



ETHENEA

managing the Ethna Funds

MARKTKOMMENTAR No. 02 · Februar 2018



„Die nächste Fahrt geht rückwärts!“

AUTOR: Guido Barthels

Senior Portfoliomanager, ETHENEA Independent Investors S.A.

Wer kennt es nicht aus seiner Kindheit? Man ist auf der Kirmes und sitzt im Fahrgeschäft seiner Wahl, und der Karussellbremser ruft: ‚Die nächste Fahrt geht rückwärts!‘. Gemäß dem Motto *nur die Harten kommen in den Garten* verlassen viele den Musikexpress oder HalliGalli und warten lieber auf die magenschonende Vorwärtsfahrt.

So kann man wohl auch die derzeitige Lage an den Rentenmärkten zu beiden Seiten des Atlantiks beschreiben. Der US-Treasury-Markt hat ja schon länger mit höheren Renditen geliebäugelt. Nachdem sich die kürzeren Laufzeiten aus ihrem angestammten Renditekorrident nach oben verabschiedet hatten, war es eigentlich nur noch eine Frage der Zeit, bis sich auch das viel beachtete 10-Jahres-Segment aus dem Band zwischen 2,10 % und 2,60 % herausbewegen würde. Die Rendite der Benchmark Anleihe hat sich dann tatsächlich zu Beginn des Monats bis auf 2,88% geschoben. Bedenken auf Seiten der Aktieninvestoren gegenüber den aktuell höheren Zinsen gepaart mit einigen technischen Faktoren haben dann zu einer weltweiten deutlichen Abwärtskorrektur an den Aktienmärkten geführt. Durch die gleichzeitigen Käufe sogenannter „sicherer Hafen“-Anlagen, konnte sich die Treasury-Rendite vorerst auf 2,7% wieder reduzieren (siehe Grafik 1). Wir halten die aktuelle Marktlage für sehr temporär und hat auch eine gewisse Marktberuhigungsfunktion, ähnlich eines Sommergewitters, welches die schwüle drückende Luft vertreibt.

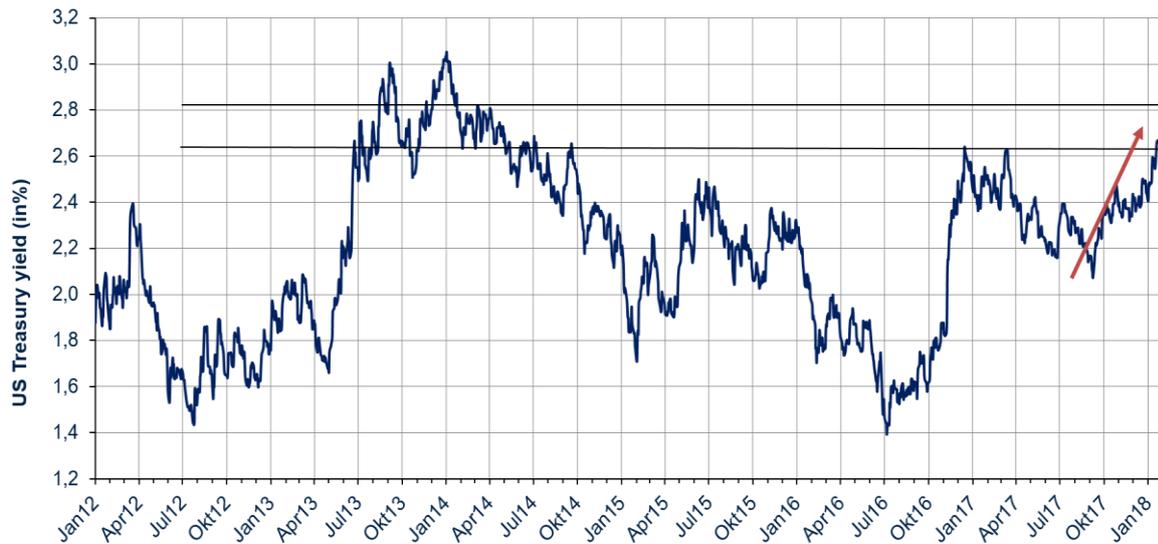
Wir glauben daher weiterhin an ein positives Umfeld für Risikoassets und geben im Folgenden auch einige Gründe dafür an.

Es gibt einige Fundamentalfaktoren, die für höhere Renditen in den USA sprechen. An allererster Stelle ist da sicherlich das anhaltend starke Wachstum zu nennen, gepaart mit der Befürchtung, dass die Inflation vielleicht doch schneller als bisher erwartet zurückkehrt. Der sogenannte BIP-Deflator, also die Inflationsrate, die zur Bereinigung der BIP-Daten dient und bei der US-Notenbank große Beachtung findet, lag zuletzt bei immerhin 2,4 % – Tendenz steigend. Im Rahmen ihrer gesamtwirtschaftlichen Betrachtung könnte das FOMC also durchaus zu dem Schluss kommen, dass nicht nur die erwarteten drei Zinsschritte durchzuführen sind, sondern vielleicht vier oder mehr.

Zudem unterstützen die technischen Faktoren einen Anstieg der US-Renditen. Hier fällt der Blick zuerst auf die Bilanz der US-Notenbank, in der immerhin USD 2.500 Milliarden an US-Staatspapieren verbucht sind. Laut Janet Yellen, der Chefin der Fed, soll eine Rückkehr zur Normalität angestrebt werden. Während im vergangenen Jahr noch mit angezogener Handbremse gefahren wurde, soll im Verlauf von 2018 das Verkaufsvolumen sukzessive auf USD 30 Milliarden pro Monat erhöht werden. Das entspricht immerhin einer Quote von knapp 0,2 % der ausstehenden Treasuries – pro Monat.

Auch Verkäufe aus China und Japan in der Größenordnung von knapp USD 20 Milliarden im November 2017 lassen vermuten, dass hier vielleicht große Mengen von Geldern, die aufgrund der Eurokrise in 2012 zwischenzeitlich im US-Dollar geparkt wurden, in EUR-Bestände umgeschichtet werden. Insgesamt halten sowohl China als auch Japan US-Staatsanleihen in der Größenordnung von jeweils ungefähr USD 1.100 Milliarden. Genug Munition, um bemerkt zu werden.

Zu guter Letzt sollten wir auch noch einen Blick auf die Trump-Administration werfen. Zum einen halten US-Firmen ungefähr USD 1.000 Milliarden an un versteuerten Gewinnen im Ausland, die durch die Trump-Administration steuerbegünstigt repatriiert werden können. Aber auch bei niedrigen Steuersätzen fallen ungefähr USD 150 Milliarden an Steuerschulden an, die bisher in Treasuries und Unternehmensanleihen investiert waren. Aufgrund der höheren Liquidität der Staatspapiere liegt die Vermutung nahe, dass hier nochmal ein ganzer Schwung Anleihen neue Käufer finden muss. Des Weiteren hat Präsident Trump ja auch die „größte Steuerreform aller Zeiten“¹ auf den Weg gebracht. Nachteilig wirkt sich dabei aus, dass es sich hauptsächlich um *Steuersenkungen* ohne Gegenfinanzierung handelt, die somit zunächst einmal die Verschuldung der Vereinigten Staaten von Amerika erhöhen werden. Ob letztendlich die gestiegene Wirtschaftsaktivität zusätzliche Steuereinnahmen zur Folge haben wird, ist eine Frage, die eher in der Kirche als durch die Wissenschaft beantwortet werden kann. Hier geht es mehr um Glaubensfragen. So oder so, es ist erst einmal ein weiterer negativer technischer Faktor. *Die nächste Fahrt geht rückwärts!*



Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafik 1: Verlauf der Rendite der jeweils aktuellen 10-jährigen US Staatsanleihe.

Natürlich bleiben die Renditeanstiege im Dollarraum nicht ohne Folgen für die Renditen der Eurozone. Fundamental spricht auch im Euroraum viel für steigende Renditen. Da aber die technischen Faktoren weiterhin den Rentenmarkt unterstützen, könnten sie einem nachhaltigen Anstieg der Renditen noch vor dem voraussichtlichen Ende des Rückkaufprogrammes der EZB im Oktober 2018 im Wege stehen. Wir stellen allerdings fest, dass die Rendite der 5-jährigen Bundesanleihe jüngst zum ersten Mal seit mehr als 2 Jahren wieder die Eisdecke der Nulllinie durchbrochen hat. Es gibt noch Hoffnung. Auch wenn *Günther Schild*, die Werbeikone der Bundesschuldenagentur, seit nunmehr über 5 Jahren verstorben ist – der Zins ist zurück! Es ist nur eine Frage der Zeit, bis es auch die gesamte Zinsstrukturkurve des Bundes wieder über die Nulllinie schafft und die vergangenen 5 Jahre als ein zumindest interessantes Kapitel der Finanzgeschichte in die Annalen eingehen, nämlich als die Zeit, in der Null dann eben doch nur eine Zahl war. *Die nächste Fahrt geht rückwärts!*

¹ Fox, Justin ,Biggest Tax Cuts Ever? Nice Try, Mr. President'. Bloomberg View. <https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-12-07/biggest-tax-cuts-ever-nice-try-mr-president>, abgerufen am 30.01.2018.