

Die Japanisierung Europas hat begonnen

MONATLICHE ZINSKURVE SCHWEIZ Wie lässt sich im derzeitigen Niedrigzinsumfeld die Performance retten?

Wo stehen die Bondanleger nach der Rally seit Jahresbeginn? In Europa hat sich die Konjunktur bereits zum dritten Mal in fünf Jahren abgekühlt. Infolge des typischen Wechselspiels zwischen Konjunktur und Anleihen liegt das Renditeniveau bei den Laufzeiten bis zu fünf Jahren in Deutschland und der Schweiz mittlerweile gar unter demjenigen in Japan. Das bedeutet, dass europäische Anleihen derzeit schlicht nicht rentieren. Viele Marktteilnehmer sprechen inzwischen von einer Japanisierung Europas.

Die Massnahmen zur Abwertung des Euros, die Lockerung der Zinszügel oder das Sonderfinanzierungsprogramm (TLTRO) zeugen davon, dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Anstrengungen zur Ankurbelung der Wirtschaft verstärkt hat. Anzeichen, dass diese Massnahmen zu greifen beginnen, würden der Talfahrt der Renditen – und damit der Bondrally – wohl ein Ende setzen.

Warten auf AQR

Die Akteure am Eurobondmarkt warten auf die Veröffentlichung der Ergebnisse des Stresstests (Asset Quality Review, AQR) der EZB am Sonntag. Sie werden Aufschluss über den Gesundheitszustand der rund 130 Grossbanken geben, die per 4. November unter die Obergrenze der EZB gestellt werden. Je nachdem, wie das Verdikt ausfällt, sind weitere geld- und fiskalpolitische Massnahmen zu erwarten.

Die Renditeentwicklung in Europa blieb nicht ohne Auswirkungen auf die USA, wo die zehnjährigen Renditen ebenfalls deutlich zurückgekommen sind – dies unter dem Einfluss der Umschichtungen in US-Papiere, die als sicherer als europäische und andere Staatsanleihen gelten. Die Rendite der zehnjährigen Treasuries von rund 2% und der Nullzins der US-Notenbank (Fed) stehen in keinem Verhältnis zum nominalen Wachstum des

Bruttoinlandsprodukts der USA von 4%. Die Erholung dort hält an und spricht dafür, dass das Fed die für Mitte 2015 in Aussicht gestellte erste Leitzinserhöhung planmässig durchführen wird. Die historischen Daten legen nahe, dass in diesem Fall bis Ende März 2015 weiterhin mit einer positiven Performance der Bondindi-

zes gerechnet werden darf. Angesichts der enormen Nachfrage dürfte die Wertentwicklung allerdings recht mager ausfallen. Rund 60 bis 70% der umlaufenden US-Staatsanleihen befinden sich nämlich in den Händen von nicht gewinnorientierten Marktteilnehmern. Dazu gehören neben dem Fed und anderen Zentralbanken auch Pfandgeber sowie die Banken zwecks Erfüllung der Liquiditätsanforderungen.

Komplexes Umfeld

Die nach dem Auslaufen der Anleiheaufkäufe des Fed (Tapering Out) auf dem Markt verbleibenden Papiere werden deshalb problemlos Abnehmer finden. Die Bondanleger sehen sich also mit einem komplexen Umfeld konfrontiert: Lässt sich bis auf weiteres noch eine magere Performance erzielen, so könnten sich bald einmal Verluste einstellen, wenn die Renditen wieder nach oben tendieren. Zur Kapitalerhaltung sind also mehr denn je

Fingerspitzengefühl, Reaktionsfähigkeit und Flexibilität gefragt.

Die Unternehmensanleihen kurzer Laufzeiten bieten derzeit eine ansprechende Rendite: In den nächsten zwei bis drei Jahren dürfte, vor allem in den USA, eine Performance von 1 bis 2% erzielbar sein. Durch die Investition in kurzfristige Unternehmensanleihen wird das Durationsrisiko nicht erhöht. Auch die Bonität des Portfolios leidet nicht, da Anleihen in Anlagequalität aus einem diversifizierten, liquiden Universum gewählt werden können. Solange die Kosten für die Währungs-

absicherung gering sind, lohnt sich diese Anlagestrategie auch für Schweizer Anleger. Andere Strategien wie ein aktives Durationsmanagement, Roll-down-Strategien oder die Investition in renditeträchtigere Bonds geringerer Bonität setzen hingegen ein überaus aktives Portfoliomanagement und einen langen Anlagehorizont voraus.

AGIM XHAJA, BCV Asset Management