



Dr. Daniel Hartmann
Chefvolkswirt

Analyse

Die Zeitenwende bei den Renditen ist da – und keiner hat's gemerkt

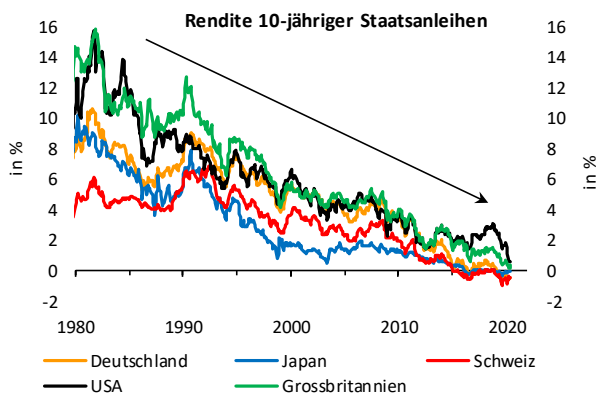
10. August 2020

www.bantleon.com

40 Jahre fallende Zinsen

Selbst erfahrene Investoren können sich kaum noch an eine längere Phase steigender Zinsen erinnern. Abbildung 1 macht deutlich, warum: Seit nunmehr 40 Jahren weisen die Renditen in den entwickelten Volkswirtschaften einen stetigen Abwärtstrend auf. Warf eine 10-jährige Bundesanleihe 1981 noch knapp 11% Rendite ab, waren es im Jahr 2000 bereits nur noch gut 5%. Inzwischen muss der Anleger für das Halten von Bundesanleihen sogar Geld bezahlen. Ähnlich sieht die Kaskade bei US-Treasuries aus. Ausgehend von 15% ist der jährliche Zinsertrag inzwischen auf nahe null abgeschmolzen.

Abb. 1: Seit 40 Jahren kennen die Renditen nur eine Richtung



Quellen: Macrobond, BANTLEON

Auch wenn die Zinserträge immer kleiner wurden, boten die vergangenen 40 Jahre dem Investor ein perfektes Umfeld. Den schrumpfenden Coupons standen fast jedes Jahr erkleckliche Kursgewinne gegenüber. Seit 1980 liessen sich auf diese Weise mit deutschen Bundesanleihen durchschnittlich 5,5% und mit US-Treasuries sogar 7% p.a. erwirtschaften. Verlustjahre gab es nur wenige: 1994, 1999, 2009 und 2013.

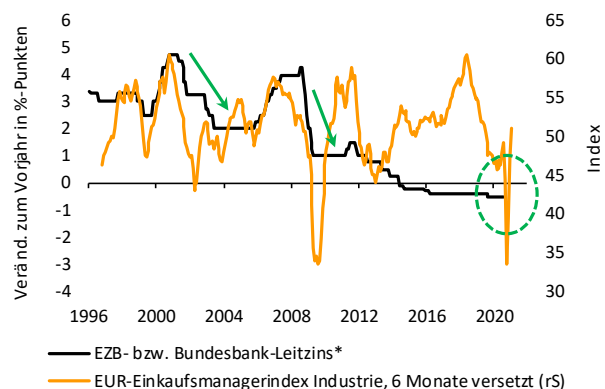
Doch damit nicht genug. Der fallende Zinstrend strahlte auch positiv auf Aktien aus. Die tiefen

Coupons machten Dividendenpapiere immer attraktiver und die künftigen Unternehmensgewinne konnten mit stetig fallenden Renditen abdiskontiert werden. Beides befeuerte die Aktienkurse. Entsprechend zeigte auch hier der Trend seit 1980 zumeist nach oben – Ausnahmen waren die Phasen der Dotcom-Blase und der Finanzkrise. Im Mittel legte der S&P500 um 12% p.a. und der DAX um 8% p.a. zu.

Die Vertreibung aus dem Paradies

Die schlechte Nachricht ist: Die paradiesischen Zeiten stetig fallender Renditen sind nunmehr vorbei. **Die aktuelle Krise hat gezeigt, dass die Leitzinsuntergrenze und damit auch das Renditetief erreicht sind.** Vorreiter in dieser Hinsicht sind Japan und Europa. Hatte die EZB den Leitzins im Zuge der Dotcom-Blase noch um 275 Bp (von 4,75% auf 2,00%) und als Reaktion auf die Finanzkrise sogar um 325 Bp (von 4,25% auf 1,00%) gesenkt, geschah in der laufenden Rezession gar nichts (vgl. Abb. 2). **Seit den 1970er Jahren ist es mithin eine Premiere, dass die grösste Notenbank Europas (EZB bzw. Bundesbank) keine Zinsreaktion auf einen Wirtschaftseinbruch zeigt.** Dabei gilt die Corona-Krise als Jahrhundertereignis, was sich unter anderem im Rekordtief des Einkaufsmanagerindex widerspiegelt.

Abb. 2: Die Leitzinsuntergrenze ist erreicht ...

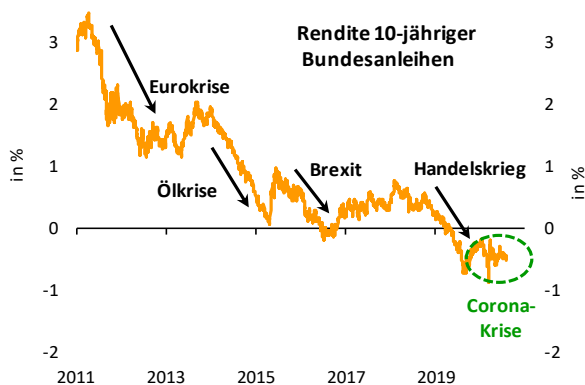


Quellen: Markit, Bloomberg, BANTLEON; * ab 2014 Depositenrate

Der EZB-Rat schreckte vor noch tieferen Negativzinsen zurück, weil der Nutzen daraus in keinem Verhältnis mehr zum potenziellen Schaden stand. Zu einer ähnlichen Einschätzung kamen die Bank of Japan und die Schweizerische Nationalbank.

Die Folge davon spiegelte sich in der Renditeentwicklung wider. Der heftige Konjunkturéinbruch im 1. Halbjahr 2020 hat so gut wie keine Reaktion an den Staatsanleihenmärkten ausgelöst (vgl. Abb. 3). Die 10-jährigen Bund-Renditen sind nur einmal ganz kurz auf -0,91% abgetaucht. Danach aber sofort wieder in den seit Mitte 2019 bestehenden Seitwärtstrend um -0,45% eingeschwenkt. Im Vorjahresvergleich haben sich die Renditen kaum bewegt. Gleiches ist in Japan und der Schweiz zu beobachten.

Abb. 3: ... und damit auch die Renditeuntergrenze



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

In früheren Rezessionen war es dagegen üblich, dass eine massive Flucht in die sicheren Häfen stattfand und die Renditen (10 Jahre) um 150 bis 200 Bp sanken (vgl. Abb. 3). Dieses Mal war alles anders. Die grösste Rezession der Nachkriegszeit ging an der Renditeentwicklung nahezu spurlos vorbei.

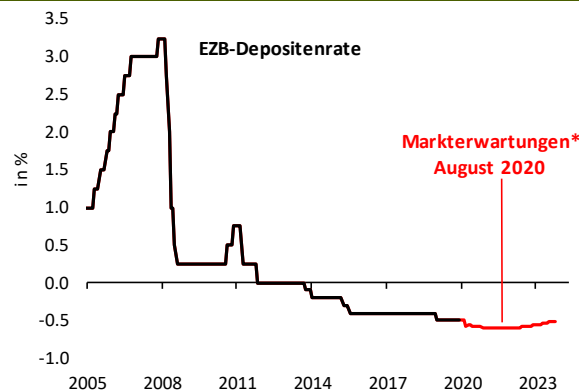
Alles in allem hat die aktuelle Krise gezeigt, dass sowohl die Leitzins- als auch die Renditeuntergrenze erreicht sind. Mithin ist die lange erwartete Zeitenwende an den Bondmärkten eingetreten - nur hat es kaum jemand bemerkt. Der viel befürchtete plötzliche Zinssprung nach oben ist (noch) ausgeblieben. Die Zeitenwende hat sich stattdessen anders bemerkbar gemacht: Die Renditen sind in der laufenden Rezession zu wenig gesunken.

Japanische Verhältnisse oder Zinsumkehr?

Die Kapitulation der Notenbanken in der Zinspolitik spiegelt sich auch an den Terminmärkten wider (vgl. Abb. 4). Die Investoren rechnen in den nächsten Quartalen mit keiner Leitzinssenkung mehr. Allerdings erwarten sie auf absehbare Zeit auch keine

Leitzinserhöhung. Stattdessen wird für die kommenden Jahre mit einem Seitwärtstrend gerechnet.

Abb. 4: Nie mehr steigende Leitzinsen



Quellen: Bloomberg, BANTLEON; * aus Euribor-Futures abgeleitet

Bereits das wäre ein grundlegender Wandel gegenüber den vergangenen Jahrzehnten. Die Anleihenrenditen würden nicht mehr fallen, sondern um null seitwärts pendeln. Die Zeiten stetiger Kursgewinne wären damit vorbei. Stattdessen würden sich gute mit schlechten Jahren ohne jeglichen Zinspuffer abwechseln. Wer kein aktives Management betreibt, muss sich dann mit einem durchschnittlichen Ertrag um null begnügen (bzw. in Deutschland oder der Schweiz sogar mit negativen Erträgen).

Das ist aber noch das harmlose Szenario. Wir gehen davon aus, dass es schlimmer kommt und die Renditen in den nächsten Jahren in einen säkularen Aufwärtstrend einschwenken. Eine rein passive Anleihenstrategie führt dann - zumindest anfangs - zwangsläufig zu negativen Erträgen. Aber auch für Aktien wird es ungemütlich. Die relative Attraktivität von Dividendenpapieren wird bei steigenden Renditen immer stärker unter Druck geraten. Was veranlasst uns zu unserem »optimistischen« Zinsausblick?

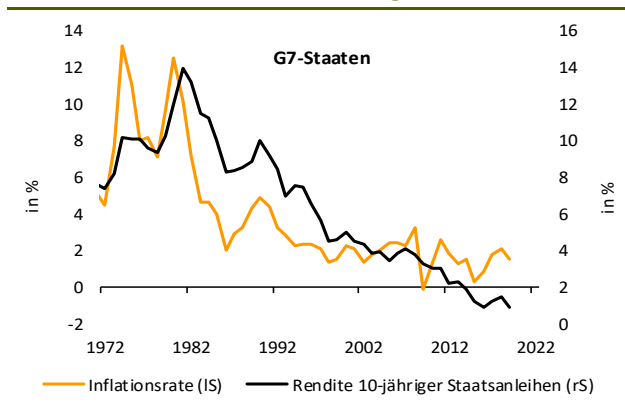
Die Monetarisierung der Staatsschulden schreitet voran

Mehr noch als das rückläufige Realwachstum war in den vergangenen 40 Jahren die schwindende Inflation für den Zinsverfall ausschlaggebend. Nahezu im Gleichschritt ging es bei Renditen und Teuerungsraten abwärts (vgl. Abb. 5).

Die Gründe für die abflauende Inflation sind vielfältig und dürften zum Teil fortbestehen (z.B. der Trend zur Digitalisierung). Auf mindestens drei Feldern werden sich indes in den nächsten Jahren gravierende Änderungen ergeben, welche steigende Inflationsraten begünstigen: der Vormarsch der Fiskalpolitik, die Abschwächung der Globalisierung und der

demografische Wandel. Die Corona-Krise wirkt in dieser Hinsicht als Katalysator.

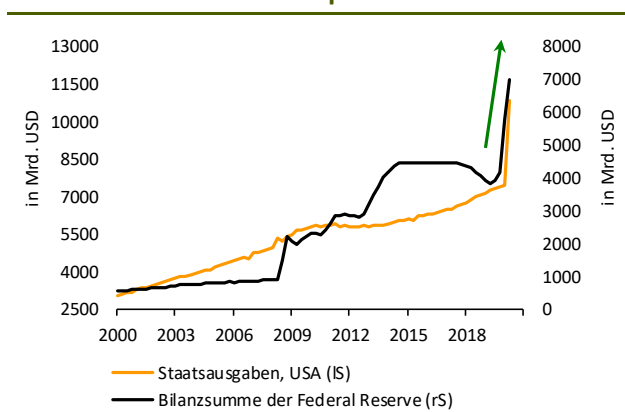
Abb. 5: Im Gleichklang abwärts



Quellen: Macrobond, BANTLEON

In den vergangenen Jahren hat sich die Geldpolitik mit allen Mitteln dem fallenden Inflationstrend entgegengesteuert. Neben Negativzinsen wurden riesige QE-Programme lanciert. Der Erfolg der Politik war überschaubar, weshalb der Ruf nach der Fiskalpolitik immer lauter wurde. Die Corona-Krise hat diesem Wunsch zum Durchbruch verholfen. Die menschliche Not war ein willkommenes Argument, um haushaltspolitische Dogmen fallenzulassen. Ob schwarze Null, Schuldenbremsen oder EU-Fiskalregeln – alles wurde über Bord geworfen. Sämtliche wichtigen Volkswirtschaften werden in diesem Jahr ein Haushaltsdefizit in Höhe von 10% bis 20% des BIP aufweisen und damit die staatlichen Schuldenquoten weltweit auf neue Rekordstände treiben.

Abb. 6: Geld- und Fiskalpolitik verbünden sich



Quellen: Fed, BEA, BANTLEON

Die ultraexpansive Geldpolitik wird somit in diesem – und wohl auch in den nächsten – Jahren von einer ultraexpansiven Fiskalpolitik ergänzt. Das markanteste Beispiel dafür sind derzeit die USA. Hier sind die Fed-Bilanz und die Staatsausgaben zuletzt gleichermassen explodiert (vgl. Abb. 6). Aus verschiedenen

Gründen wird dies Inflationseffekte nach sich ziehen: *Erstens* wirken staatliche Ausgabenprogramme im Unterschied zu rein geldpolitischen Massnahmen direkter auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Das plastische Beispiel sind die Konsumschecks in den USA. Aber auch andere Sozialausgaben oder Infrastrukturprojekte sind unmittelbar ausgabenwirksam. Bei monetären Impulsen ist es hingegen fraglich, ob sie am Ende in der Realwirtschaft ankommen.

Zweitens sind viele Fiskalprogramme auf Jahre angelegt und werden erst dann wirksam, wenn die Konjunktur bereits wieder in Gang gekommen ist. *Drittens* wird es schwierig sein, das Rad der pausenlos stimulierenden Fiskalpolitik zurückzudrehen. Die Politiker werden sich vielmehr an die höheren Ausgaben gewöhnen. Mit dem Klimawandel und der Modernisierung der Infrastruktur sowie des Gesundheitswesens gibt es überdies viele Argumente, die anhaltend hohe Haushaltsdefizite rechtfertigen.

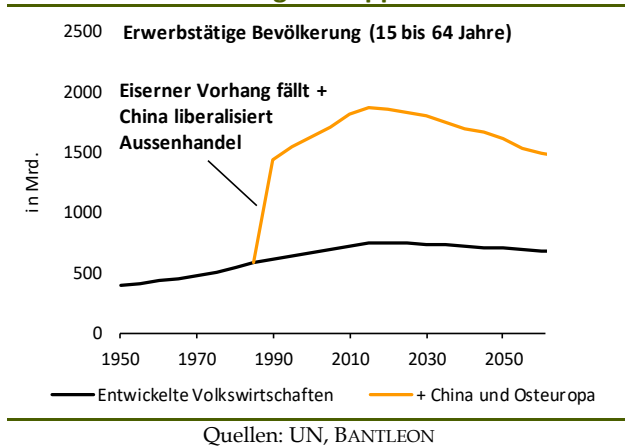
Viertens wird es den Staaten sehr leicht gemacht, über ihre Verhältnisse zu leben. Die Notenbanken nehmen einen Grossteil der zusätzlichen Staatsanleihen ab (vgl. Abb. 6). Die Monetarisierung der Staatsschulden ist salonfähig geworden. Selbst Schwellenländer schrecken davor nicht mehr zurück – und im ersten Moment scheint daraus kein Nachteil zu resultieren. *Fünftens* erschliessen sich die Staaten neue Geldquellen. Das augenfälligste Beispiel ist der EU-Wiederaufbaufonds, der von einer supranationalen Organisation gestemmt wird. Wer für diese Schulden letztendlich haftet, bleibt unklar.

Alles in allem zeichnet sich über die nächsten Jahre eine anhaltend expansive Fiskalpolitik ab, die durch die Kooperation der Notenbanken erleichtert wird. Die Folge ist ein permanenter Nachfrageimpuls von staatlicher Seite, der Kapazitätsengpässe hervorruft (allen voran im Bau- und Infrastruktorsektor) und Preisüberwälzungen begünstigt. Die Folge sind anziehende Teuerungsraten.

Globalisierung hat Zenit überschritten

Die Globalisierung – speziell die Verlagerung der Produktion in Billiglohnländer – hat massgeblich zur weltweiten Disinflation in den vergangenen Jahrzehnten beigetragen. Dieser Prozess erhielt Anfang der 1990er Jahre durch den Fall des Eisernen Vorhangs und der Integration Chinas in die Weltwirtschaft zusätzlichen Auftrieb. Mit einem Schlag stand den entwickelten Volkswirtschaften ein zusätzlicher Pool an Erwerbstätigen zur Verfügung – 800 Mio. Arbeitskräfte –, der mehr als doppelt so gross war wie der eigene (vgl. Abb. 7), was die Löhne und damit auch die Preise massiv unter Druck gesetzt hat.

Abb. 7: Erwerbstätigenzahl hat sich mit einem Schlag verdoppelt



Hinzu kam, dass die Lieferketten – angetrieben von rückläufigen Transportkosten – immer komplexer und weitläufiger wurden. So lassen italienische Fahrradhersteller ihre Produkte zwar in China oder Taiwan fertigen. Diese beziehen indes die Unterkomponenten wie Bremsen oder Pedale wiederum aus Malaysia und Japan. Insgesamt galt lange Zeit das Motto, wer am günstigsten produziert, bekommt den Zuschlag. Die globale Zerstückelung der Lieferketten machte die Produktionsprozesse jedoch immer anfälliger für Störungen. Ein Erdbeben in Fernost reichte aus, damit in Europa und Amerika die Bänder stillstanden. Dies wurde durch die Corona-Krise besonders prägnant vor Augen geführt. Der Lockdown in China im Februar löste bereits einen ökonomischen Schock aus, noch bevor sich das Virus als weltweite Pandemie ausgebreitet hatte.

Das Coronavirus hat damit eine Entwicklung beschleunigt, die ohnehin bereits im Gang war: den Rückbau der Lieferketten. Die Unternehmen denken darüber nach, wieder stärker regional zu produzieren (Reshoring), verlassen sich nicht mehr nur auf einen Lieferanten, fahren wieder höhere Lagerbestände oder erhöhen die eigene Fertigungstiefe (Insourcing). **Die Risikoüberlegungen gewinnen gegenüber Effizienzaspekten an Gewicht. Dies führt jedoch automatisch zu höheren Produktionskosten und geringerem globalen Preis- und Lohndruck.**

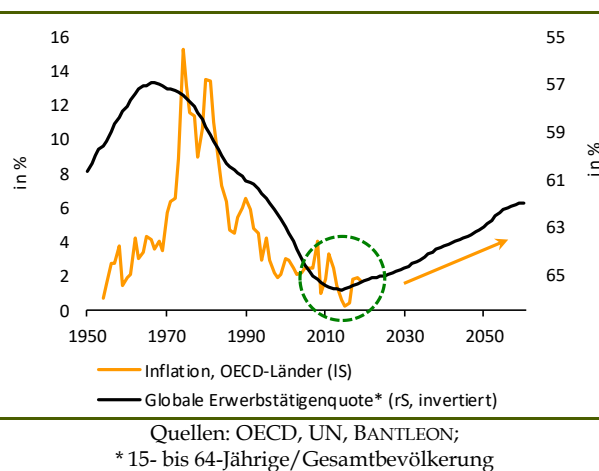
Der demografische Wandel wirkt inflationär

Der disinflationäre Effekt der Globalisierung wurde noch durch den demografischen Wandel verstärkt. Zwischen 1970 und 2015 nahm der Anteil der Erwerbstätigen (15- bis 64-Jährige) an der Weltbevölkerung kontinuierlich zu (vgl. Abb. 8). Die globale Erwerbstätigenquote stieg von 56% auf 66% an. Dies hing damit zusammen, dass die sogenannten

Babyboomer (geburtstarke Jahrgänge nach dem Zweiten Weltkrieg) ins Berufsleben traten. Der stetige Zuwachs an Erwerbstätigen, der durch den Fall des Eisernen Vorhangs – wie oben bemerkt – noch gefördert wurde, hatte zwei Konsequenzen:

Zum einen entstand ein Überangebot an Arbeitskräften, das zum global rückläufigen Lohnwachstum der vergangenen Jahrzehnte beigetragen hat. Zum anderen förderte die demografische Entwicklung die von Ben Bernanke 2005 beschriebene Sparschwemme (»Saving Glut«). Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter ist – anders als die Jungen (< 15 Jahre) bzw. Alten (≥ 65 Jahre) – nicht nur am ehesten zum Sparen in der Lage, sondern sogar dazu gezwungen. Vor allem dem neu entstandenen Mittelstand in Asien blieb angesichts des fehlenden sozialen Sicherheitsnetzes nichts anderes übrig, als Rücklagen für das Alter zu bilden. Die daraus resultierende weltweit hohe Sparquote drückte nicht nur auf die Zinsen, sondern auch auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und wirkte damit preisdämpfend (vgl. Abb. 8).

Abb. 8: Der Inflationstrend wird sich umkehren ...



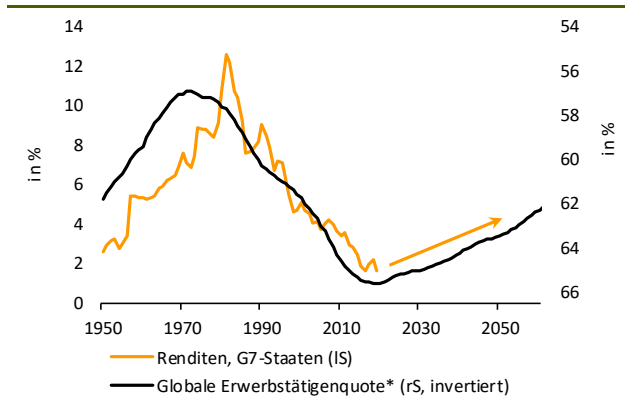
Die demografische Entwicklung ist seit Mitte dieses Jahrzehnts allerdings an einem Wendepunkt angelangt. Seitdem geht der Anteil der Erwerbstätigen an der Weltbevölkerung zurück. Hier kommt neben dem Pillenknicke in den Industrieländern vor allem die Ein-Kindpolitik Chinas zum Tragen. **Folglich wird die Sparschwemme in der kommenden Dekade abnehmen. Gleichzeitig werden die damit verbundenen disinflationären Kräfte schwinden.**

Steigende Inflation und steigende Renditen

Als Fazit lässt sich festhalten: Der Inflationstrend wird sich im Verlauf der nächsten Jahre umkehren. Die globale Billigproduktion hat den Zenit durchschritten – insbesondere weil das Überangebot an billigen Arbeitskräften sinkt und Lieferketten zurückgebaut werden. Hinzu kommt, dass die Geldpolitik

bei der Deflationsbekämpfung einen Verbündeten bekommen hat – den Staat. Er nutzt die Gunst der Stunde, um in der Klimapolitik und der Erneuerung der Infrastruktur voranzukommen.

Abb. 9: ... ebenso wie der Renditetrend



Quellen: Macrobond, UN, BANTLEON;

* 15- bis 64-Jährige/Gesamtbevölkerung

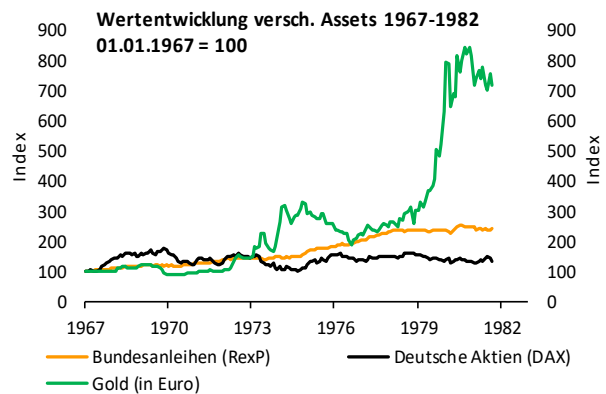
Entscheidend für den Investor ist, dass im Schlepptau der Inflation auch die Renditen nach oben drehen werden (vgl. Abb. 9). Der demografische Wandel wirkt dabei als Verstärker. Der Anteil der Vielsparer geht in den nächsten Jahren zurück. Entsprechend ebbt die Sparschwemme ab, was sowohl inflations- als auch renditetreibend wirkt.

Asset Allocation: Rückkehr in die 1970er Jahre

Was folgt aus alledem für den Anleger? Um das abzuschätzen, hilft ein Blick zurück in die 1970er Jahre. Damals prägten ebenfalls steigende Renditen und Inflationsraten das Geschehen. **Mithin verlief die Phase von 1967 bis 1982 für die traditionellen Assetklassen äusserst unerfreulich** (vgl. Abb. 10). Sowohl mit Aktien als auch Anleihen war kein Blumentopf zu gewinnen. Die Realrendite lag zum Teil sogar im negativen Bereich. Dies droht sich zu wiederholen. Für die Asset Allocation ergeben sich daraus bedeutende Konsequenzen, die wir hier grob skizzieren:

- Der sich abzeichnende renditeseitige Aufwärtstrend stellt das Anleihenmanagement vor grosse Herausforderungen. Wer passiv agiert, wird automatisch Kursverluste einfahren. Das Motto »Short ist Mord« verliert seine Gültigkeit. **Stattdessen wird es gerade darauf ankommen, im entscheidenden Moment die Duration zu verkürzen. Der Trend zu einer immer längeren Duration im Anleihenportfolio wird sich umkehren.**
- **Möglichkeiten der Ertragsoptimierung im Bondportfolio bieten inflationsgeschützte Anleihen und »Steepener«.** Die steigende Inflation wird sich primär am langen Ende der Kurve bemerkbar machen, weshalb die Zinskurve steiler wird.

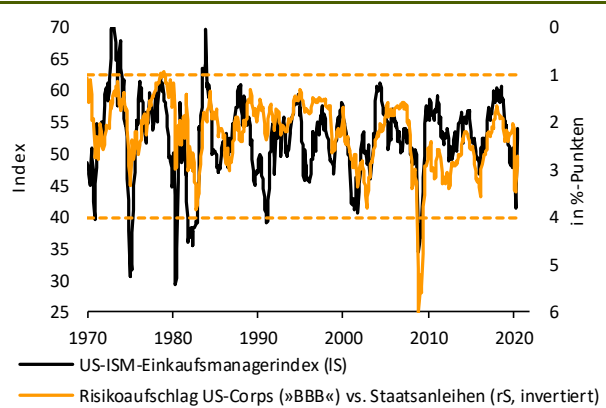
Abb. 10: Nicht alle Zeiten sind gut für Aktien



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

- Aktien werden derzeit als alternativloses Investment angepriesen. Das könnte sich jedoch als Trugschluss erweisen. Die Unternehmen werden sich in den nächsten Jahren mit steigenden Zinskosten und anziehendem Lohnwachstum konfrontiert sehen. **Der Druck auf die Gewinnmargen nimmt zu. Nur solide, gut geführte Unternehmen werden dem standhalten. Es wird somit bei Aktien noch mehr als in der Vergangenheit auf das richtige Stock-Picking ankommen.**
- Spreadprodukte verlieren auch in einem inflationären Umfeld nichts an ihrer Attraktivität. Die Risikoaufschläge bewegen sich seit 50 Jahren im Einklang mit dem Konjunkturzyklus (vgl. Abb. 11). Bei US-Corps (»BBB«) schwankt der Spread gegenüber US-Treasuries z.B. seit 1970 zwischen 100 und 400 Bp (während der Finanzkrise waren es kurzzeitig 600 Bp). Daran dürfte sich in Zukunft nichts ändern. **Entsprechend ergeben sich vor allem auf dem Höhepunkt eines Abschwungs Chancen auf eine markante Spreadeinengung.**

Abb. 11: Spreads schwingen mit dem Konjunkturzyklus



Quellen: ISM, Bloomberg, BANTLEON

- In den meisten Schwellenländern lässt zwar ebenfalls das Bevölkerungswachstum nach. Der demografische Druck ist aber zumeist geringer als in den entwickelten Volkswirtschaften. Nicht zuletzt deshalb werden sie weiterhin ein höheres Wachstumspotenzial aufweisen. **Entsprechend sollte mit Anleihen und Aktien aus Emerging Markets eine durchschnittlich höhere Rendite erzielbar sein.**
- Angesichts anhaltend tiefer Realzinsen und einer weiterhin ultraexpansiven Geld- und Fiskalpolitik **bleiben Gold und andere Edelmetalle als alternative Wertaufbewahrungsmittel gefragt.**
- In den USA zeichnen sich derzeit die grössten Exzesse in der Geld- und Fiskalpolitik ab (hohes

Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit, aufgeblähte Fed-Bilanz), **was dem USD – ähnlich wie in den 1970er Jahren – schaden sollte.**

Insgesamt wird sich der Investor im kommenden Jahrzehnt mit niedrigeren Durchschnittserträgen als in den vergangenen Dekaden begnügen müssen. In einzelnen – teilweise zuletzt vernachlässigten – Bereichen (Linker, Spreads, Schwellenländer, Rohstoffe) bieten sich aber durchaus auch in einem Umfeld steigender Inflation und Renditen Chancen. Darüber hinaus ist mehr denn je aktives Management gefragt.

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.