



Dr. Harald Preißler
Chefvolkswirt
Leiter Anlagemanagement

17. Juli 2010

Ertragsperspektiven deutscher Bundesanleihen - die trügerische Ruhe nach dem Sturm

www.bantleon.com

Seit mittlerweile acht Wochen herrscht bei lang laufenden Bundesanleihen Sommerflaute. Den Grossteil der Zeit verbrachten die Renditen in einer nur 10 Bp breiten Range zwischen 2,60 % und 2,70 %, unterbrochen von gelegentlichen Ausreißern auf 2,50 % bzw. 2,80 %. Die Lethargie ist die berühmte Ruhe nach dem Sturm. Nicht weniger als die Furcht vor dem Auseinanderbrechen der Eurozone hatte die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen zwischen Mitte April und Mitte Mai orkanartig von 3,20 % auf 2,50 % geweht, einen historischen Tiefstand.

Dass in der Zwischenzeit kaum noch Regungen zu erkennen waren, ist allerdings nicht dem Fehlen richtungsweisender Impulse geschuldet, sondern eher der Vielzahl konträrer Einflussfaktoren. Auf der einen (marktpositiven) Seite gesellte sich dabei zum Thema »Staatsschuldenkrise« in den vergangenen Wochen die Furcht vor einem erneuten Rückfall der Weltwirtschaft in eine Rezession – das sogenannte »Double Dip«-Szenario. Auslöser hierfür waren enttäuschende Konjunkturdaten aus den USA sowie die unverhohlenen Bemühungen der chinesischen Autoritäten, das Wachstumstempo zu zügeln. Damit droht der globale Konjunkturmotor ins Stottern zu geraten, was den mehr denn je vom Exportgeschäft abhängigen Euroländern im wahrsten Sinne den Todesstoss versetzen könnte.

Auf der anderen (marktnegativen) Seite ist aber auch eine gewisse Krisenmüdigkeit auszumachen. Zu erkennen ist dies daran, dass die jüngsten Rating-Herabstufungen (in der vergangenen Woche senkte *Moody's* die Note Portugals von Aa2 auf A1, am heutigen Montag folgte Irland von Aa1 auf Aa2) keine grossen Kapitalumschichtungen mehr in Gang setzten. Es reichte jeweils nur für ein kurzfristiges Aufbäumen bei Bundesanleihen. Damit nicht genug, trotz der

BANTLEON

Der Anleihemanager

Angebotsflut bei EUR-Staatsanleihen ist es zuletzt gerade den Peripherieländern erstaunlich gut gelungen, am Kapitalmarkt neue Mittel aufzunehmen. Selbst eine 15-jährige spanische Staatsanleihe traf auf rege Nachfrage (2,6-fach überzeichnet), was als Zeichen des Vertrauens in die längerfristige Solvenz des Emittenten gewertet werden muss. Hinzu kommt, dass die aktuellen Wirtschaftszahlen aus der Eurozone trotz der von den Finanzmärkten ausgehenden Verunsicherung überraschend positiv ausgefallen sind. So dürfte das Bruttoinlandsprodukt der Währungsunion im 2. Quartal nach unseren Berechnungen um 1,0 % expandiert sein, angeführt von einem 1,6 %igen Plus in Deutschland.

Wir gehen davon aus, dass sich das Patt der gegenläufigen Kräfte zunächst zulasten deutscher Bundesanleihen auflösen wird. Die extrem starken Wirtschaftsdaten für das 2. Quartal im Verbund mit immer noch guten Stimmungswerten dürften sich positiv auf die Risikoneigung der Investoren auswirken. Diese Tendenz sollte durch den gegenwärtig vom Geldmarkt ausgehenden renditeseitigen Aufwärtsdruck noch verstärkt werden. Die Nachfrage nach attraktiv bewerteten Peripherieanleihen wird demnach gestützt, deutsche Bundesanleihen haben hingegen das Nachsehen.

Mit dem Ende des Sommers wendet sich allerdings das Blatt. Dann werden die konjunkturellen Frühindikatoren nicht mehr nur abwärts tendieren, sondern bereits die Expansionschwelle ins Visier nehmen – vor diesem Hintergrund sollten die Zweifel an den Wachstumsaussichten eine neue Qualität erreichen. Der hiervon ausgehende zyklische Gegenwind für die Aktien- und Kreditmärkte ist zugleich starker Rückenwind für deutsche Bundesanleihen. Wir erwarten daher für den weiteren Verlauf des 2. Halbjahres ein erneutes Abtauchen der Renditen nach unten.

Fazit: Die Ruhe nach dem Sturm ist am Ende nur die Ruhe vor dem nächsten Sturm. Das 2. Halbjahr 2010 verspricht volatil zu werden – am Umfeld strukturell niedriger Renditen ändert sich nach unserer Überzeugung nichts.