

US-TREASURIES: ZUNEHMENDE ZINSSCHWANKUNGEN MAHNEN ZUR VORSICHT

Schlechtes Obligationenjahr 2013

Nach vielen Jahren positiver Jahresrenditen haben Anleihen in diesem Jahr den Anlegern mehrheitlich keine Freude bereitet. Zum ersten Mal seit dem Ende der 90er Jahre liegt die Wertentwicklung von Eidgenossen (Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft), US-Regierungsanleihen und deutschen Bundesobligationen seit Jahresbeginn im Minus: je länger dabei die Laufzeit, desto höher die Verluste. Im historischen Vergleich ist die bisherige Performance mittel- bis langfristiger Eidgenossen und US-Treasuries vergleichbar mit den schlechten Jahren 1994, 1999 und 2009. Auch Schwellenmarktanleihen folgten dieser Entwicklung und litten stark. Hauptgründe für das schlechte Obligationenjahr sind die Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der US-Geldpolitik und deren Konsequenz für das „korrekte“ Niveau der US-Zinsen.

Traditionelle Notenbankpolitik

Bis 2008 genügte es der amerikanischen Zentralbank, die US-Wirtschaft über die Steuerung der kurzfristigen Zinssätze zu beeinflussen. Im Wirtschaftsaufschwung wurde das Zinsziel für die Federal Funds Rate (FFR; Zins, zu dem sich US-Banken am Interbankenmarkt Liquidität besorgen können, um ihre Reserveanforderungen beim Fed zu decken) kontinuierlich angehoben, bis sich die Wachstumsraten der Wirtschaft verlangsamt und die Inflationsrisiken zurückgingen. Umgekehrt wurde die FFR bei Rezessionen solange gesenkt, bis sich die Konjunktur genügend erholt hatte.

Unkonventionelle Notenbankpolitik

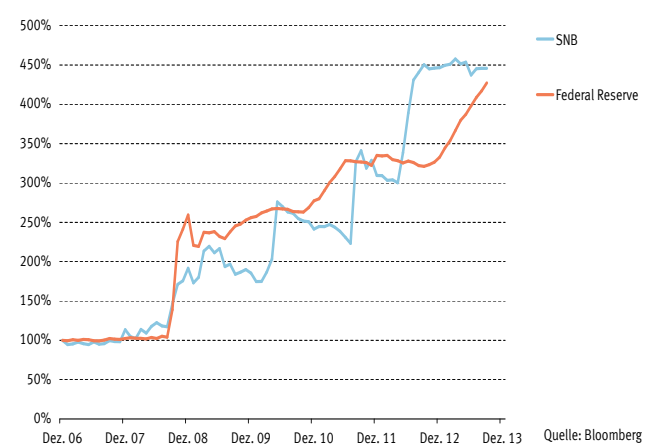
In der Finanzkrise wurden die Geldmarktzinsen auf quasi Null gesenkt. Das traditionelle geldpolitische Stimulierungspotential war damit erschöpft. Um die hochverschuldete US-Wirtschaft im Gegenwind der Entschuldung anzukurbeln und eine Deflation zu verhindern, wurden weitergehende, „unkonventionelle“ Massnahmen erforderlich. Ab 2008 intervenierte das Fed deshalb direkt am US-Obligationenmarkt und kaufte grosse Mengen von Pfandbriefen und Regierungsanleihen, um die langfristigen Zinsen zu senken. Zunächst wurden diese „Quantitative Easing (QE)“ genannten Kaufprogramme zeitlich begrenzt. Die enttäuschenden konjunkturellen Erfolge der ersten beiden QEs veranlassten die Geldpolitiker, das immer noch laufende QE 3 ohne zeitliche Begrenzung durchzuführen und erst bei einer nachhaltigen Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt zurückzufahren. Im Frühjahr 2013 bemerkte der Fed-Vorsitzende Ben Bern-

anke, man überlege sich eine erste behutsame Verringerung der Anleihenkäufe. Die Folge war ein abrupter Zinsanstieg der 10-jährigen Treasuries von 1.6% Anfang Mai auf fast 3.0% Anfang September. Auf den globalen Rentenmärkten führte dies zu happigen Kursverlusten. Ende September allerdings verkündete Ben Bernanke, man wolle mit dem Herunterfahren von QE3 etwas zuwarten. Die erfahrenen Marktverwerfungen verdeutlichen die Schwierigkeiten der Marktteilnehmer, die Änderungen in den seit der Finanzkrise eingeführten unkonventionellen Elementen der US-Geldpolitik richtig zu interpretieren. Dass diese Situation Turbulenzen erzeugt, liegt auf der Hand.

Bestimmung des plausiblen Zinsniveaus

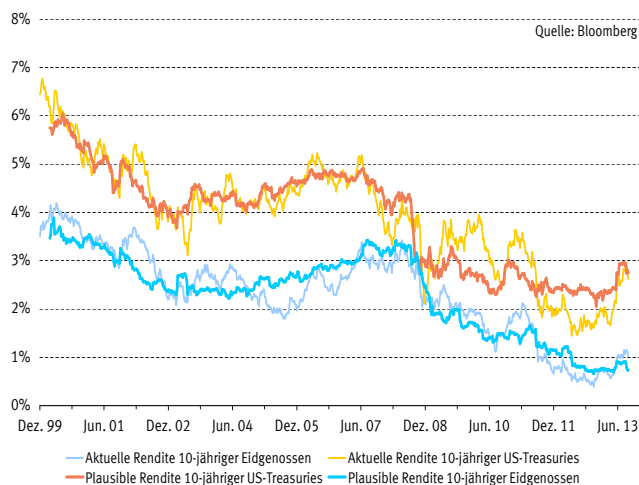
Dreyfus Banquiers hat in einer Analyse versucht, die wesentlichen geldpolitischen Einflussfaktoren auf die langfristigen US-Zinsen zu identifizieren und ihren Einfluss quantitativ zu schätzen. Dabei unterschieden wir zwischen traditionellen und neuen unkonventionellen Faktoren. In unserer quantitativen Analyse haben wir letztere mit der Bilanzsumme der US-Notenbank subsumiert. Wir untersuchten, inwieweit die US-Zinsen durch die Veränderung der Fed-Bilanz erklärt werden können.

Grafik 1: Bilanzsumme der Fed und der SNB (Dezember 2006=100%)



Grafik 1 zeigt die Bilanzverlängerungen der US Zentralbank sowie der SNB im Vergleich. Beide liessen die Bilanzen seit Herbst 2008 um mehr als 400% anschwellen. Diese enorme Geldschöpfung dürfte für die Verringerung der Zinsen in den USA und in der Schweiz mitverantwortlich sein. Konkret schätzen wir, dass das Zinsniveau der 10-jährigen Treasuries

ohne die Effekte der Bilanzausweitung knapp 1.3% höher läge als derzeit. Für die Schweiz kommen wir zu einer Gröszenordnung von etwa 1.0%. Unsere Schätzungen für die USA harmonisieren mit empirischen Untersuchungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) sowie der Federal Reserve Bank of Kansas City.



Grafik 2 vergleicht die aktuellen Zinsen 10-jähriger Treasuries und Eidgenossen mit jenen Zinsen, die wir im Sinne einer Plausibilitätsrechnung unter Berücksichtigung geldpolitischer und anderer Einflussgrössen herleiten können. Offensichtlich lässt sich der Zinsrückgang nach 2007 sowohl in den USA als auch in der Schweiz mit dem Ansatz von Dreyfus Banquiers sehr gut erklären. Die gegenwärtigen Langfristzinsen liegen aktuell nahe bei ihren plausiblen Werten.

Schlussfolgerungen für die weitere Entwicklung der Langfristzinsen

1. Sobald Zentralbanken ankündigen, Ihre Bilanzen verkürzen zu wollen, dürfte das Zinsniveau nachhaltig anziehen.
2. Aktuell steht in den USA aber nicht eine Bilanzverkürzung im Vordergrund, sondern eine langsamere Bilanzverlängerung. Erst ab Ende 2015 wäre mit einer Bilanzverkürzung zu rechnen, und erst danach mit einem Anstieg der Geldmarktzinsen.
3. Die Reaktion der Obligationenmärkte zeigt, wie schwer den Anlegern die Interpretation der heutigen Geldpolitik fällt und wie sehr sich das Fed in der Kommunikation seiner Absichten anstrengen muss, will es nicht beträchtliche Zinsausschläge riskieren.
4. Ein Anstieg der Zinsvolatilität scheint vorgezeichnet, speziell bei langfristigen Bonds. In Kombination mit der geringen Rendite von Anleihen sinkt das Rendite-Risikoverhältnis gegenüber Cash. Obligationen mit kürzeren und mittleren Laufzeiten sowie Aktien dürften relativ betrachtet attraktiver erscheinen. Allerdings muss auch hier ein Vorbehalt angebracht werden: Ein Anstieg der Langfristzinsen kann sich auch auf Aktien negativ auswirken. Neben Anleihen kürzerer und mittlerer Laufzeit empfehlen wir daher, das Augenmerk auf risikoarme Aktien von Unternehmen mit soliden Bilanzen und stabiler Profitabilität zu richten. (s. „Unternehmensqualität als Schlüssel zum nachhaltigen Erfolg bei der Aktienanlage“, BaZ-Sonderbeilage Geld anlegen vom März 2013 und „Mehr Rendite bei tieferem Risiko: Möglich durch defensive Aktien“, BaZ-Sonderbeilage Geld anlegen vom November 2012)

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
 Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
 Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38
 contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch