



#### #6 **Kommt jetzt die Zinswende in Europa?**

Dr. Jens Bies  
Fon: +49 (0) 89 / 3188804-53

Guten Tag!

Vor gut einem Monat lag die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe bei nur 0,07% und Negativzinsen schienen nur eine Frage der Zeit zu sein. Doch seither verkaufen Bundesanleihen und auch Staatsanleihen anderer Euro-Länder nur noch ab. Die zehnjährige Bundesanleihe rentiert mittlerweile - Stand Ende Mai - bei 0,55% und lag in der Spitze bei 0,78%. Letzteres entspricht einer Verzehnfachung der Rendite von den Tiefstständen von Mitte April. Damit stellen sich immer mehr Marktteilnehmer die Frage, ob dies jetzt die Zinswende in Europa sei.

In der Erwartung eines Nachfrageüberhangs ist der Markt bisher davon ausgegangen, dass die EZB die Zinsen durch ihre marktbeeinflussenden Rückkäufe stetig niedrig halten kann. Auch wird das Angebot an (deutschen) Staatsanleihen aufgrund geringerer Emissionstätigkeit knapper, was in der Summe eigentlich zu steigenden Kursen bzw. fallenden Renditen führen sollte. Da das Ziel ausgeglichener Haushalt heißt, emittiert der Bund momentan nur neue Bonds, um auslaufende abzulösen – nicht, um neue Schulden zu machen. Nichtsdestotrotz steigen aktuell die Renditen europäischer Staatsanleihen im Allgemeinen und deutscher Staatsanleihen im Besonderen an, was eine Vielzahl von Gründen hat, die an dieser Stelle näher beleuchtet werden.

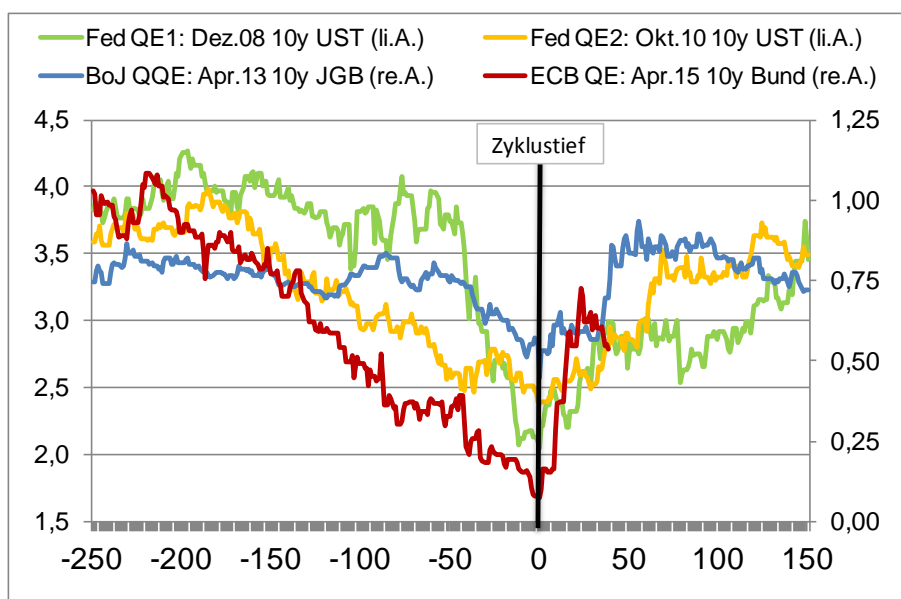
Rein ökonomisch waren die Bundrenditen sicherlich deutlich zu niedrig, aber aufgrund von niedriger Inflation und niedrigem Wachstum sowie nachfrageinduzierender regulatorischer Gegebenheiten gab es zumindest nachvollziehbare Gründe, warum die Investoren und somit auch die Renditen in den letzten 1,5 Jahren eigentlich nur noch eine Tendenz kannten und die war fallend. Aufgrund der seit der Ankündigung des QE-Programms deutlich verbesserten Inflationszahlen und einer im Zusammenhang mit sich erholenden Rohstoffpreisen (speziell sei hier das Öl genannt) gestiegenen Wahrscheinlichkeit einer nachhaltigen Inflationsbekämpfung durch einen positiveren ökonomischen Ausblick mussten die Nominalrenditen irgendwann von den Tiefstständen korrigieren. In aller Regel passen sich nämlich die Anleiherenditen den Inflationserwartungen an. Zudem verstärkten die letzten veröffentlichten Daten, die zeigten, dass in der Eurozone wieder mehr Kredite vergeben werden, das Vertrauen in die Handlungsweise der EZB. Darüber hinaus wächst die Geldmenge M3 mit einer Jahresrate von nahezu 4%, was inflationsfördernd wirken sollte. Ein weiterer, fundamentaler Auslöser der Aufwärtsbewegung in den Renditen war am 20.04.15 die 1%-Senkung des Mindestreservesatzes für Banken in China, was zumindest einen Pflock gegen weiter fallenden Rohstoffpreise und Deflationsängste eingeschlagen hat. An diesem Tag begann der Ausverkauf der europäischen Staatsanleihen.

Offensichtlich ist, dass die Kursrisiken an den Anleihemärkten bei Renditeniveaus von nahezu 0% hoch waren - und immer noch sind. Kleinste Veränderungen im fundamentalen Erwartungsrahmen der Investoren haben eine überproportionale Wirkung. Anleihen, die bei einem Rendite-Niveau von knapp über Null emittiert werden, sind praktisch Zero-Bonds (also Nullkuponanleihen). Deren finanzmathematische Kapitalbindungsdauer ist identisch mit der Gesamtlaufzeit. Bei solchen Anleihen fällt die Reagibilität des Kurses auf kleinste Renditeveränderungen am höchsten aus. Der Crash im

europäischen Rentenmarkt war in der Tat beachtlich. Er radierte die bisherige Jahresperformance der Rentenpapiere praktisch aus. Das, was wir seit Monaten propagieren, nämlich die Tatsache, dass die Volatilität an den Kapitalmärkten dramatisch angestiegen ist und auch in naher Zukunft weiter ansteigen wird, bewahrheitet sich nun auch am Rentenmarkt. Die Investoren haben schon seit längerem keinen Rendite- und/oder Risikoaufschlagspuffer mehr, um diese gestiegenen Volatilitätsanforderungen abzufangen. Dies führt ultimativ zu mehr Aktivität im Management bei den Investoren, um nachhaltig Rendite am Rentenmarkt generieren zu können. Für Buy & Hold-Investoren, die Marktstabilität und Marktcontinuität bringen, scheint die Eurozone als Anlageregion aufgrund des Renditeniveaus mehr oder weniger verbrannt zu sein. Die letzten Daten der EZB zeigen dies bereits an. Mehr und mehr ausländische Investoren haben seit Ende letzten Jahres europäische Rentenpapiere im großen Stile abgebaut.

Ein weiterer Grund für die exzessive Marktbewegung war sicherlich, dass die Marktliquidität zunehmend schlechter wurde, als viele der Marktteilnehmer versuchten, ihre Bestände an europäischen Staatsanleihen zu reduzieren. Da alle Banken aktuell versuchen, ihre Bilanzprobleme in den Griff zu kriegen und ihre Handelsbestände zu reduzieren, fehlt am Markt in solch extremen Verkaufsphasen einfach auch ein Handelspartner, der bereit ist Liquidität bereitzustellen. Speziell am Futures-Markt, wo einige professionelle Anleger versucht haben, ihre Portfolioduration zu reduzieren, waren die Geld-/Briefspannen an extremen Tagen unfassbar weit. Aus meiner Sicht sind in dieser Phase wenig reale Bestände verkauft worden, sondern eher Absicherungsgeschäfte getätigt worden. Das wiederum spricht dafür, dass viele Anleger nicht an einen weiteren Zinsanstieg glauben, sondern diese Phase eher derivativ absichern wollten. Ich denke, dass viele dieser professionellen Anleger relativ viel Geld in dieser Phase verloren haben, aber noch nicht gezwungen waren, reale Bestände abzubauen. Erst wenn wir noch weiteren Verkaufsdruck sehen und diese Bestände reduziert werden, könnten wir im Laufe des Jahres eine Top-Bildung bei den Renditen sehen. Bis dahin rechnen wir eher mit weiterem Verkaufsdruck am Rentenmarkt. Eine Tatsache, die übrigens in solchen Phasen nicht zu unterschätzen ist, verbirgt sich in der Ausgestaltung der Risikomanagementsysteme in der Asset Management-Industrie. Viele professionelle Investoren nutzen ähnliche Risikomanagementsysteme. In Phasen wo die Volatilitäten massiv ansteigen, sorgen Value at Risk (VaR) induzierte Auslöser für Verkaufsdruck. Viele müssen dann in dieser Phase verkaufen, um das Risiko in den Portfolien zu reduzieren. Alternativ müssen sie zumindest versuchen, einen Großteil ihrer Bestände über derivative Instrumente abzusichern.

**Diagramm 1: Vergleich der Zinsentwicklung vom Zyklustief bei QE-Programmen**

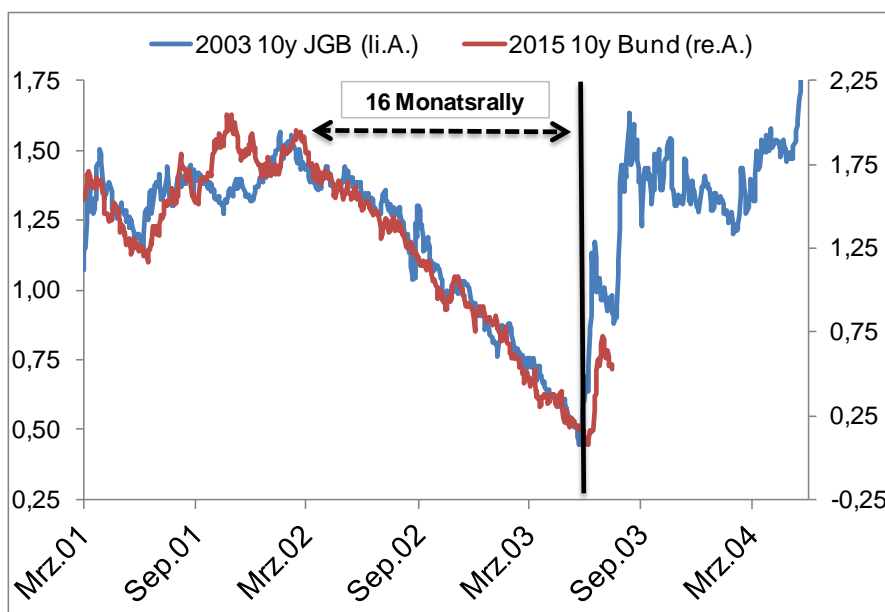


Quelle: Bloomberg, Goldman Sachs, Stand: 28.05.2015

Da ich in der Mai-Kolumne bereits über andere Ankaufprogramme wichtiger Industrienationen (USA, UK und Japan) gesprochen habe, möchte ich an dieser Stelle noch einmal erwähnen, dass die Anfänge dieser QE-Programme mit Ausnahme von Großbritannien zumeist ähnliche verlaufen sind. So erreichten Renditen nach der Ankündigung und/oder dem tatsächlichen Start der QE-Programme oftmals ihr Zyklustief, woraufhin sich anschließend (teils dramatische) Renditeanstiege vollzogen (siehe Diagramm 1) haben. Dabei ist ersichtlich, dass Renditen oftmals in die Erwartung einer Ankündigung/den Start dieser Zentralbankmaßnahmen fielen und anschließend zunächst stiegen, dann aber seitwärts tendierten. In den USA stiegen die Renditen sogar anfänglich bis zu 100bp nach dem Start der Programme.

Der Anstieg der Bundrenditen war jedoch trotzdem sehr beachtlich und kommt - anders als in den USA - von einer ganz anderen Basis, also eines deutlich niedrigeren Zinsniveaus. Ein weiterer Vergleich, der an dieser Stelle zumindest aufgrund der Dynamik des Renditeanstiegs Beachtung finden sollte, ist der mit den japanischen Staatsanleihen (JGB's) in 2003. Auch wenn es deutliche Unterschiede bei den fundamentalen Zusammenhängen gab, wurde in Japan auch über ca. 16 Monate hinweg eine zunehmend einseitige Positionierung unter den Investoren aufgebaut. Diese Rally, gekoppelt an ein global ansteigendes Renditeumfeld, sorgte für einen extremen VaR-Schock, der zu sehr ungeordneten Bereinigungen am Rentenmarkt führte (siehe Diagramm 2). Auch damals haben in Japan die Konsumentenpreise wieder angefangen zu steigen, ähnlich wie es die Zahlen in der Eurozone vermuten lassen. Geldpolitisch hatte Japan zum damaligen Zeitpunkt eine lockere Geldpolitik, allerdings nicht vergleichbar mit der heutigen unter Premierminister Shinzo Abe (Abenomics) und auch nicht vergleichbar mit den massiven Maßnahmen der EZB. Damals beinhaltete das QE-Programm in Japan den Kauf von nur ca. 13% der Bruttoemissionen an JGB's, während die EZB ca. 40-50% der Bruttoemissionen an europäischen Staatsanleihen vom Markt nimmt. Andersherum kann man natürlich auch argumentieren, dass Japan zu diesem Zeitpunkt schon ca. 14% der ausstehenden Anleihen besaß, die EZB noch so gut wie keine. Wie auch immer, sollte der Renditeanstieg nur halbwegs die Ausmaße von Japan in 2003 annehmen, steht uns noch einiges bevor und viele Investoren sind aus unserer Sicht (noch) nicht ausreichend darauf vorbereitet. Im Diagramm 2 sieht man, dass der Zinsanstieg in Japan damals ca. 130bp ausmachte.

**Diagramm 2: Vergleich zum japanischen JGB-Crash von Mitte 2003**



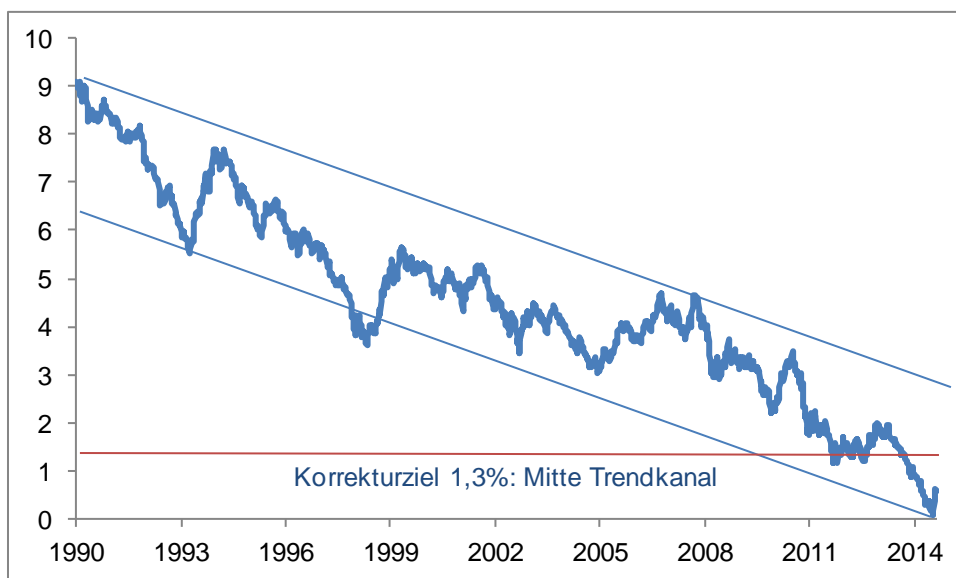
Quelle: Bloomberg, Goldman Sachs; Stand: 28.05.2015

Für eine Zinswende spricht also der veränderte Inflationsausblick gekoppelt mit wieder weltweit steigenden Rohstoffpreisen und (teilweise) anziehender Wirtschaftsleistung. Ebenso sind die

Risikoprämien bei Rentenmärkten nicht mehr adäquat gepreist. Letzteres ist allerdings schon länger nicht mehr der Fall. So ist es nicht verwunderlich, dass die fundamentalen Modelle der Banken bei zehnjährigen Bundesanleihen zwar deutlich variieren, aber im Schnitt denken wir, dass aktuell ca. 1% angemessen wäre. Allem Unmut zum Trotz ist es aber auch interessant, sich vor Augen zu führen, was gegen eine Zinswende in Europa spricht?

Gegen eine Zinswende sprechen die immer noch hohen, ansteigenden Verschuldungsquoten bei gleichzeitig rasant wachsenden, renditesuchenden Geldvermögen. Zur Erklärung dieser These lässt sich folgendes anführen. Das Volumen an Geldvermögen konnte in den letzten knapp siebzig Jahren ungestört wachsen, da in großen Teilen Europas kein Krieg und keine größere Wirtschaftskrise das Wachstum unterbrochen haben. In der Konsequenz sind also die Ersparnisse, die nach verzinslicher Anlage suchen, immer weiter gewachsen. Die Nachfrage steigt aber nicht im gleichen Maße, was zum einen an einem Mangel an sich bietenden attraktiven Investitionsmöglichkeiten liegt und zum anderen an dem stetigen Wachstum der Verschuldung. Letzteres macht es immer schwieriger, neue kreditwürdige Schuldner zu finden, die bereit sind, zusätzliche Schulden zu machen. Der Ausgleich erfolgt über den Preis bzw. den Zins, der im Trend fallen muss, solange das beschriebene Wachstum anhält. Wie beschrieben wird dieser Kreislauf i.d.R. durch Wirtschaftskrisen oder Kriege durchbrochen, allerdings wird dies durch die Notenbanken verhindert. Sie halten ein System aus wachsenden Geldvermögens- und Schuldenmengen aufrecht, das ohne ihr Einwirken voraussichtlich schon längst in sich zusammengebrochen wäre. Es ist unklar, wie lange diese Entwicklung noch weitergeht, aber aus meiner Sicht wird uns das sicherlich noch eine ganze Weile begleiten. Schlussfolgernd bedeutet das eine Fortsetzung des Trends zu tieferen Zinssätzen! Das mag jetzt zwar ein wenig philosophisch klingen, aber das ist genau das, was man im Tagesgeschäft aus den Augen verliert. Natürlich kann es in diesem Jahr sehr wohl passieren, dass wir bei zehnjährigen Bundesanleihen einen Anstieg z.B. in die Mitte des Trendkanals sehen (Zielmarke ca. 1,3%, siehe Diagramm 3), vielleicht auch darüber hinaus, aber der übergeordnete Abwärtstrend wird dadurch nicht beendet. Deshalb mag sich das, was vor uns liegt, vielleicht wie eine Zinswende anfühlen, es wird aber voraussichtlich keine Zinswende sein.

**Diagramm 3: Wöchentlicher Abwärtstrendkanal 10y Bund seit Wiedervereinigung**



Quelle: Bloomberg, Stand: 28.05.2015

Die EZB wird es gewiss gestört haben, dass ausgerechnet seit Beginn des QE-Programms die Renditen gestiegen sind. Trotz der großen Relevanz wurde noch nicht viel über die Funktion der Wertpapierleihe berichtet. Die EZB selbst stellt dem Markt die zuvor aufgekauften Anleihen per Wertpapierleihe zur Verfügung, womit ein Austrocknen des Marktes verhindert werden soll. Somit

könnte Mario Draghi jederzeit einen Short-Squeeze auslösen, wenn er Leerverkäufe unterbinden möchte. Die kurzfristig angekündigte Volumenausweitung des QE-Programms über die Sommermonate, aufgrund von Liquiditätsschwankungen am Markt, könnte genau darauf abgezielt haben. Hier drängt sich der Verdacht auf, dass der eigentliche Hintergrund der Aktion die Auslösung einer kraftvollen Gegenreaktion auf den jüngsten Renditeanstieg war. Aktuell sehen wir auch eine Gegenbewegung zu wieder niedrigeren Renditen am Markt. Nichtsdestotrotz haben wir in den zwei Wochen nach dem 20. April gesehen, dass die Volumina, die bei einer solchen Bereinigung durch den Markt gehen, von einem geordneten Ankaufsprogramm der EZB kaum aufgehalten werden kann. Mittelfristig wird das Programm lediglich den Renditeanstieg abmildern, allerdings nicht verhindern können. Kurzfristig sind die Erwartungen und Bereinigungen der Investoren wichtiger für die Preisfindung.

Mal davon ausgegangen, dass wir also auf Jahressicht von weiteren Renditeanstiegen und mittelfristig von keiner Zinswende ausgehen, was bedeutet das mithin für den Rentenmarkt?

Aus meiner Sicht lässt sich in diesem Jahr selbstverständlich noch Geld mit Rentenpapieren verdienen, allerdings nur dann, wenn Anleihen wie Aktien gehandelt werden und sich die Spekulation auf die Kurs- bzw. Renditeveränderung richtet. Das absolute Renditeniveau und die Frage, ob daraus Verpflichtungen erfüllt werden können, treten, soweit möglich, in den Hintergrund. Vergessen wir nicht, dass die EZB durch das QE-Programm selbst ein beherrschender Spieler am Markt geworden und dass das Bankensystem der Broker für dieses Programm ist. Somit ist das Handelsmotiv die treibende Kraft am Markt. Buy & Hold - Ansätze treten in den Hintergrund und aktives Management wird zunehmend wichtiger - auch am Rentenmarkt.

**Hinweis:** Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.