den sogenannten „Safe Haven“-Staatsanleihen, wie beispielsweise Bundesanleihen oder US-Treasuries.

Richtungswechsel bei Inflationserwartungen und Zinsen

Bei den Zinsen versprach das Jahr 2026 im Ausblick eigentlich ein ruhiges Jahr zu werden. Energiepreise schienen im Griff, die Zielsetzung der US-Administration, weltweit für höhere Förderungen fossiler Energieträger einzutreten, gab einen Rahmen, in dem Inflation weniger das Problem für 2026 zu werden schien. In diesem Umfeld sahen die Markterwartungen eher eine Europäische Zentralbank (EZB), welche die Notenbankzinsen niedrig halten würde (nennenswerte Stimmen sahen sogar hier noch Potenzial für ein bis zwei zusätzliche Zinssenkungen). Bei der US-Notenbank Fed dagegen war die Marktüberzeugung, dass sie nach einer mehrmonatigen Pause Anfang 2026 den Zinssenkungszyklus wieder aufnehmen würde. Vehement diskutiert wurde vor allem die Frage, wie viele Schritte seitens der Fed nach unten erfolgen würden, verbunden mit der Frage, wen der US-Präsident als Nachfolger für Jerome Powell nominieren würde.

Dann kam der 28. Februar. Mit dem Angriff der USA und Israels auf den Iran begann ein neuer Krieg im Mittleren Osten, der die Ölpreise zunächst von 60 auf bis über 120 US-Dollar pro Barrel brachte. Ab Mitte des Jahres gab es zwar Unterbrechungen und Feuerpausen, aber eine der Energiearterien der weltweiten Wirtschaft, die Straße von Hormus, ist nach wie vor in ihrer Funktion deutlich beeinträchtigt. Dadurch hat sich der Ölpreis zuletzt wieder über 100 US-Dollar pro Barrel Brent etabliert.

Ein solcher Schock auf der Energieseite beeinflusste natürlich massiv die Inflationsraten, aber auch die Inflationserwartungen. Gleichzeitig drehte sich das Markt-Pricing für die Notenbanken von anhaltend lockerer Geldpolitik auf Verschärfung. Beide Faktoren führten zu deutlich steigenden Renditen am langen Ende.

Zinsausblick: Am Scheideweg

Blicke ich auf vergangene Krisen am Golf zurück, in denen das Rohölangebot durch einen Krieg nachhaltig eingeschränkt war, kommen mir als vergleichbar zur jetzigen Situation die erste Ölkrise 1973/74 und die Invasion Kuwaits durch Saddam Hussein im Jahr 1990 in den Sinn. Die zweite Ölkrise mit ihrem Auf und Ab, mit dem Sturz des Schahs, der Ausrufung der islamischen Republik und eines achtjährigen Krieges, der auf die Kombattanten beschränkt blieb, eignet sich als Vergleich nach meiner Einschätzung weniger. Das Ölembargo 1973/74 der arabischen Anrainer des Persischen Golfs begann Mitte Oktober 1973 und endete im März 1974, dauerte also rund fünf Monate. Die Invasion Kuwaits durch Saddam Hussein startete im August 1990, die Niederlage war Ende Januar 1991 besiegelt. Die Einschränkungen waren geringer als jetzt und auch während des Iran/Irak-Krieges floss das Öl aus dem Golf in der Breite ungehindert.

Über die Kaufzurückhaltung Chinas, die Freigabe von strategischen Reserven und Produktionserhöhungen nicht betroffener Länder konnte der Ölpreis bislang auf hohem Niveau „stabilisiert“ werden. Je länger aber die derzeitige Situation anhält, desto mehr wird sich der Inflationsimpuls der Energie sukzessive durch die Wirtschaft fressen und zunehmend Sekundäreffekte auf die Inflation auslösen, das heißt übersetzt, die Unternehmer geben immer mehr der Preissteigerungen weiter, weil sie nicht mit einem baldigen Ende des Krieges und wieder fallenden Energiepreisen rechnen. Nachdem es bislang keinen Deal vor den „Midterm-Elections“ in den USA gab, rechnen wir mit einem Ende des Konflikts nun erst Anfang des zweiten Quartals nächsten Jahres. In unserem Risikoszenario gehen wir sogar von einer Lösung erst mit dem Ablauf der Amtszeit von Donald Trump aus.

Die weitere Entwicklung der Situation im Mittleren Osten, die durch die Wiederaufnahme des Bürgerkrieges im Jemen, in dem Saudi-Arabien als Kriegspartei fungiert, noch verkompliziert wird, wird aber der Schlüssel für Inflation und Inflationserwartungen in den kommenden Monaten und damit mittelbar auch für die Zinsentwicklung sein. Im gegenwärtigen Umfeld erwarten wir, dass sich die Energieinflation weiter durch die Preiskette zieht und die Inflationsraten im ersten Quartal nächsten Jahres in den USA und Euroland im Jahresvergleich eine Vier vor dem Komma haben dürften, eine Erwartung, die unseres Erachtens weitere Notenbankschritte auslösen wird.

Mit weiteren Zinsanhebungen der EZB und der Fed noch vor Weihnachten sollte dann auch der Druck auf die Zinsen am langen Ende erhalten bleiben. Damit würde, isoliert betrachtet, das Zinsumfeld für Risky Assets noch herausfordernder und belastender. Kommt es im nächsten Jahr zu keiner Lösung am Golf, was nur unser Risikofall, nicht unsere aktuelle Erwartung ist, und bleiben die Ölpreise das ganze Jahr über 100 US-Dollar, sollten wir noch deutlich höhere Inflationsraten, deutlich mehr Zinsanhebungen der Notenbanken, deutlich höhere Zinsen am langen Ende und eine massive Belastung des Wachstums sehen.

Konsequenzen für die Kapitalmärkte

Steigen die Zinsen, steigt die Benchmark, welche Returns Risky Assets erzielen müssen, damit ein Investment relativ gesehen attraktiv ist. Besonders hellhörig muss man werden, wenn es heißt „This time is different" – dieses Mal ist alles anders. Das stimmt fast nie und ist meistens eine Schutzbehauptung, an einer bestimmten, meist positiven Weltsicht festzuhalten, auch wenn Zinsmärkte schon die ersten Warnsignale geben. Fast allen größeren Korrekturen bei Risky Assets sind in den letzten 40 Jahren Zinsanstiege vorangegangen, dem Platzen der japanischen Immobilien- und Aktienmarktblase, der Asienkrise, dem Platzen der Dotcom Bubble, der Lehman-Krise ...

Nun gibt es keinen Automatismus, keine Daumenregel, die sagt, soundso viele Notenbankzinserhöhungen, soundso viele Basispunkte Anstieg bei langlaufenden Anleihen etc. muss es geben, damit Risky Assets korrigieren. Es gibt nur klare Wirkungsketten: Höhere Zinsen dämpfen die Konjunktur, höhere Zinsen machen bestehende Investments unattraktiver.

Wenngleich der Zins zwar ein wesentlicher Baustein ist, ist er aber nur eine Komponente der Betrachtung. Wenn, wie in Japan vor 1990, der Wert der Immobilien kontinuierlich steigt, wenn, wie in der Dotcom Bubble, der erwartete Renditezuwachs der Aktien steigt, wenn, wie jetzt in der Phase der Fantasien rund um die Künstliche Intelligenz, Unternehmen aus diesem Ökosystem Rekordgewinne vermelden, dann sind das klare Elemente, die positiv auf die betroffenen Risky Assets und kompensierend, derzeit sogar überkompensierend, gegen den Zinsanstieg wirken. Weiter überkompensieren zu können, wird aber mit jedem Zinsanstieg herausfordernder. Fallen die kompensierenden Effekte weg oder enttäuschen sie das erwartete Ausmaß, kommt es zur Korrektur.

Schaut man auf die diesjährige Performance der Aktienmärkte, sticht ein Treiber ins Auge, das ist eine atemberaubende Steigerung der Gewinnerwartungen, in den Indizes getrieben durch die Unternehmen, die mit dem aktuellen KI-Boom verbunden sind. Das betrifft nicht nur Plattformen, das betrifft auch Zulieferer für die Infrastruktur wie Chiphersteller und andere oder auch „Enabler" für Infrastruktur, das sind beispielsweise Unternehmen, die den gigantischen Energiebedarf von Rechenzentren mit dem Bau neuer Kraftwerke begleiten.

Gewinnsteigerungen sind sozusagen das Antidot für Zinssteigerungen. Das macht aber den Zinsanstieg nicht weniger negativ für Risky Assets. Es heißt vielmehr, dass ohne ihn die Risky Assets eventuell noch viel höher stehen würden. Alle Risky Assets, die dieses Antidot nicht oder nur in unzureichendem Ausmaß aufweisen, wie beispielsweise klassische Unternehmen aus margenarmen Bereichen, Immobilien mit festgeschriebenen Mieten, Investitionsprojekte mit festgeschriebenen Zahlungsströmen, können natürlich den Zinsanstieg nicht überkompensieren, sie werden negativ betroffen, verlieren de facto an Wert.

Spricht man über das derzeitige Marktumfeld, sei nochmals unterstrichen: Wir befinden uns nicht in einem „Goldilocks-Szenario", von Disinflation, die Notenbanken zu Zinssenkungen stimuliert, niedrigen langfristigen Zinsen, die die Suche nach renditestärkeren Anlagen treiben, und stabilem Wachstum. Vielmehr sind wir in einer Phase, in der der Inflationstrend wieder nach oben gedreht hat. Notenbanken versuchen, nicht zu aggressiv gegenzusteuern, in der Hoffnung, dass Einmaleffekte der Energiepreissteigerungen sich wieder korrigieren werden. Zudem wird das Wachstum im Wesentlichen von zwei Komponenten getragen: Defizitfinanzierten Staatsausgaben, die vorwiegend in Bereiche mit wenig Potenzial für Produktivitätsgewinne wie Rüstung gehen, und dem KI-Komplex. Zusammen allerdings mit einem Wachstum, das in vielen Staaten lediglich in der Nähe des Potenzialwachstums herumpendelt.

Damit setzen Marktteilnehmer, die steigende Kurse erwarten, auf zwei Ereignisse, von denen zumindest das Eintreten von einem essenziell ist: Entweder eine Wende bei den Zinsen nach unten oder ein vielfaches „Weiter so" bei der KI, eine Fortsetzung der historischen Gewinnexpansion. Das letztere bedeutet, dass jede Quartalsergebnisreihe auch darüber entscheidet, ob die Resilienz zu halten ist oder nicht. Ersteres bedeutet, dass die Gegenwinde des Marktes mit jedem Monat, in dem keine Beruhigung der geopolitischen Situation zu sehen ist, steigen werden. Denn ohne eine Beruhigung der geopolitischen Situation ist meiner Einschätzung nach auch kein Wechsel des Zinstrends zu erwarten.

Wie geschrieben ist unsere Basisannahme, dass bis Anfang des zweiten Quartals 2027 eine Lösung im Mittleren Osten erreicht wird, sich die Situation am Golf und die Ölpreise normalisieren und gegen Ende des Jahres 2027 wieder in Richtung 80 US-Dollar pro Barrel fallen könnten. Wenn die Energiepreise fallen und Inflationsraten zurückgehen, sollte dies auch den Rahmen für eine weniger restriktive Notenbankpolitik öffnen, wodurch auch die langen Kapitalmarktzinsen zurückkommen sollten. Dann kann auch der Finanzmarkt wieder durchatmen, so ist zumindest mein gegenwärtiges Bild.

Die weitere Zinsentwicklung wird damit meiner Ansicht nach der Schlüssel für die weitere Entwicklung in der vollen Breite der Finanzmärkte. Ohne Beruhigung auf der Zinsseite im nächsten Jahr werden Kursverluste nicht nur bei Anleihen, sondern auch eine deutlichere Korrektur bei Risky Assets wahrscheinlicher. Eine Zinswende nach unten dagegen würde Potenzial für eine breite Rallye eröffnen.

Zum Schluss möchte ich Ihnen mitgeben: Wir sind in einer Phase historischer Umwälzungen – mit Künstlicher Intelligenz und Energieinflation als besonders wichtigen. Aber manche Dinge gelten auch in Phasen historischer Umwälzungen und eines davon ist die überragende Bedeutung der Zinsentwicklung.

Ihr Jürgen Callies

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage wird verteilt von der MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH ("MEAG"). Die hierin enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die MEAG als zuverlässig einschätzt. Diese Informationen sind jedoch nicht notwendigerweise vollständig und ihre Richtigkeit kann nicht garantiert werden. Geäußerte Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. MEAG behält sich Änderungen der geschilderten Einschätzungen vor und ist nicht verpflichtet, diese Unterlage zu aktualisieren.

Diese Unterlage wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie ist weder als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten gedacht noch als Anlageberatung, Anlageempfehlung, Finanzanalyse oder Rating. Sie beinhaltet auch keine Zusagen oder sonstige Verpflichtungen von Unternehmen der Munich Re Gruppe zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, Gewährung von Krediten oder sonstigen Investitionen in etwaigen hier beschriebenen Projekten.

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Einschätzungen und Informationen sind nicht für die Verteilung an oder Verwendung durch einen privaten Kunden oder eine Person oder ein Rechtssubjekt in einer Gerichtsbarkeit oder einem Land bestimmt, in dem diese Verteilung gegen nationales Recht oder nationale Vorschriften verstoßen würde. Insbesondere darf diese Veröffentlichung nicht in den Vereinigten Staaten, Kanada, Singapur oder Großbritannien verteilt werden. MEAG, deren verbundene Unternehmen sowie deren jeweiligen Führungskräfte, Direktoren, Partner und Beschäftigte, einschließlich Personen, die an der Erstellung oder Herausgabe dieses Dokuments beteiligt sind, können von Zeit zu Zeit mit den Finanzinstrumenten handeln, diese besitzen oder als Berater in Bezug auf diese Instrumente auftreten. Weder die MEAG noch die mit ihr verbundenen Unternehmen, ihre Führungskräfte oder Beschäftigte übernehmen irgendeine Haftung für einen unmittelbaren oder mittelbaren Schaden, der sich aus einer Verwendung dieser Veröffentlichung oder ihres Inhalts ergibt. Diese Unterlage richtet sich nicht an US-Personen und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht von US-Personen genutzt werden. US-Personen sind natürliche Personen, Gesellschaften jeder Art, die Bürger der Vereinigten Staaten sind oder dort beheimatet sind, oder nach dem Recht der Vereinigten Staaten errichtet sind.

Diese Veröffentlichung ist urheberrechtlich geschützt und darf von keiner Person und zu keinem Zweck vervielfältigt, verteilt oder veröffentlicht werden. Alle Rechte vorbehalten. Weitere Informationen können angefordert werden bei MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München. Stand Oktober 2026.

Um die Bilder und Infografiken unseres Newsletters direkt angezeigt zu bekommen, fügen Sie die Absender-Adresse zu Ihren Kontakten hinzu.

Wenn Sie künftig unsere Informationen und Angebote nicht mehr erhalten möchten, können Sie der Verwendung Ihrer Daten für Werbezwecke jederzeit widersprechen. Teilen Sie uns dies bitte unter Angabe Ihres Namens und Ihrer Anschrift an folgende Adresse mit: MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München