

Markt & Wirtschaft



HAUCK & AUFHÄUSER
PRIVATBANK SEIT 1796

Ausgabe 12/2019 – 27. August 2019

PERMAFROST-ZEITALTER BEI DEN RENDITEN

Mitte August 2019 war es soweit: Die Renditen für Bundesanleihen notierten komplett unter 0%. Selbst für dreißigjährige Anleihen war die Rendite negativ. Frostige Zeiten für Anleger. Wie aber konnte es überhaupt so weit kommen? Ist in der Eurozone eine baldige Änderung in Sicht? Was heißt das für Anleger?

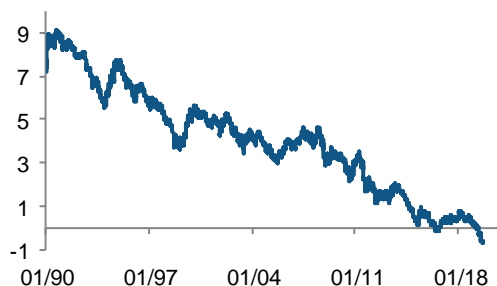
ZYKLISCHE, GELDPOLITISCHE, ABER AUCH STRUKTURELLE GRÜNDE

Der Schmelzprozess bei den Renditen begann schon vor einigen Jahren. Zum einen sind es die klassischen fundamentalen Faktoren, die Druck auf die Renditen ausübten. Wachstums- und Inflationsraten haben sich in der Eurozone auf niedrigem Niveau eingependelt. Diese zyklische Komponente alleine rechtfertigt aber nicht Renditen unter 0%. Denn in der Regel sind die nominale Wachstumsrate einer Volkswirtschaft und der (längerfristige) Kapitalmarktzins im Verlauf und in der Höhe sehr ähnlich. Dieser Zusammenhang ist nicht zuletzt durch die Politik der Europäischen Zentralbank (EZB) aufgehoben worden. Mit ihren Zinsabsenkungen, ihrer Forward Guidance (dem Versprechen, die Leitzinsen für längere Zeit auf niedrigem Niveau zu belassen) und ihren Wertpapierkaufprogrammen hat sie über mehrere Kanäle für das Verschwinden positiver Renditen gesorgt. Ein Kanal ist der Nachfragekanal. Bislang hat die EZB 2,6 Billionen Euro an Wertpapieren erworben, sie

darf bis zu einem Drittel einzelner Emissionen halten. Bei dem zum Teil rückläufigen Angebot an Staatsanleihen – Stichwort: schwarze Null in Deutschland – musste der Bondmarkt ein neues Gleichgewicht mit höheren Preisen und geringeren Zinsen finden.

Ein anderer wichtiger Kanal ist der Erwartungskanal. Das glaubhafte Versprechen, die Leit- und damit Geldmarktzinsen niedrig zu halten, setzt sich auch am Kapitalmarkt durch. Gemäß der Erwartungstheorie der Zinsstrukturkurve ist ein Langfristzins der Durchschnitt der erwarteten Kurzfristzinsen. Soviel zur geldpolitischen Begründung der Renditelandschaft. Schließlich sind auch strukturelle Gründe zu nennen. Kreditrisikolose Staatsanleihen wie Bundesanleihen sind ein Krisen- und Unsicherheitsasset. Der transatlantische Handelsstreit und der Brexit – das sind zwei Faktoren, die immer dann, wenn es zu Eskalationen kommt oder zu kommen scheint, zu einem Run auf dieselben Assets führt. Das Ergebnis: Die Renditen fallen schnell und meist heftig.

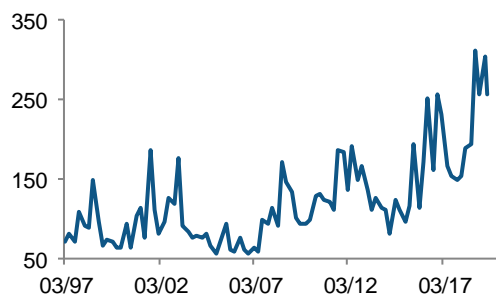
RENDITEVERLAUF 10J. BUNDESANLEIHEN IN %



— Rendite 10j. Bundesanleihen

Quelle: H&A, Thomson Reuters Datastream

UNSICHERHEIT NIMMT GLOBAL ZU



— Global Economic Policy Uncertainty Index

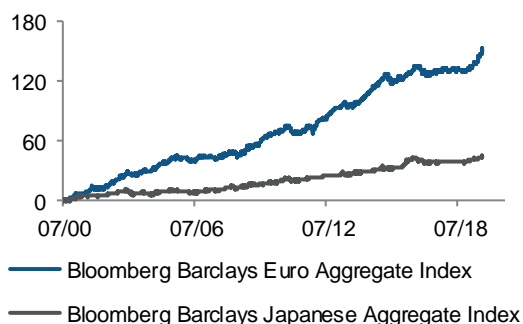
Quelle: H&A, Bloomberg

Schließlich gibt es auch Anlegergruppen, die wie Versicherungen und Pensionskassen regulatorisch bedingt auf beste Bonitäten in ihren Anlagen nicht verzichten können. Bei solchen Anlegern steigen mit fallenden Zinsen ihre Verpflichtungen. Ihre Reaktion liegt dann darin, zusätzliche Duration auf der Aktivseite zu erwerben, was den Renditerückgang sogar noch beschleunigen kann. So war es kürzlich zu beobachten.

ÄNDERUNGEN IN SICHT?

Wer sich davon ausgehend nun der Frage widmet, wann das Permafrost-Zeitalter bei den Renditen einer neuen Ära weicht, muss beantworten können, welche der genannten Begründungen am ehesten zurückweichen wird. Schnell rückt dabei die Geldpolitik ins Zentrum. Aber selbst hier ist viel Geduld gefragt. Die EZB wird sich für die Normalisierung ihrer Geldpolitik viel Zeit nehmen, ceteris paribus ist eine Rückkehr der Renditen auf Niveaus, wie sie etwa bis zur Großen Rezession herrschten, sehr unwahrscheinlich. Das ist für Investoren im Euro-Rentenmarkt eine neue Situation, für solche in der Schweiz oder in Japan aber schon jahrelang geübte Praxis. Die unten stehende Grafik verdeutlicht den Performanceunterschied zwischen Anleihen der Eurozone und Japans. Es könnte gut sein, dass der Anleihemarkt der Eurozone dem japanischen folgt: Die Renditen verharren auf tiefem Niveau, der Gesamtertrag von Anleiheinvestments ebenso. Seit 07/2000 lag die annualisierte Jahresperformance japanischer Bonds (gemessen am Bloomberg Barclays Japanese Aggregate) bei 1,9%.

EURO- VS. JAPANISCHE ANLEIHEN(IN%)



Quelle: H&A, Bloomberg, Total-Return-Indizes, kumulierte Performance, 07/00 = 100

Die Flucht aus dem Permafrost-Regime in der Eurozone ist grundsätzlich möglich. Sie ist gleichbedeutend mit der Suche nach „Carry“ – also Zinsvorteilen. Wie alles hat diese Flucht respektive das Vereinnahmen von Carry seinen Preis.

Einerseits ist dieser Ausweg mit Währungsrisiken verbunden, sofern Investoren einen Teil ihrer Mittel in höherverzinsliche Fremdwährungsanleihen lenken. Im liquiden Segment trifft das beispielsweise für den Dollar-Raum zu. Das kann neben dem Zinsvorteil Währungsgewinne mit sich bringen, aber im ungünstigen Falle auch Verluste, die den ursprünglichen Zinsvorteil sogar mehr als aufzehren können. Statt erhoffter Zusatzträge kommt es dann zu realisierten Zusatzverlusten. Andererseits können Investoren geneigt sein, ihre Bonitätsanforderungen abzusenken und in High Yield-Bonds der Heimatwährung, aber auch in Fremdwährungsmärkten zu investieren, Emerging Market-Anleihen mit eingeschlossen. Euro-High-Yield-Bonds rentieren aktuell bei knapp unter 3% (Yield to Worst, gemessen am ICE BofAML Euro High Yield Index), was einem Spread (to Worst) von etwa 370 Basispunkten entspricht. Das erfordert eine Kreditanalyse, um mögliche negative Preiseffekte aufgrund von Ratingherabstufungen oder gar Defaults zu umgehen. Eine dritte Möglichkeit liegt schließlich darin, liquide Anlagen gegen illiquide zu tauschen, Gemeint ist hiermit die Investition in alternative Produkte wie Private Debt, Private Equity, Hedgefonds, Verbriefungen und Ähnliches.

FISKALPOLITISCHER KLIMAWANDEL

Ein schnelles Ende für das Permafrost-Zeitalter könnte durch die Fiskalpolitik erfolgen. Die Kernländer der Eurozone können sich auf zehn Jahre gesehen kostenlos verschulden. Die deutsche Regierung kann sogar dreißigjährige Kapitalmarktkredite aufnehmen, ohne dafür ihre Zinsverpflichtungen zu erhöhen. Erst kürzlich brachte das Institut der deutschen Wirtschaft einen 450 Mrd. Euro schweren Infrastrukturfonds in Deutschland ins Gespräch. Zur Einordnung dieser Summe: 2019 plant die deutsche Finanzagentur die Emission nominalverzinslicher Bundesanleihen in Höhe von 156 Mrd. Euro, weitere gut 40 Mrd. sollen am Geldmarkt platziert werden. Das zeigt, dass ein massiver fiskalpolitischer Richtungsschwenk das Zeug hätte, auch am Bondmarkt zumindest kurzzeitig disruptiv zu wirken.

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 bereit hält. 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, sollen 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.