

Zinsloses Risiko

Die einen nennen es „New Normal“, die anderen schütteln nur mehr den Kopf ob der Verwerfungen, die das **Quantitative Easing** in der Zinslandschaft und anderswo verursacht. Eine Bestandsaufnahme der Ungeheuerlichkeiten, die sich aktuell zu korrigieren scheinen.

Nichts ist mehr so, wie es einmal war, an Geld- und Kapitalmärkten herrscht weiterhin der Ausnahmezustand. Wer hätte sich von einigen Jahren vorstellen können, dass es am kurzen Ende etwa einen negativen Drei-Monats-Euribor gibt, dass die EZB den Banken für Einlagen einen negativen Zins von 0,2 Prozent in Rechnung stellt, dass der Interbanken-Geldmarkt in seiner alten Form kaum mehr existiert und statt dessen billiges Zentralbankgeld genommen wird? Wer 2007 prognostiziert hätte, dass Unternehmen mit hohen Einlagen 2015 nicht nur keine Verzinsung erhalten, sondern mit einer negativen Verzinsung auf Einlagen bestraft werden, hätte sich vermutlich lächerlich gemacht.



» Die Floor-Klausel – das heißt Euribor größer gleich null – ist seit einigen Monaten in syndizierten Kreditverträgen Standard. «

Dr. Thomas Haas, Global Head of Loan Syndication bei der BayernLB

Kreditklauseln geändert

Die juristischen Folgen dieser Entwicklung sind umfangreich. Da müssen zum Beispiel Kreditverträge umgeschrieben und Euribor-Floor-Klauseln von null Prozent aufgenommen werden, damit Kreditnehmer nicht von der Bank bezahlt werden müssen, wenn sie sich Geld leihen. Was am kurzen Ende schlimm ist, setzt sich nahtlos bei den Kapitalmarktzinsen fort. Die Grafik „Die Flachheit vom April“ zeigt die Verflachung der Zinskurve bei deutschen und italienischen Staatsanleihen im Jahresabstand. Interessanterweise entspricht die italienische Renditekurve am 23. April 2015 ziemlich genau jener Italiens von vor einem

Jahr. Mit Fristentransformation und Leverage wie in der Vergangenheit ist hier für Banken auch heute nach dem Beginn der Korrektur nur wenig zu holen.

Mario Draghi ist es bis gegen Ende April 2015 mittels Quantitative Easing gelungen, die gesamte Renditekurve gleichmäßig zu drücken. Indem die Notenbanken des Euro-

raums Staatsanleihen bis zu einer negativen Rendite von 0,2 Prozent ankaufen, hat man den langfristigen Inflationserwartungen auf die Sprünge geholfen. Diese will die EZB ja bei knapp zwei Prozent sehen. Dabei achten die Notenbanken weltweit auf den 5y5y-Forward-Inflation-Swap-Satz (siehe

Grafik „Trendumkehr bei den Inflationserwartungen“).

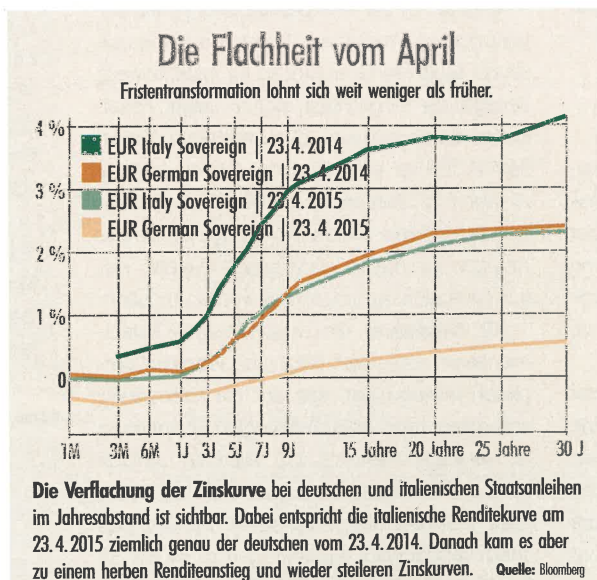
Auf dem 18. Investmentforum der Spängler IQAM Invest, das ganz im Zeichen einer neuen Normalität bei den Zinsen und den damit verbundenen Auswirkungen für Investoren sowie neuen Herausforderungen im Risikomanagement stand, wurden

die anwesenden Investoren zur Entwicklung der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen in fünf Jahren befragt: Rund zwei Drittel aller Teilnehmer waren im April 2015 der Meinung, dass die Rendite 2020 zwischen null und zwei Prozent und damit weiterhin außerordentlich niedrig bleiben werden.

Konsens herrscht auch bei der Annahme, dass die Zinsen nicht stark steigen können, weil sonst die Belastungen der Staatshaushalte drückender werden. Immerhin ist die Eurozone als Ganzes mit 91,9 Prozent des BIP oder zirka 9,3 Billionen Euro verschuldet, wie jüngst veröffentlichte Eurostat-Zahlen zeigen.

Kein schönes Bild

Und die Staatsdefizite in der Eurozone sind 2014 auf 2,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts gesunken, nachdem sie 2013 noch bei 2,9 Prozent lagen. Darin spiegeln





Die „unnatürliche“ Zinssituation in Europa führt aus der Sicht institutioneller Anleger zu einer Reihe negativer Auswirkungen. Neben den Problemen bei der Erzielung der benötigten Renditen droht auch eine weitere Verschlechterung der Bonität europäischer Staatsanleihen sowie die Gefahr, dass mangels Alternativen zu riskante Investitionen getätigt werden müssen.

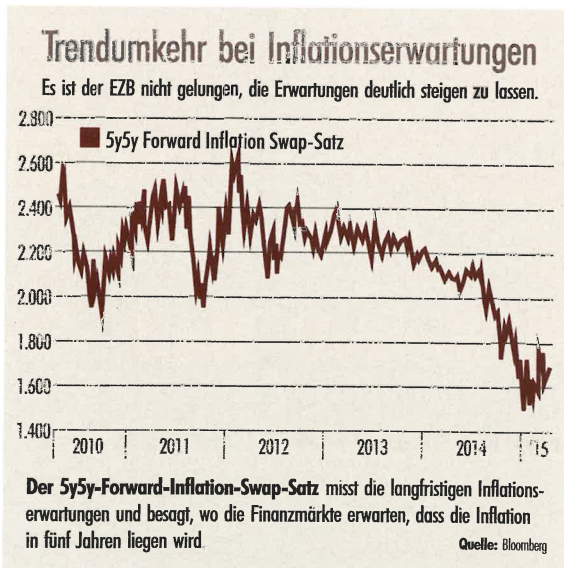
sich gewisse Sparanstrengungen wider, die aggregierte Schuldenlast kletterte dennoch von 90,9 Prozent im Jahr 2013 um einen vollen Prozentpunkt beziehungsweise 0,3 Billionen Euro hinauf. Auch in den EU-28 sieht das Bild nicht viel anders aus. Hier erhöhte sich die Schuldenquote von 85,5 auf 86,8 Prozent bei sinkenden Staatsdefiziten, die sich von einem Abgang von 3,2 Prozent auf einen solchen von 2,9 Prozent zurückbildeten. Der gesamte Schuldenberg stieg aber im Jahresvergleich von 11,6 auf 12,1 Billionen Euro an. Haushaltsüberschüsse fanden sich 2014 nur in vier Staaten, nämlich Dänemark (+1,2 % des BIP), Deutschland (+0,7 %) sowie Estland und Luxemburg mit jeweils einem Plus von 0,6 Prozent.

Und Maastricht? Das kümmert offensichtlich fast niemanden mehr. Gleich zwölf Staaten haben die dreiprozentige Defizitgrenze „gerissen“. An der Spitze steht das krisengeschüttelte Zypern mit 8,8 Prozent des BIP, gefolgt von Spanien (5,8 %), Kroatien und Großbritannien (je 5,7 %), Slowenien (4,9 %),

Portugal (4,5 %), Irland (4,1 %), Frankreich (4,0 %), Griechenland (3,5 %) sowie Belgien, Polen und Finnland mit jeweils 3,2 Prozent. Was die höchstzulässige Schuldenquote von 60 Prozent des BIP angeht, so liegen 16 Mitgliedsstaaten der EU darüber. Die höchsten Schuldenquoten verzeichnen Griechenland (177,1 %), Italien (132,1 %), Portugal (130,2 %), Irland (109,7 %), Zypern (107,5 %) und Belgien (106,5 %).

Deutschland rangiert mit einer Quote von 74,7 Prozent im Mittelfeld, und am Ende der Skala mit den niedrigsten Schuldenquoten finden sich Estland (10,6 %), Luxemburg (23,6 %), Bulgarien (27,6 %), Rumänien (39,8 %) und Lettland (40,0 %).

Dabei muss man sich die Frage stellen, ob diese Grenzen überhaupt noch zeitgemäß sind, wurden sie doch zu einer Zeit definiert, in der man noch nicht mit Stagnation, sondern mit Wachstum rechnen konnte. Es gibt Stimmen, die eine nachhaltige Schuldenobergrenze eher bei 40 als 60 Prozent des BIP ansiedeln. Und rechnet man die implizite Staatsschuld (Pensions- und Krankenversicherung) hinzu, die fast das Dreifache der expliziten Staatsschulden ausmacht, sieht die Sache noch düsterer aus (siehe Grafik „EU-Nachhaltigkeitsranking der Staaten“). Hier werden dann aus Musterknaben wie Schweden und Luxemburg schwere Sünder, während die immer wieder vorgeführten Südfankenstaaten Italien und Portugal augenscheinlich ihre Hausaufgaben im Hinblick auf schweben-



de Lasten aus der Zukunft gemacht haben.

Durationsverlängerung passé

Die Verlängerung der Duration italienischer und spanischer Staatsschulden war ein Gebot der Stunde, denn so günstig wie im März/ April werden sich Peripheriestaaten wohl kaum mehr langfristig verschulden können. Die Bereitschaft von Investoren, Duration long zu gehen und entsprechende Anleihen zu zeichnen, war – nicht zuletzt unter ALM-Aspekten und damit regulierungsgetrieben – vorhanden. Doch leider schienen die staatlichen Treasury-Einheiten in Europas Süden nicht flexibel ge-

nug, ihre Emissionskalender entsprechend zu revidieren und dieses „Window of Opportunity“ ausgiebig zu nutzen, das ihnen Draghi eröffnet hatte. Dass Nachfrage nicht das Problem darstellte, konnte man daran erkennen, dass Mexiko mit der Emission einer hundertjährigen Staatsanleihe eine Steilvorlage lieferte. Durationshungrige Investoren erzielen mit den sogenannten Jahrhundert-Bonds eine alles andere als üppige Rendite von 4,2 Prozent. Am selben Tag platzierte im Übrigen die Schweiz als erstes Land zehnjährige Papiere mit negativer Rendite. Investoren zahlten für das Privileg, ihr Geld in den als sicher wahrgenommenen schweizerischen Staatsbonds anzulegen. Die Botschaft

der beiden Emissionen schien klar und lautete: Der Appetit auf Langläufer war mehr oder weniger grenzenlos. Gläubiger davon zu überzeugen, dass diese den staatlichen Schuldnern mehr Zeit zur Begleichung von Verbindlichkeiten einräumen, war eine vernünftige Strategie, wenn man wusste, dass die eigene Schuldenlast eher steigen als fallen würde und die Zinskurve – wie im April 2015 bis zur Gegenbewegung bei der Zinsentwicklung – sehr flach geworden war.

Ignorierte Logik

Spanien und Italien schienen dieser klaren Logik nicht zu folgen, denn die durchschnittliche Laufzeit spanischer Staatsanleihen beträgt derzeit 6,3 Jahre. Vor fünf Jahren lag sie noch bei 6,5 Jahren. Statt sich den Umständen zunutze zu machen, dass langfristiges Geld so billig wie nie war, hatte sich das Rückzahlungsprofil Spaniens leicht verkürzt. Italien zeigte ein ähnliches Bild. Auch dort schrumpfte die durchschnittliche Laufzeit der Staatsanleihen. Betrug diese Anfang 2010 noch zirka 7,2 Jahre, ging sie auf mittlerweile 6,4 Jahre zurück. Das ebenfalls hoch verschuldete Belgien bewegte sich hingegen in die Gegenrichtung. Dank einer durchdachten Emissionsstrategie ist man heute zwei Jahre länger als 2010 unterwegs, die durchschnittliche Rückzahlungsfrist beträgt hier 7,9 Jahre. Unangefochten an der Spitze in der Durationsverlängerung ist im Euroraum Irland. Dort hat sich die durchschnittliche Laufzeit der umlaufenden Staatspapiere seit Anfang 2010 von 6,8 Jahren auf 14,9 Jahre mehr als verdoppelt. Leider ließen viele Staaten die Opportunität im März/ April ungenutzt.

Absolute No Return

Nachdem Staatsanleihen jetzt nur mehr beinahe zinsloses Risiko darstellen, sind auch einige Absolute-Return-Ansätze obsolet. Etwa jene, die Euribor plus 150 bis 200 Basispunkte bieten, sie sind nicht mehr geeignet, den Rechnungszins zu erwirtschaften und damit schwer

EU-Nachhaltigkeitsranking der Staaten

Musterknaben werden zu Sündern und Sünder zu Lichtgestalten

	Explizite Schulden	+ implizite Schulden	= Nachhaltigkeitslücke (Gesamtsschulden)	Nachhaltigkeitsranking 2014	Vergleich zum Nachhaltigkeitsranking 2013
1 Lettland	38 %	17 %	55 %	■	■
2 Italien	128 %	-23 %	105 %	■	■
3 Estland	10 %	115 %	125 %	■	■
4 Portugal	128 %	3 %	131 %	■	■
5 Deutschland	77 %	81 %	157 %	■	■
6 Ungarn	77 %	95 %	173 %	■	■
7 Polen	56 %	150 %	206 %	■	■
8 Litauen	39 %	212 %	251 %	■	■
9 Österreich	81 %	173 %	254 %	■	■
10 Dänemark	45 %	255 %	300 %	■	■
11 Rumänien	38 %	265 %	303 %	■	■
12 Bulgarien	18 %	305 %	323 %	■	■
13 Tschechien	46 %	306 %	352 %	■	■
14 Malta	70 %	282 %	352 %	■	■
15 Schweden	39 %	327 %	365 %	■	■
16 Slowakei	55 %	411 %	465 %	■	■
17 Frankreich	92 %	388 %	480 %	■	■
18 Niederlande	69 %	432 %	501 %	■	■
19 Finnland	56 %	456 %	512 %	■	■
20 Griechenland	175 %	356 %	531 %	■	■
21 Slowenien	70 %	507 %	577 %	■	■
22 Großbritannien	87 %	509 %	596 %	■	■
23 Spanien	92 %	526 %	618 %	■	■
24 Belgien	105 %	574 %	678 %	■	■
25 Zypern	102 %	592 %	694 %	■	■
26 Irland	123 %	752 %	875 %	■	■
27 Luxemburg	24 %	1.020 %	1.043 %	■	■
Ø EU-27	87 %	254 %	341 %	■	■

Angaben in Prozent des BIP | Schuldenabbau: ■ | Etwa gleichbleibend: ■ | Schuldenanstieg: ■

Versprechungen für die Zukunft punkto Pensionen und anderer Sozialausgaben lassen Schweden und Luxemburg alt aussehen, während Italien und Portugal ihre Hausaufgaben im Hinblick auf schwebende künftige Lasten gemacht haben.

Quelle: EU-Kommission, Stiftung Marktwirtschaft

verkäuflich. Hier werden aber Versicherer und Banken indirekt über aufsichtsrechtliche Regelungen wie Basel III und Solvency II respektive die Vorgänger-Regularien dazu motiviert, das Material in großem Umfang zu halten, indem man eine Kapitalunterlegung bis dato nicht für notwendig erachtete. Die Gefahr besteht hierbei darin, dass die Symbiose zwischen Staaten und der Finanzindustrie neue systemische Krisen auslöst. An einer Änderung dieser Situation haben die Regierungen jedoch wenig Interesse. Wer sonst sollte denn noch Staatsanleihen in nennenswertem Umfang auf die Bücher nehmen?

Unterlegung

Der obersten Bankenaufsicht des Euroraums Danièle Nouy, die innerhalb der EZB verortet ist, ist diese schicksalshafte Abhängigkeit von Staaten und Banken ein Dorn im Auge. Sie redet der Risikogewichtung für Staatsanleihen in Bankbilanzen und damit dem Vorhalten von Kapital für Government Bonds das Wort. Die Krise habe gezeigt, so Nouy, dass es keine risikofreien Aktiva mehr gebe. Wie lange es dauern wird, bis die von den 28 EU-Mitgliedsstaaten ausgegebenen Staatsanleihen nicht mehr als risikolos eingestuft werden, steht allerdings in den Sternen. Nouy hielt zwar fest, dass die Unterlegungsanforderungen an das Kapital gering sein würden, doch rechte Freude ob ihres Vorschlages möchte in den Staatskanzleien sicherlich nicht aufkommen. Laut Bloomberg-Zahlen waren zum Jahresende 2014 immerhin 9,3 Prozent aller Bankaktiva – das sind 2.400 Milliarden Euro – in Staatsanleihen der Eurozone angelegt. Was aus Aufsichtsgründen vernünftig erscheint, muss bei den Währungshütern längst keinen Applaus auslösen. EZB-Ratsmitglied Yves Mersch etwa sieht durchaus die Sinnhaftigkeit der Einführung einer Kapitalunterlegung, befürchtet aber die Folgen und kann sich daher nur eine graduelle Implementierung im Verbund mit anderen regulärischen Vorhaben vorstellen. Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht hat jedenfalls eine Überprüfung der regulatorischen Behandlung von Staatsanleihenrisiken für 2015 und 2016 auf die Agenda



Schäden allerorten

Nicht nur wird die zweite Säule der Altersversorgung durch die fortgesetzte Niedrigzinspolitik schwer beschädigt, was die Gefahr von Altersarmut weiter erhöht, diese wird auch zunehmend instabil, wenn man die Lebensversicherer betrachtet. Als

»Die hohe Liquidität an den Finanzmärkten könnte die Volatilität verschiedener Währungen massiv erhöhen.«

Prof. Dr. Jan-Egbert Sturm, Direktor der KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich

besonders betroffen stellt der IWF in seinem halbjährlich erscheinenden „Global Financial Stability Report“ unter dem Titel „Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks“ vom 15. April 2015 schwächere mittelgroße europäische Lebensversicherungsgesellschaften heraus. Die von EIOPA durchgeführten Stresstests zeigten, dass 24 Prozent der Versicherer im Szenario eines langfristigen Niedrigzinsumfelds nicht in der Lage seien, ihre Solvenzkapitalanforderungen zu erfüllen. Mit 4,4 Billionen Euro an Assets in der EU hat die Versicherungsbranche eine hohe und wachsende Verflechtung mit dem Finanzsystem. Das erhöhe die Gefahr von Spillover-Effekten.

Währung als Ventil

In seinem aktuellen Paper warnt der IWF aber auch vor steigenden rotierenden Risiken für die Finanzmarktstabilität. So habe das moderate – und global ungleich verteilte – Wachstum seiner Ansicht nach den Druck auf die Finanzmärkte erhöht und zu stärkerer Volatilität bei Wechselkursen und Zinsen geführt. Tatsächlich scheint angesichts der Tatsache, dass alle Notenbanken des Westens eine Niedrig- bis Nullzinspolitik verfolgen, der Wechselkurs als einzig noch

verfügbares Ventil zur Regulierung der Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft und damit im Weltfinanzsystem zur Verfügung zu stehen. Der Frage, wie Währungen zum Ventil der Geldpolitik werden, ging Professor Jan-Egbert Sturm, Direktor der KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich, in seinem Vortrag beim 18. Investmentforum der Spängler IQAM Invest nach. Auch wenn die Geldpolitik der meisten Länder offiziell binnenwirtschaftliche Ziele – insbesondere Preisstabilität – verfolge, so Sturm, seien die Auswirkungen auf die Währungen nicht zu übersehen. Die hohe Liquidität an den Finanzmärkten berge

nicht nur die Gefahr, dass sich Blasen in Aktien- und Anleihenmärkte aufbauen könnten, auch die Volatilität verschiedener Währungen könnte sich hierdurch massiv erhöhen, so der Professor. Es sei unklar, ob die damit einhergehenden Risiken von den Zentralbanken genügend berücksichtigt würden.

Der IWF sieht in den vergangenen sechs Monaten nicht nur gestiegene Risiken, sondern auch eine Wanderungsbewegung beim Risiko von den Industrie- zu den Schwellenländern, vom Banken- zum Schattenbankensektor und vom Bonitäts- und Ausfallrisiko zum Marktliquiditätsrisiko. Banken halten keine großen Handelsbestände mehr, sondern agieren als Broker, was im Falle eines Sell-offs – etwa bei Corporate Bonds – den Marktteilnehmern zeigen wird, was „neue Normalität“ auch bedeutet.

Was ist Liquidität noch wert?

Wenig bis gar nichts, lautet die einfache Antwort, da zu viel von ihr vorhanden ist, was die Preise der einzelnen Vermögensklassen stark ansteigen lässt. In normalen Zeiten müsste jener Investor, der einem anderen Liquidität zur Verfügung stellt, dafür kompensiert werden, doch das ist nun im „New Normal“ anders. Ganz im Gegenteil – wer heute Liquidität anzulegen hat,

muss dem anderen, der sie nimmt, obwohl dieser sie nicht wirklich braucht, dafür noch etwas bezahlen – Stichwort Negativzins.

Kreditbremse trotz Schwemme

Wenngleich die Geldmenge M3 im Euro-Raum zuletzt zulegen konnte, im Februar etwa um vier Prozent gegenüber dem Vergleichsmonat des Vorjahres, ist dieses ermutigende Signal nach Ansicht von Johannes Mayr, Ökonom der BayernLB, noch nicht als „klare Trendwende hin zu einer wesentlich höheren Dynamik und einem deutlich positiven Effekt der geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen zu interpretieren“. Aufgrund der weiterhin bestehenden Struktur- und Bilanzprobleme dürfte die Übertragung der geldpolitischen Euphorie in wirtschaftliche Aktivität über den Kreditkanal vielmehr unvollständig bleiben, so Mayr weiter. Die von ihm angesprochenen Bilanzprobleme betreffen den hohen Anteil an Non-Performing Loans in den europäischen Bankbilanzen, die die Neukreditvergabe bremsen.

Dazu müssen die Banken jedoch die belastenden notleidenden Kredite aus ihren Büchern bekommen, wie auch der IWF in seinem Halbjahresbericht moniert. Europa hatte kein TARP (Troubled Asset Relief Program) zum Unterschied von den USA, die in der Krise den Banken schnell unter die Arme griffen, sie mit 245 Milliarden rekapitalisierten, wovon bis dato schon wieder zwei Drittel zurückgeflossen sind. Wer schnell half, half doppelt.

EU-Banken: Assetqualität sinkt

Wie es aussieht, erhalten die Vereinigten Staaten mehr als 90 Prozent der insgesamt unter TARP hinausgereichten Hilfgelder wieder zurück. In Europa, wo man angesichts der zersplitterten Entscheidungsstrukturen zu einem vergleichbar starken Schritt nicht fähig und willens war und stattdessen eine Salamitaktik bei der Verarbeitung der Altlasten verfolgte, wurde den Instituten im Zuge der EU-Banken-Stresstests zwar eine verbesserte Widerstandsfähigkeit attestiert, dennoch scheint der Trend zur sich verschlechternden Assetqualität nicht gebro-

chen, sondern lediglich verlangsamt. Insgesamt beläuft sich das Volumen der Non-Performing Loans in den europäischen Bankbilanzen auf rund 900 Milliarden Euro.

Repo-Alarm

Was Marktauguren bereits vor dem Start des QE-Programms befürchtet hatten, scheint Gewissheit zu werden: Materialmangel und damit eine Klemme am Repo-Markt. Diese stellt einen weiteren Kollateralschaden der unorthodoxen Geldpolitik dar, denn QE bringt den Markt aus der Balance. Zwar fand Mario Draghi, in einer



» Die Untergrenze für Nominalzinsen kann letztendlich wesentlich tiefer liegen als die minus 75 Basispunkte der SNB. «

Dr. Guido Zimmermann, Senior Economist bei der LBBW in Stuttgart

Pressekonferenz auf das Problem angesprochen, beruhigende Worte, als es um die mögliche Knappheit an Anleihen des Euro-Raums ging. Doch das änderte nichts an der Sorge, dass die quantitative Lockerung der EZB einen wichtigen Teil des Anleihemarktes aus dem Gefüge bringen könnte. Ein Blick auf den deutschen Markt für Wertpapierpensionsgeschäfte signalisiert, dass die Verfügbarkeit von Anleihen als Sicherheit für Kredite austrocknet. Dies stellte Subhrajit Banerjee, Strategie für festverzinsliche Wertpapiere bei HSBC in London, in einer Studie fest. Das Risiko bestehe darin, dass dies eine Kettenreaktion auslöse, die die Liquidität im Kassamarkt für Anleihen austrocknen lasse, denn beide – Repo und Kassamarkt – sind miteinander verbunden. Denn wenn sich Volumina der verfügbaren Anleihen verringern und damit auch die Funktionalität des Repo-Marktes abnimmt, würde das auch die Liquidität im Kassamarkt für festverzinsliche Wertpapiere verschlechtern. Dann täte sich auch die EZB schwerer, Material für ihr Anleihenkaufprogramm zu finden. Allerdings verleiht die EZB die angekauften Staatsanleihen wieder, damit sie dem Markt nicht entzogen sind. Denn Collateral von Topqualität ist aufgrund der sich verschlechternden Qualität von Staatsanleihen knapp.

Nachhaltig negative Zinsen?

Dass negative Zinsen auf europäische Staatsanleihen dem Bankensystem gefährlich werden können, ist evident. Doch wie nachhaltig könnte eine solche Entwicklung sein? Laut Ken Leech, CIO bei der Legg-Mason-Tochter Western Asset und Manager des 3,5 Milliarden US-Dollar schweren Legg Mason Western Asset Macro Opportunities Bond Fund, sollten Investoren vor negativen Zinsen auf der Hut sein, würden doch diese etwa auf Schweizer Staatsanleihen und deutsche Staatstitel eine Anomalie darstellen. Man sei jetzt an einem Tiefpunkt

des Zyklus angelangt, so Leech, denn US-Treasuries mit zirka zwei Prozent – sie rentieren in etwa gleich viel wie zehnjährige Portugiesen – seien eine starke Alternative. Leech erwartet also Umschichtungen von Euro- in Dollar-Staatsanleihen. Ein Ende der negativen Renditen ist für ihn auch aufgrund eines optimistischeren Wachstumsausblicks möglich. Hier würden die Investoren dann den Markt antesten, war er überzeugt. Genaus das geschah ab Ende April 2015 bis in den Mai hinein.

Untergrenze der Nominalzinsen

Tatsache ist, dass der Anteil der Assets, der eine negative Rendite trug, in Europa bis Mitte April dramatisch wuchs. Mehr als ein Drittel aller Staatsanleihen im Europa rentierte negativ (siehe Grafik „Unterirdische Renditen“). Insbesondere ein großer Anteil der Anleihen des harten Kerns des Euro-Blocks mit Deutschland, den Niederlanden und auch Frankreich und Österreich an der Spitze war bis zur Korrektur Ende April renditemäßig im negativen Terrain.

Einen Anhaltspunkt könnten die Schweizer und die dänische Notenbank bilden, die ihre Nominalzinsen auf 0,75 Prozent reduziert haben. Sie taten das, um den Aufwertungsdruck von ihren Währungen zu neh-

men, die einen klassischen „Safe Haven“ darstellen. „Aus der Volkswirtschaftslehre bekannt ist das Modell des natürlichen Zinses, der mit Vollbeschäftigung und Kapazitätsauslastung verbunden ist“, weiß Guido Zimmermann, Senior Economist bei der Landesbank Baden-Württemberg: „Dieser natürliche Realzins ist wahrscheinlich negativ, was sich in einem sehr niedrigen Nominalzins widerspiegelt.“

Theoretische Zinsuntergrenze

Andere Indikationen für eine Zinsuntergrenze sind die Lagerkosten der Geldhaltung (Transport, Versicherung, Lagerung), unter die der Nominalzins nicht sinken sollte. Bei Gold liegen die Lagerkosten bei 0,2 Prozent im Jahr. Zimmermann verweist auch auf die Gebühren der Kreditkartenanbieter, denn diese würden abwägen, wie viel sie in Rechnung stellen können, bevor die Kunden auf die Nutzung der Karte verzichten.



Hier täte sich damit eine Untergrenze von minus ein bis minus drei Prozent auf.

Die EZB wiederum hat einmal die geschäftlichen Kosten von Bargeldtransaktionen berechnet und kam dabei auf 2,3 Prozent per Euro Transaktion. „In einer digitalen Wirtschaft könnte diese Grenze zusätzlich noch nach unten geschoben werden, weil die meisten Transaktionen heute auf elektronischem Wege erfolgen. Der Anreiz, Geld physisch zu halten, sinkt somit um ein Weiteres“, vermutet Zimmermann.

Abseits der physischen Sphäre existieren

aber noch andere Geldformen wie das Collateral, gibt der LBBW-Experte zu bedenken. Und dort wäre eine negative Verzinsung so lange hinnehmbar, als der erwartete Ertrag aus dem Geschäft, das durch das Stellen von Collateral ermöglicht wird, nach Abzug aller Kosten positiv ist. Da institutionelle Investoren gezwungen sind, Überschussliquidität anzulegen, könnte man auch argumentieren, dass eine Untergrenze erst dort erreicht wird, wo die globale Überschussnachfrage nach sicheren Vermögenswerten abgebaut ist. „Alles in allem wird klar, dass die letztendlich untere Grenze für die Nominalzinsen wesentlich

tum angeschoben werden kann, bleibt bis auf Weiteres mehr als fraglich. Und ob dieses Wachstum dann geeignet ist, den Schuldenberg langsam abzubauen, darf getrost bezweifelt werden.

Für Investoren bedeutet das, dass es bei absurd niedrigen Renditen im Staatsanleiensegment nötiger denn je ist, Renten-segmente wie Schwellenländer-, Hochzins- oder Wandelanleihen zu allokalieren, um einen noch auskömmlichen Ertrag zu erzielen. Dabei sind die eigenen Risikopräferenzen nicht außer Acht zu lassen, damit man am Ende des Tages bei der Suche nach Rendite nicht bei immer geringeren Bon-

» Der natürliche Realzins ist wahrscheinlich negativ. Das spiegelt sich im sehr niedrigen Nominalzins wider.«

Dr. Guido Zimmermann, Senior Economist bei der LBBW in Stuttgart

tief liegen kann als die derzeit lediglich 75 Basispunkte der dänischen und Schweizer Notenbank unter null.“

Kollateralschäden sichtbar

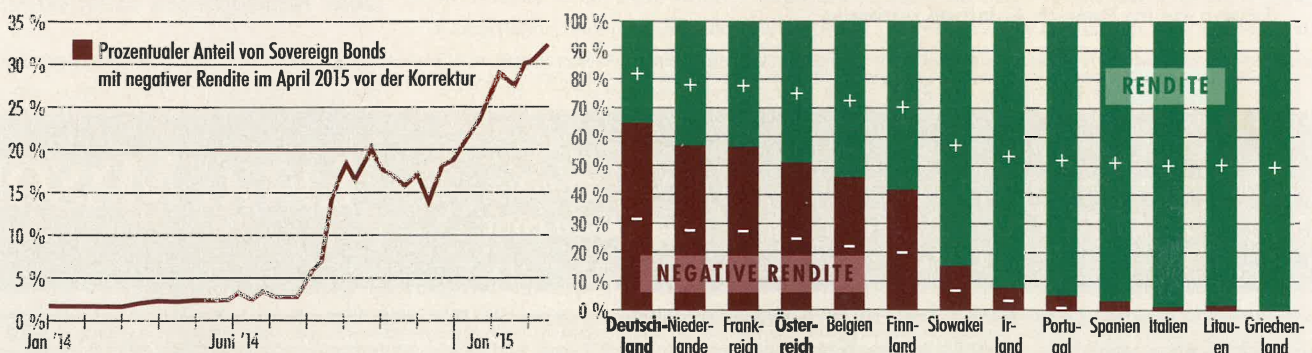
Wie weit auch immer die Nominalzinsen noch fallen können respektive werden: Die Kollateralschäden dieser Politik sind schon heute größtenteils sichtbar. Je länger diese Verwerfungen anhält, desto größer und für einige Gruppen von Akteuren lebensbedrohlicher werden sie. Ob damit Wachs-

itäten und hoher Duration landet. Eine solche Positionierung rächt sich in Zeiten von Zins- und Spreadanstiegen dann doppelt. Die Bewegung Ende April/ Anfang Mai gab darauf einen Vorgeschmack. Intelligentes Rentensurrogate, die über Optionalitäten ein anleihenähnliches Risiko-Rendite-Profil konstruieren, können eine Ergänzung sein, doch ist hier Know-how gefragt, um das meist linksschiefe und hochgewölbte Profil der Ansätze zu verstehen und sie intelligent zusammenzustellen, wobei auf Kapazitätsprobleme zu achten ist. DR. KURT BECKER

Unterirdische Renditen - bis Mitte April 2015

Mehr als ein Drittel aller europäischen Staatsanleihen wies negative Renditen auf.

Bei den Kernländern des Euro war im April die Hälfte der Staatsanleihen schon renditelos.



Seit August vergangenen Jahres stieg der Anteil jener Staatsanleihen in Euroland, die eine negative Rendite aufwiesen, deutlich an (links). Deutschland, die Niederlande, Frankreich und Österreich wiesen mehrheitlich bereits bei ihren Staatsanleihen negative Renditen aus (rechts). Auch in der Slowakei, Irland, Portugal und Spanien sowie Italien und Litauen gab es die ersten Kurzläufer mit negativen Renditen zu beobachten. Damit ist es seit der vehement einsetzenden Korrektur Ende April/ Anfang Mai 2015 - zumindest vorläufig - vorbei. Quelle: LBBW