

Die Falltiefe von Anleiherenditen ist begrenzt¹

Selbst Marktteilnehmer, die sich mit negativen Anleiherenditen abgefunden hatten und mittelfristig kaum steigende Renditen erwarteten, haben im Sommer nicht schlecht gestaunt mit welcher Dynamik die Renditen weiter verfelen und neue Negativrekorde verzeichneten – selbst 30-jährige Bundesanleihen rentierten erstmalig negativ. In der Schweiz steht die Zentralbankrate seit 2015 bei -0,75%, 10-jährige Staatsanleiherenditen fielen dort gar auf -1,16%. Global kletterte der Anteil negativ rentierender Anleihen auf über 30%. Zwar sind die Anleiherenditen zwischenzeitlich aufgrund einiger Hoffnungsschimmer wieder etwas gestiegen, doch bleiben grundsätzliche Fragen: Wie weit können Anleiherenditen eigentlich fallen? Existiert eine Untergrenze? Denn existiert eine Rendite-Untergrenze, weisen Anleiheinvestments derzeit ein sehr asymmetrisches Profil auf: Begrenzten Ertragschancen stehen hohe Verlustrisiken gegenüber.

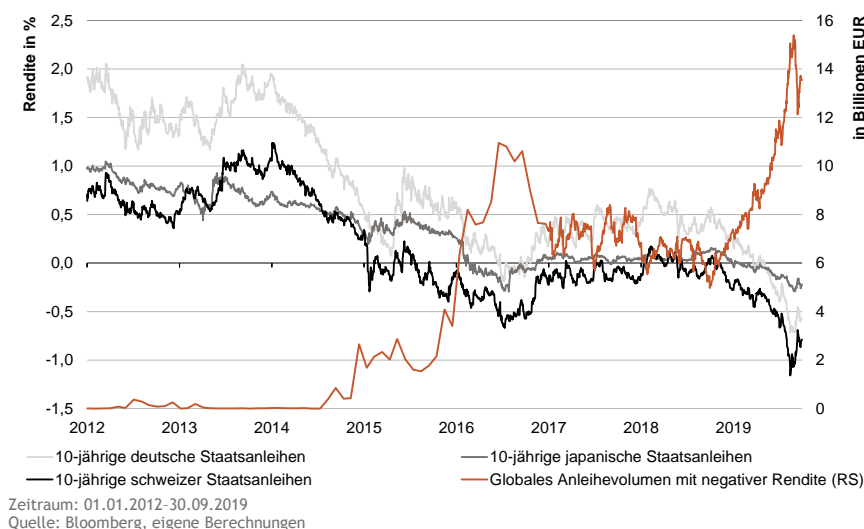
Zwei Aspekte sind deshalb zu beleuchten. Wie weit kann eine Zentralbank den Leitzins eigentlich senken? Warum kaufen oder halten Anleger Anleihen mit negativer Rendite? Dabei ist auch der reale Zins bzw. die reale Rendite zu betrachten, also die Differenz zwischen der nominalen Rendite und der realisierten bzw. erwarteten Inflation. So kann auch ein positiver nominaler Zinssatz bei entsprechend hoher Inflation eine negativere Realverzinsung nach sich ziehen – nur ist diese dann weniger offensichtlich. Solche Phasen gab es bereits, etwa in den 1970-er Jahren.

Zentralbanksatz kann nicht beliebig weit gesenkt werden

Zentralbanken können für ökonomisch relevante Fazilitäten derzeit nicht einen beliebig niedrigen nominalen Zins einführen. Ein ökonomisch relevanter Negativ-

Neue Negativrekorde bei Anleiherenditen im Sommer

Mit dem starken Verfall der Anleiherenditen ist im Sommer das Volumen von Anleihen mit negativer Rendite global auf nahezu 16 Billionen Euro angestiegen. Das entspricht einem Anteil von mehr als 30% aller Anleihen.



Im **Fokus** kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

Existiert eine Rendite-Untergrenze, weisen Anleiheinvestments derzeit ein sehr asymmetrisches Profil auf.

Wie weit kann eine Zentralbank den Leitzins eigentlich senken? Warum kaufen oder halten Anleger Anleihen mit negativer Rendite?

¹ Dieser Artikel basiert auf einem Gastkommentar, der am 1. Oktober 2019 in der *Börsen-Zeitung* veröffentlicht wurde.



zins für Banken hat letztlich eine von zwei Konsequenzen: Geben die Banken ihn an ihre Kunden weiter, droht ein Ausweichen der Kontoinhaber auf Bargeldhaltung oder andere Alternativen wie beispielsweise Gold. Erst wenn die Möglichkeit der Bargeldhaltung eingeschränkt würde, hierfür gibt es bereits erste Ansätze, ließe sich ein negativer Zinssatz durchsetzen, der die Kosten der Bargeldhaltung übersteigt. Geben die Banken den Negativzins jedoch nicht weiter, ist er in Zeiten von Überschussliquidität und Eigenkapitalmangel der Banken keine expansive, sondern eine restriktive geldpolitische Maßnahme, weil er die Fähigkeit der Banken zur Ausdehnung der Kreditvergabe einschränkt und nicht erhöht.

Die Princeton-Ökonomen Markus Brunnermeier und Yann Koby bezeichnen in einer jüngsten Studie² einen Zinssatz als Umkehrzins (reversal interest rate), bei dessen Unterschreitung die Geldpolitik nicht mehr expansiv wirkt, sondern eine Rezession begünstigt. Die Höhe dieses Umkehrzinses hängt demnach von der Struktur des Bankgeschäftes, der Regulierung der Banken sowie der Marktmacht der Banken ab. Zudem steigt der Umkehrzins an, je länger sich der Zins auf oder unter diesem Niveau befindet, beispielsweise weil die positiven Bewertungseffekte des niedrigeren Zinses für die Banken auslaufen, genauso wie die Bestände noch höher verzinslicher Anlagen.

Dass negative Einlagenzinsen die Banken über die Zeit immer stärker belasten, ist letztlich auch der Grund, warum die EZB im September mit der weiteren Absenkung des Einlagensatzes nun einen Staffelsatz für die Banken eingeführt hat, d.h. der negative Einlagensatz ist nicht mehr voll auf alle Einlagen zu entrichten. Die EZB hat wohl erkannt, dass der Umkehrzins möglicherweise nicht mehr fern ist. Auch hat die SNB im September bei unveränderten Leitzinsen die Ausnahmen für Banken erweitert und damit das heimische Bankensystem von einem Teil der Bürde der Negativzinsen entlastet. Relevante Zinssenkungen dürften der EZB, der Bank of Japan und der Schweizer Nationalbank ohne zunehmende Ausnahmen oder ohne die Beschränkung der Bargeldhaltung kaum noch gelingen.

Wer kauft negativ verzinsten Anleihen und weshalb?

Wie sieht es nun mit der Motivation von Anlegern aus, Anleihen mit negativer Verzinsung zu kaufen oder zu halten? Ebben die Käufe großer Anlegergruppen mit zunehmend negativer Verzinsung ab, spräche auch dies dafür, dass reale Anleiherenditen nicht beliebig weit fallen können. Als Käufer kommen verschiedene Gruppen ins Spiel, etwa Zentralbanken wie die EZB oder die BoJ über ihre QE-Programme. Dabei ist ein Gewinn nicht das primäre Ziel – auch wenn dieser entstehen kann. Auch Banken treten als Käufer auf, etwa um einem möglicherweise noch negativeren Einlagensatz zu entgehen. Auch müssen Geschäftsbanken einen Teil ihrer Überschussliquidität in Wertpapiere investieren. Ein großer Teil dieser Mittel fließt in hochwertige, liquide Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zwei bis fünf Jahren – auch aus regulatorischen Gründen. Auch Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds investieren in solche Papiere, weil der Regulator sie zwingt, Risiken abzusichern oder laufzeitkongruent anzulegen. Sowohl Banken als auch Versicherungen weichen aber jenseits der regulatorischen Anforderungen bereits auf Alternativen. Die Fondsindustrie tritt ebenfalls als Käufer auf, häufig schlichtweg weil sie es muss: Ein Renten-ETF bildet seine Benchmark 1:1 ab, egal wie die Papiere rentieren. Ähnliches gilt für stark Benchmark-gebundene aktive Fonds, denen häufig kein anderer Ausweg bleibt.

Sinkt der Zentralbanksatz zu weit, wirkt er nicht mehr expansiv sondern begünstigt eine Rezession.

Relevante Zinssenkungen dürften der EZB, der Bank of Japan und der Schweizer Nationalbank kaum noch gelingen.

Die "Pflichtkäufer"

² Brunnermeier, Markus K. und Koby, Yann, „The Reversal Interest Rate“, Arbeitspapier, Department of Economics, Princeton University, 30.01.2019



Spekulative Investoren

Aber neben diesen „Pflichtkäufern“ gibt es auch spekulative Investoren, die bewusst Anleihen mit negativer Rendite kaufen, etwa als kurzfristige Spekulation auf weiter fallende Zinsen. Die Preise der Anleihen würden dann entsprechend weiter steigen und diese Preissteigerung die laufenden Kosten der negativen Rendite überkompensieren. Andere Anleger spekulieren möglicherweise auch auf eine Währungsaufwertung des entsprechenden Landes und erwarten, dass diese die negativen Renditen überkompensiert. In beiden Fällen gilt jedoch: Je niedriger die laufende Rendite, desto höher muss der Gegeneffekt ausfallen. Ein weiteres Motiv kann ausländische Investoren – etwa aus den USA – antreiben: Sie haben die Chance, nach Währungsabsicherung eine positive Rendite zu erzielen. Und nicht zuletzt gibt es Momentum-Investoren wie CTA-Strategien oder Trendfolgesysteme die nur auf den Preistrend achten und nicht auf das Niveau der Rendite.

Einfache Anleger und Portfoliodiversifizierer

Darüberhinaus gibt es noch das einfache Anlage- und das Diversifikationsmotiv. Als sichere Geldanlage mit dem Ziel zumindest eines realen Kaufkraftverlusts taugen Anleihen mit negativer Realrendite nicht. Trotzdem kann eine Anleihe mit negativer Rendite für den Anleger am Rentenmarkt einen gewissen Wert haben, wenn die Alternativen wie beispielsweise liquide Mittel oder die Finanzierungskosten noch negativer sind. Aber spätestens bei nominalen Renditen Richtung -1% dürften die Kosten der Bargeldhaltung (Versicherung, Lagerung, Logistik) geringer sein. Zudem bieten sich bei zunehmend negativerer Realverzinsung Alternativen wie Gold an. Auch zur Portfolioabsicherung können negativ rentierende Staatsanleihen noch funktionieren, denn sie erweisen sich im Risikofall regelmäßig als eine der wenigen verbleibenden Anlageklassen, die mit Risikoanlagen negativ korreliert sind. Anleger halten Staatsanleihen damit zur Diversifikation bzw. als eine Art „Versicherung“ und sind dafür möglicherweise bereit, die Versicherungsprämie in Höhe der negativen Rendite in Kauf zu nehmen. Allerdings gibt es Alternativen: etwa sichere Staatsanleihen anderer Länder, z.B. der USA, die noch eine deutlich positive Rendite aufweisen, jedoch unter Inkaufnahme des Währungsrisikos, oder auch andere negativ korrelierte Anlagen wie Long-Positionen in Volatilität oder Währungspaare wie JPY long oder AUD short. Die Frage ist letztlich, wo die benötigte Portfolioversicherung zum günstigsten Preis erwerbbar ist.

Je negativer die Renditen, desto mehr Alternativen stehen großen Teilen der Anleihekäuferschaft zur Verfügung.

Anleihen mit negativer Rendite haben ein unattraktives Chance-Risiko-Verhältnis

Es spricht damit vieles dafür, dass Zentralbankzinsen und (reale) Anleiherenditen nicht beliebig weit fallen können. Denn je negativer die Renditen, desto mehr Alternativen stehen großen Teilen der Anleihekäuferschaft zur Verfügung. Anleihen mit negativer Rendite haben damit ein unattraktives, asymmetrisches Chance-Risiko-Verhältnis. Steht die Portfolioabsicherung im Vordergrund, sind US-Staatsanleihen weiter zu bevorzugen. Geht es jedoch um eine allgemeine Portfoliodiversifikation und die Erzielung positiver Erträge, sollten Anleger eher auf Nischensegmente im Anleihebereich setzen. Beispiele sind Anleihen aus Frontier Märkten, hochverzinsliche Unternehmensanleihen aus den skandinavischen Ländern, chinesische Anleihen oder amerikanischen MBS-Anleihen. All diese Segmente sind dadurch gekennzeichnet, dass sie nicht einfach über passive Instrumente wie ETFs investierbar sind. Damit sind sie den Schwankungen im Risikoappetit von internationalen Anlegern weniger stark ausgesetzt und weisen eine geringere Korrelation mit anderen Risikoanlagen auf. Zudem kann in diesen Nischen noch von zunehmendem Anlegerinteresse und somit positiven Erträgen durch Kursgewinne profitiert werden.



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOR



Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management
Leiter des Bereich Multi Asset und zuständig für die Kapitalmarkt-
meinung des Wealth and Asset Management
+49 69 91 30 90-500 | bernd.meyer@berenberg.de

Zur Reihe Berenberg Märkte
gehören folgende Publikationen:

- Monitor
- Fokus
- Investment Committee
- Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 02. Oktober 2019

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de