



Ausgabe 6/2019 – 11. April 2019

NEGATIVRENDITEN: WO BLEIBT DIE ZINSWENDE?

In den letzten Wochen sank die Rendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen erstmalig seit 2016 wieder unter die 0-%-Marke. Die Bundesregierung kann sich also Geld für zehn Jahre am Kapitalmarkt leihen und muss weniger zurückzahlen als sie eingesammelt hat. Auch in den USA fielen die Renditen von Anleihen mit längeren Laufzeiten kräftig.

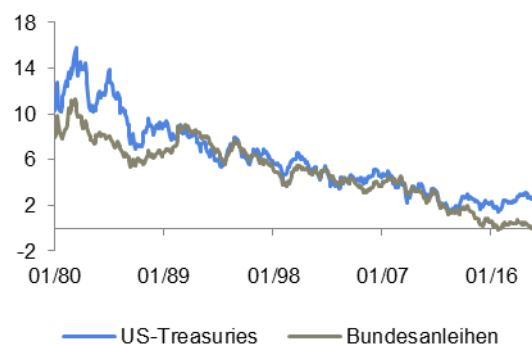
WARUM SIND DIE RENDITEN SO NIEDRIG?

Sinkende Renditen begleiten uns schon länger. Seit den 1980er Jahren sind die Renditen für festverzinsliche Kapitalanlagen in nahezu allen entwickelten Staaten gefallen. Deutsche Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit erreichten in den 1970er Jahren ihr Renditehoch, US-Treasuries Anfang der 1980er. Seitdem haben Anleiheninvestoren sukzessive Renditerückgänge beobachten können, die im Gegenzug steigende Kurse und positive Erträge in den Portfolios bedeuteten. Als Hauptgründe können dafür die folgenden zwei Faktoren ausgemacht werden: eine abnehmende Wachstumsdynamik und zurückgehende Inflationsraten. Die Ursachen für die Wachstumsabschwächung und Disinflation werden in der Wissenschaft und Politik breit diskutiert. Als China, Europa und die USA kollektiv langsamer wuchsen, wurde prominent die Theorie der *Säkularen Stagnation* thematisiert. Ursprünglich von Alvin Hansen 1934 geprägt, unterstellt diese These eine strukturell zu niedrige Investitionsnachfrage, der nur mit negativen Realzinsen begegnet werden könne.

Andere Thesen befassen sich mit den langfristigen Auswirkungen von Globalisierung und Digitalisierung, die den Preisdruck signifikant reduziert haben. Fehlende Innovationen, Überalterung der Gesellschaft oder der Bevölkerungsrückgang sind weitere Erklärungsansätze für die Abschwächung der Wachstumsdynamik

in den entwickelten Staaten. Verfechter der *Savings-Glut*-These gehen von einem Überschuss an Ersparnissen gegenüber Investitionen aus. Die hohen Überschüsse der Erdölfördernden Länder, wie z. B. Saudi-Arabien oder Norwegen, und die Sparschwemme der aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften, wie z. B. China, übersteigen die heimischen Investitionen um ein Vielfaches, werden vornehmlich in Kapitalanlagen in entwickelten Ländern angelegt und drücken so die Renditen. Neben langfristigen, strukturellen Hintergründen haben die Anleihenkäufe und auch die Zinspolitik der Zentralbanken einen entscheidenden Einfluss gehabt. Die Fed und vor allem die EZB halten einen großen Teil der sich in Umlauf befindenden (langlaufenden) Anleihen und haben durch ihre Käufe die Laufzeitenprämie teilweise in negatives Terrain gedrückt.

10J. RENDITEN (IN %)



Quelle: H&A, Thomson Reuters Datastream

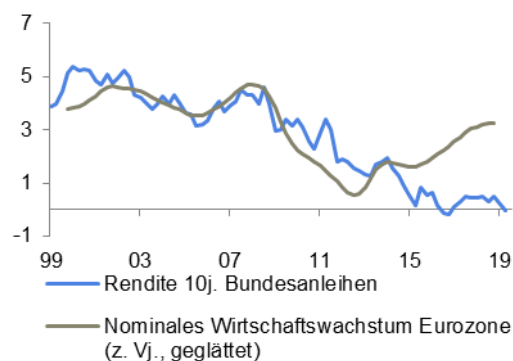
Sollten sich rezessive Signale verfestigen, dürfte das Anleihenkaufprogramm der beiden Zentralbanken wieder reaktiviert werden. Hinzu kommt der *safe-haven*-Status von US-Treasuries und deutschen Bundesanleihen. Kühlt sich die Konjunktur weiter ab, nutzen viele Investoren die Anleihen als Flucht-Investments und schichten einen Teil ihrer Vermögensbestände in Anleihen mit höchster Bonität um. Die Wahrscheinlichkeit ist also hoch, dass die Renditen auch weiterhin niedrig bleiben werden.

ZINSEN UND WACHSTUM

Für die Zinsentwicklung ist der Zusammenhang mit den Wachstumsraten komplex, auch wenn auf den ersten Blick eine hohe Korrelation zwischen nominalen Zinsen und nominalen Wachstumsraten zu beobachten ist.

Vereinfacht gesagt implizieren in der Theorie ausgewogene (natürliche) Zinssätze und Wachstumsraten, dass eine Volkswirtschaft sich im Gleichgewicht befindet. Ist diese Bedingung erfüllt, werden Geldvermögen mit der gleichen Rate verzinst, mit der die Volkswirtschaft wächst. Fällt der Zins unter die BIP-Wachstumsrate, wird Vermögen vom Gläubiger zum Schuldner umverteilt, da die Kapitalerträge relativ zum BIP fallen et vice versa.

WACHSTUM UND ZINSEN (IN %)



Quelle: H&A, Thomson Reuters Datastream

Trotz der in der Vergangenheit zu beobachtenden engen Korrelation hat sich in den letzten Jahren eine erkennbare Lücke zwischen Nominalwachstumsraten und Renditen gebildet – in der Eurozone ist sie ausgeprägter als in den USA. Die Frage stellt sich also, ob die Renditen von (Staats-)Anleihen hoher Bonität zu niedrig sind und mit welcher Entwicklung in der mittleren Frist zu rechnen ist. Kurzfristig werden die Zinsen von Konjunktur und politischen Entwicklungen beeinflusst. Eine erkennbare Verbesserung der Konjunktur oder restriktivere Geldpolitik sind in den nächsten Monaten nicht zu erwarten. Der Mittel- und Langfristausblick hängt maßgeblich mit der Inflations- und Produktivitätsentwicklung zusammen. Es darf bezweifelt werden, ob es Politik und Zentralbanken gelingt, den Trend von schwachen Produktivitätszuwachsen und abnehmenden Verbraucherpreisinflationsraten umzudrehen. Kapitalanleger müssen sich also darauf einstellen, dass die Wahrscheinlichkeit auf deutlich steigende Renditen nicht sehr hoch ist – weder kurz- noch langfristig. Es gilt daher auch, dass angesichts der zeitweise negativen Verzinsung wenig Spielraum für weiter fallende Renditen besteht. Die Schwankungsbreite dürfte also eng bleiben. Für Anleiheninvestoren bedeutet das, dass die Erträge risikoarmer Anleihen gering bleiben werden. Für Aktienmärkte bedeuten langfristig niedrige Zinsen auch langfristig günstige Refinanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen, die eine höhere Bewertung (KGV) rechtfertigen. Daneben macht die gesunkene Ertragskraft von festverzinslichen Wertpapiere Aktieninvestments relativ attraktiver; die Aktien-Risiko-Prämie steigt durch die fallenden Renditen an. Dividendenstarke Aktien werden in Zukunft als Substitut für die regelmäßigen Ausschüttungen von Anleihen höher nachgefragt werden. Für Aktieninvestoren also nicht unbedingt schlechte Nachrichten.

DISCLAIMER

Die Informationen in diesem Dokument wurden ausschließlich zu Informationszwecken für den Empfänger erstellt. Alle Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine Finanzanalyse, eine Empfehlung, eine Anlageberatung oder einen Vorschlag einer Anlagestrategie noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Daher genügen sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegen nicht dem Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die internen Richtlinien (Organisationsanweisungen) der Bank regeln Letzteres jedoch in dem Sinne, dass eine Vermeidung von Interessenkonflikten gewährleistet wird. Anlagen in Aktien sind sowohl mit Chancen als auch mit Risiken verbunden. Allgemeine Informationen zu den mit einem Investment in Aktien verbundenen Risiken können den Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren entnommen werden, die Ihre Beraterin/Ihr Berater für Sie bereithält. Interessenkonflikte sind auf der Homepage von Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG unter <https://www.hauck-aufhaeuser.com/rechtliche-hinweise/rechtliche-hinweise> veröffentlicht. Die Informationen in diesem Dokument wurden sorgfältig recherchiert. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Die Informationen können eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG oder deren assoziierter Unternehmen dar. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt keine Haftung übernommen wird.