

Die Zinswende war 2012



Von Mario Geniale
Chief Investment Officer
Banque CIC (Suisse)

Die langfristigen US-Zinsen sind auch in diesem Jahr – nach einem temporären Anstieg 2013 – unter Druck geraten. Dennoch wurde kein neuer Tiefstand erreicht. Dies geschah bereits 2012, als die langfristigen US-Zinsen auf ein zyklisches Tief gefallen waren. Anders sieht die Situation in Europa aus. So erhält der Anleger in Deutschland mit rund 0,85% auf 10jährigen Staatsanleihen nur noch rund einen Drittel der Rendite eines US-Investors für die gleiche Laufzeit. Bei der unterschiedlichen Stärke der beiden Volkswirtschaften in Bezug auf ihren Binnenmarkt und der deutlich tieferen Inflationsraten in Deutschland und der Eurozone ist dies nachvollziehbar.

Zweifellos, die internationalen Finanzmärkte bleiben aufgrund der schwierigen globalen Wirtschaftslage und der leeren Staatskassen vieler industrialisierter Länder angespannt. Fehlende Innovation, gepaart mit einer im globalen Kontext unterdurchschnittlichen Produktivitätssteigerung und nicht auf zukünftiges Wachstum ausgerichteten Ausgaben, mündete so in einem strukturell schwachen Wirtschaftswachstum. Solange die EZB weiter mit immer neuen Massnahmen

im Sinne der Stabilisierung der Finanzmärkte interveniert, könnten überfällige Reformbestrebungen weiter hinausgezögert werden. Frei nach dem Motto: Die Nadel geht zurück an den Anfang und das Lied beginnt von Neuem.

Unterdessen ist die Nadel jedoch abgenutzt und das Rauschen nicht mehr zu überhören. In Italien, in Spanien und sogar in Frankreich versuchen die Regierungen, Reformen am Arbeitsmarkt und im Sozialwesen durch die Legislativen zu bringen. Reformen wohlgerne, die vor wenigen Jahren noch undenkbar waren. Die Bürger protestieren zwar nach wie vor, jedoch weniger laut als auch schon. Man ist versucht anzunehmen, dass sie selbst daran zweifeln, dass ihr Klagen erhört wird. Das Verständnis, dass die angeschlagenen Volkswirtschaften auf lange Sicht nur mit schmerzhaften Einschnitten gesunden können, setzt sich langsam aber sicher in der breiteren Bevölkerung durch. Die Regierungen in Italien und Frankreich haben deshalb – und nach einer mehr oder weniger höflichen Intervention der Europäischen Kommission – ihre letzten Budgetpläne nochmals überarbeitet und die ursprünglich vorgesehenen Defizite markant gesenkt.

Valium für die Märkte

Nachdem die US-Wirtschaft aus der Rehabilitationsklinik entlassen werden kann, wird beim europäischen Pendant erst die Wachphase auf der Intensivstation eingeleitet. Entsprechend unterschiedlich setzen die von der Assistenz- zur Oberärztin aufgestiegene Janet Yellen und Professore Mario Draghi die Dosierungen der verabreichten Medikamente an. Während Dr. Yellen zu homöopathischen Mitteln greifen kann, muss Super-Mario weiterhin die volle Ladung und womöglich noch mehr reinpumpen, um einer ökonomischen Thrombose entgegenzuwirken. Beiden gemein hingegen ist, dass sie wie Therapeuten gebetsmühlenartig an das Gewissen der verschiedenen Protagonisten an den Finanzmärkten appellieren. Sie konnten so die Märkte überzeugen, dass die Zinsen, kurze wie

längere, auf absehbare Zeit noch tief bleiben sollten.

Staatlich regulierte Nachfrage nicht nachhaltig

Das US-Wirtschaftswachstum steht bekanntermassen wieder auf soliden Beinen und auch die Situation am Arbeitsmarkt hat sich deutlich verbessert. In einigen Industriezweigen macht sich sogar ein Fachkräftemangel bemerkbar, und das durchschnittliche Lohnniveau steigt kontinuierlich an. Die US-Notenbank Fed konstatiert denn auch, dass der Preisdruck in den kommenden Wochen und Monaten wieder zunehmen wird. In der Konsequenz beginnt sie damit, ihre geldpolitischen Zügel zu straffen. Durch den Beschluss der Fed, die Anleihenkäufe zu beenden, fällt somit einer der wichtigsten Käufer von US-Staatsanleihen der letzten Jahre weg. Die logische Folge wäre ein Anspringen der mittel- bis langfristigen Zinsen, was wiederum die weitere Expansion der US-Wirtschaft in Gefahr bringen könnte. Da es dies zu verhindern gilt, hat die Fed in weiser Voraussicht frühzeitig für Ersatz gesorgt.

Banken in den USA müssen als Konsequenz aus der Finanzkrise über eine höhere Mindestliquidität verfügen und inskünftig einen markant höheren Bestand an leicht verwertbaren Wertchriften in ihrer Bilanz vorweisen. Diese von der Fed zu Beginn des Jahres unter dem Namen «liquidity coverage ratio» eingeführte Regelung muss bis 2015 grösstenteils und bis 2017 vollständig umgesetzt sein. Dieser Umstand führte dazu, dass die US-Banken in diesem Jahr ihren Bestand an Staatsanleihen massiv aufgestockt haben. Da sie dies auch in absehbarer Zukunft tun müssen, kompensieren sie so die fehlenden Käufe durch den Regulator und Notenhüter in Union.

Too low to prevail

Auch in dieser Hinsicht folgt Europa dem amerikanischen Vorbild: Nachdem die EZB in Fed-Manier im grossen Stil Anleihen am Markt erwerben will, übernimmt sie nun auch als zentrale Aufsicht über die EU-Banken die

regulatorische und überwachende Verantwortung. Zurzeit noch mit der Stärkung der Eigenmittel der Banken beschäftigt, ist es nur noch eine Frage der Zeit, bis sie die Finanzinstitute zum Kauf von Anleihen verpflichtet, um einen sprunghaften Anstieg der langfristigen Zinsen bei einer Wiederbelebung der Wirtschaftsaktivität und einer höheren Inflation zu verhindern. Diese Strategie mag bis zu einem gewissen Moment erfolgreich sein, wird aber über die Jahre kaum genügen.

Die langfristigen Zinsen kompensieren auf aktuellem Niveau bei weitem nicht das Risiko eines möglichen Kaufkraftverlustes sollte die Inflation wieder anziehen. Auch das vielbeschworene «japanische Szenario» ist trotz vermeintlicher Parallelen in jüngster Vergangenheit überstrapaziert worden. Die Realrenditen bewegen sich historisch bei 1% und mehr und bilden so einen natürlichen Boden für Anlagen im Zinsbereich. Dieser kann in einer ausserordentlichen Phase wie der gegenwärtigen eine Weile unterschritten werden. Über kurz oder lang werden sich die Investoren jedoch wieder an der Vergangenheit orientieren und so für ein Einpendeln dieser zentralen Richtgrösse sorgen. Es ist daher in höchstem Masse unwahrscheinlich, dass sich die tiefen Zinsen und die damit verbundenen tiefen Realrenditen langfristig durchsetzen (to prevail) werden.

Zinswende: Aktive Verwaltung der Obligationen ist Trumpf

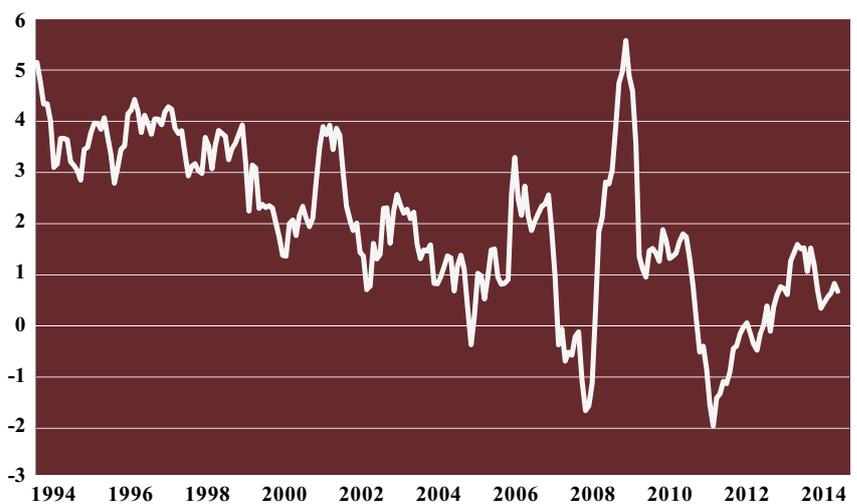
Die US-Notenbank wird im nächsten Jahr, wenn nicht wider Erwarten eine neue grössere Krise ausbricht, ihre kurzfristigen Zinsen anheben. Mit etwas grösserer Verspätung als üblich wird die EZB auch hier folgen. Ob dies tatsächlich, wie von einigen Ökonomen erwartet, erst in einigen Jahren sein wird, darf aufgrund der Schnelllebigkeit des makroökonomischen Umfelds bezweifelt werden. Ohne Zweifel hingegen werden die Zinsen nicht ewig auf diesen künstlich tiefen Niveaus gehalten werden können. Die Notenbanker werden nichts unversucht lassen, dieser «Mutter aller Blasen» nur schrittweise die Luft rauszulassen.

Das Ende einer Übertreibungsphase wird üblicherweise durch ein «Über-

Die Zinswende vollzieht sich

Die Realrendite ist in den USA Ende 2011 auf ein über 20jähriges Tief von $-2,11\%$ gefallen (Grafik 1). Der Durchschnitt in dieser Periode lag hingegen bei nahezu $+2\%$, was aus anlagentechnischer Sicht als normale Richtgrösse angesehen werden muss. In Deutschland liegt dieser Wert nur unwesentlich tiefer. In der Folge brach die Rendite aus ihrem über 30 Jahre währenden Abwärtstrend aus, und somit ist der Trend zu tieferen Zinsen gebrochen (Grafik 2). Die als Referenz für die globalen Märkte geltenden USA ebneten somit den Weg zu höheren Zinsen rund um den Globus. Die Korrelation z.B. zu Deutschland liegt im historischen Durchschnitt bei rund 0,6. Dies wird auch in Zukunft so sein und dazu führen, dass unabhängig von regionalen Einflussfaktoren, die Zinsen im Gleichschritt mit den USA die 2012 eingeleitete Trendwende nachvollziehen werden.

Grafik 1: Realrenditen USA der letzten 20 Jahre



Grafik 2: Zinsen 10jähriger US-Treasuries seit 1962



schiessen» eingeläutet. Die eingangs erwähnten unsinnig tiefen Zinssätze in Europa sind ein Zeichen dafür, wie sehr die Zinsmärkte im Ungleichgewicht sind. Eine Angleichung wird stattfinden, was nicht ohne Nebengeräusche geschehen wird. Diese Zinswende wird weder von kontinuierlich steigenden Zinsen begleitet werden, noch werden die Veränderungen gradueller Natur sein. Dies weil es den

Zentralbanken nicht zu jeder Zeit gelingen wird, sprunghafte Anstiege an den Zinsmärkten zu verhindern. Professionelle Anleger müssen deshalb die Allokation ihrer Obligationen-Portfolios über die nächsten Jahre aktiv bewirtschaften, damit der Ertrag auf dieser Anlageklasse nicht in einer «Draghiödie» endet.

mario.geniale@cic.ch
www.cic.ch