

# Schoellerbank Analysebrief

## Ausgabe Nr. 372, Oktober 2019

### Presseinformation

Wien/Salzburg, 10. Oktober 2019

Wir behandeln folgendes Thema:

### **Die Zinswelt steht Kopf – warum Investoren negative Renditen kaufen**

- **Negative Renditen bescheren Anleiheinvestoren einen sicheren Verlust bis zum Laufzeitende**
- **Die Zinswelt in Europa steht Kopf:**
  - **Der überwiegende Teil der Anleihen in der Eurozone rentiert aktuell negativ**
  - **Mittlerweile weisen alle Staatsanleihen der Bundesrepublik Deutschland eine negative Rendite auf**
- **Die Marktverwerfungen entstehen durch massiven Eingriff der Zentralbanken und durch die Sehnsucht nach maximaler Sicherheit**
- **Rationale Erklärungen für scheinbar irrationales Verhalten: Deflation, Quantitative Easing, Krisenangst, aufsichtsrechtliche Aspekte, Spekulation und veränderte Zeitpräferenzen**
- **Für heimische Anleger und Sparer ist spätestens jetzt die Zeit gekommen, ihre persönlichen Risikopräferenzen zu überdenken. Mit den herkömmlichen defensiven Anlageinstrumenten ist es momentan nicht mehr möglich, sein Kapital zu schützen**
- **Wer sein Erspartes nicht so einfach der schleichenden Entwertung aussetzen möchte, sollte daher dringend einen professionellen Vermögensverwalter beauftragen**

Als die Österreichische Bundesfinanzierungsagentur (OeBFA) vor zwei Jahren beschloss eine 100-jährige Anleihe zu begeben, war das Erstaunen in Fachkreisen groß. Wer gedacht hätte, dass diese bis dato nicht gekannte Laufzeit mit einem hohen Zins belohnt würde, wurde enttäuscht. Magere +2,10% Rendite versprach die, ob ihrer ultralangen Laufzeit als „Methusalem-Papier“ bezeichnete, Anleihe. Kein adäquater Risikoausgleich angesichts der nicht gerade ruhmreichen Schuldengeschichte Österreichs. In ihrem 101-jährigen Bestehen musste die Alpenrepublik bereits zweimal einen Staatsbankrott hinnehmen. Auch wenn sich Österreich in den letzten Jahrzehnten einen sehr bonitätsstarken Ruf erarbeitet hat, benötigt es eine große Portion Mut sein Kapital so lange zu binden.

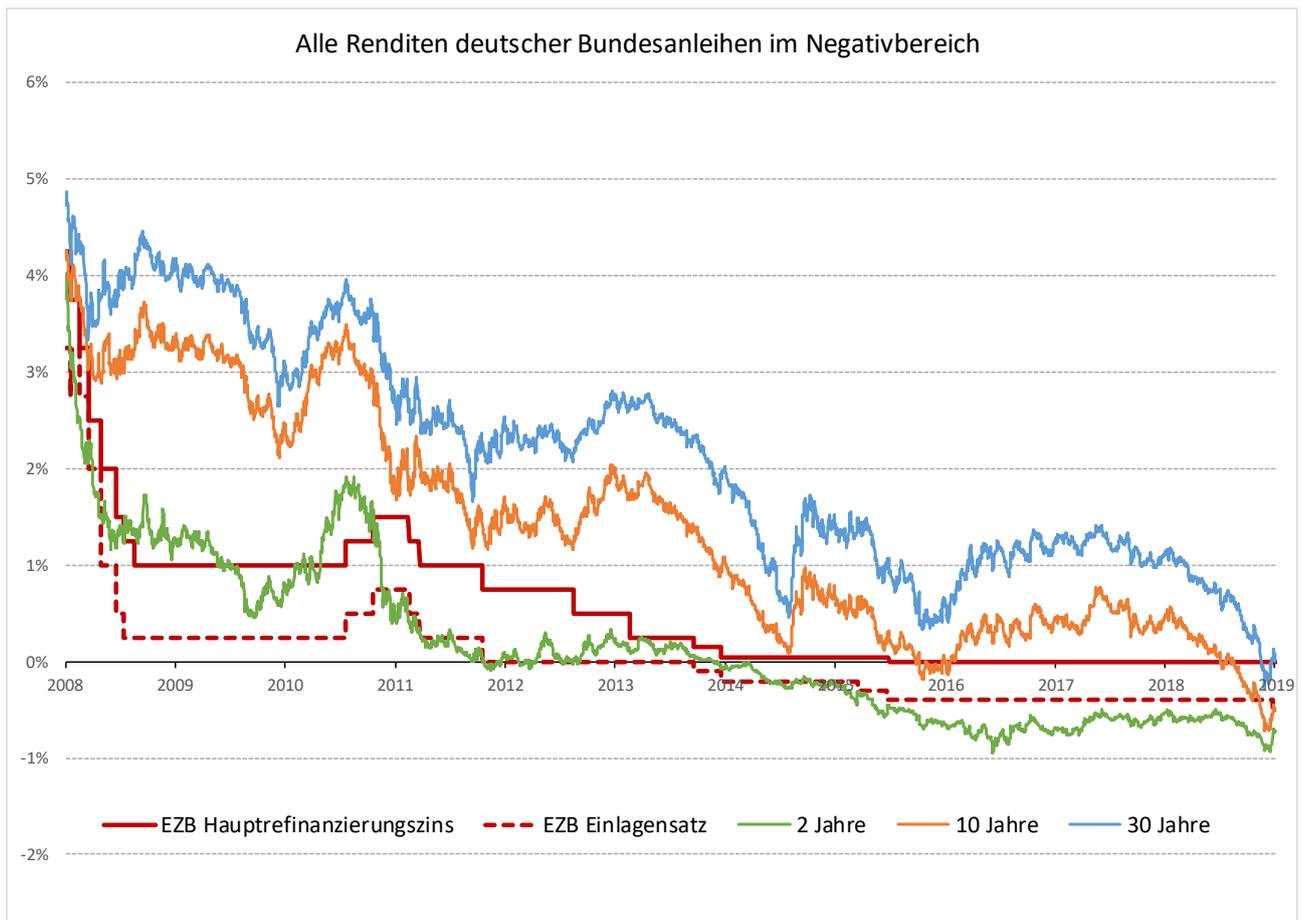
Doch das Kalkül der österreichischen Schatzmeister ging auf und Heerscharen an Investoren drängelten sich bei der Auktion um ein Stück des Kuchens. Die Nachfrage belief sich auf rund 11 Milliarden Euro – emittiert wurden 3,5 Milliarden Euro. Heute liegt das Emissionsvolumen aufgrund mehrerer Aufstockungen – jeweils bei hoher Nachfrage – sogar schon bei 5,8 Milliarden Euro.

Viel erstaunlicher als die Emission selbst ist die Kursentwicklung bis dato: Mitte August markierte die Anleihe mit einem Kurs von 210 (!) einen neuen Höhepunkt. Anleger konnten damit ihr eingesetztes Kapital in nur zwei Jahren verdoppeln – und das bei vergleichsweise überschaubarem Kreditrisiko. Eine schöne Anleihe der Republik Österreich avanciert damit zu einem der lukrativsten Investments der letzten Jahre. Auch wenn der Kurs mittlerweile „nur mehr“ bei 185 liegt, verblüfft die Entwicklung allemal. Ob sich ein Einsteigen jetzt noch lohnt, erscheint aber mehr als fraglich. Aufgrund der gestiegenen Kurse liegt die Rendite aktuell nur noch bei +0,80%. Doch was ist in den vergangenen zwei Jahren passiert, dass Anleger trotz der rekordniedrigen Renditen weiter beherzt nach Anleihen greifen?

### Die Zinswelt steht Kopf

Die Situation ist mehr als skurril, zumal das Gros der Anleihen in der Eurozone momentan sogar negativ rentiert. Als Extrembeispiel dient die Bundesrepublik Deutschland, wo mittlerweile alle Staatsanleihen eine negative Rendite aufweisen. Für den Staat ein einträgliches Geschäft, verdient er damit sogar Geld, wenn er neue Schulden macht. Oder anders ausgedrückt: Investoren bezahlen dafür, die Schulden gewisser Anleihenemittenten für einen begrenzten Zeitraum übernehmen zu „dürfen“.

### EZB-Zinsen und Renditen deutscher Staatsanleihen



Quelle: eigene Darstellung mit Daten aus Bloomberg

Als vor fünf Jahren die Renditen deutscher Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit erstmals ins Negative rutschten, dachten viele Marktteilnehmer an eine vorübergehende Anomalie des Marktes. Doch weit gefehlt: 2019 ist das Volumen an weltweiten Anleihen mit negativer Verzinsung zwischenzeitlich auf über 15 Billionen Euro gestiegen.

Die Gründe für diese Entwicklung sind vielfältig. Klar ist, dass ein negativer Marktzins aus dem freien Spiel von Angebot und Nachfrage nicht so einfach „passieren“ kann. Dieser Prozess des billigen Geldes wurde erst durch die jahrelangen, massiven Interventionen der Zentralbanken weltweit ermöglicht. In der jüngsten Sitzung der Europäischen Zentralbank (EZB) wurde dieser Eindruck aufs Neue bestätigt. Neben der neuerlichen Einführung von Anleihekäufen wurde auch der Strafzins für Bankeinlagen bei der Zentralbank weiter verschärft. Legen Geschäftsbanken ihre Überschussliquidität bei der EZB an, müssen sie dafür künftig einen Zinssatz von  $-0,5\%$  p. a. bezahlen. Durch diese ultraexpansive Geldpolitik soll der schwächelnden Konjunktur im Euroraum unter die Arme gegriffen werden. Zudem möchten die Währungshüter mit aller Kraft eine Inflationsdynamik entfachen, die endlich Teuerungsraten nahe dem kommunizierten Ziel von  $2\%$  bringen soll. Hehre Ziele, deren Preis die europäischen Sparer tragen müssen.

Besonders für Sparernationen wie Deutschland und Österreich ist diese schleichende Entwertung ein regelrechter Kulturschock. Auch wenn Negativzinsen auf Spargbücher und Sparkonten für Konsumenten in Österreich kein Thema sind, verlieren Sparer auch hierzulande in realer Betrachtung Geld – ohne jegliche Chance ihr Kapital durch Kursgewinne, wie beispielsweise bei Aktienveranlagungen, doch noch zu vermehren.

#### **Die Sehnsucht nach maximaler Sicherheit**

Diesen Vorteil bieten zumindest die Anleihenmärkte. Jedoch sperren sich Investoren auf die gesamte Laufzeit gesehen ihre negative Rendite ein – weitere Renditerückgänge während der Laufzeit können den Kauf einer Anleihe dennoch zu einem lohnenden Investment machen. Das laufende Jahr dient als lebender Beweis für die Chancen an den Wertpapiermärkten. Der Käufer einer fünfjährigen österreichischen Bundesanleihe musste zu Jahresbeginn zähneknirschend eine negative Rendite von  $-0,03\%$  in Kauf nehmen. Die finstere Miene dürfte sich im Jahresverlauf deutlich aufgehellt haben. Aufkeimende Rezessionsängste, nicht enden wollende Brexit-Diskussionen und natürlich der Handelsstreit zwischen den USA und China ließen das Sicherheitsbedürfnis der Anleger deutlich ansteigen. In diesen Phasen werden klassische Fluchtinvestments stark nachgefragt: Gold, der japanische Yen, der US-Dollar, der schweizer Franken und natürlich Anleihen bester Bonität. Die enorme Nachfrage ließ deren Kurse deutlich steigen und die Renditen vice versa fallen. Ein Gesamtertrag im laufenden Jahr von  $+2,50\%$  bei annähernd null Bonitätsrisiko kann sich durchaus sehen lassen. Hält der Anleger die Anleihe bis zum Laufzeitende, ist der zwischenzeitliche Kursgewinn freilich wieder dahin, da die Anleihe mit Kurs 100 getilgt wird.

Diese Wette auf weiter fallende Renditen und die daraus resultierenden Kursgewinne wird natürlich immer riskanter, je tiefer die Zinsen ins Bodenlose fallen. Sollten nicht alle Wirtschaftsgesetze ausgehebelt sein, wird auch an den Anleihenmärkten gelten, dass die Nachfrage mit immer höher steigenden Preisen abflauen wird. Doch viele Experten befürchten eine Überhitzung bei Staatsanleihen, die irrationales Verhalten der Marktteilnehmer mit sich bringt. Trotz dieser Warnsignale finden sich nach wie vor plausible Gründe für Investoren, in großem Stil Anleihen mit einer Negativrendite zu kaufen.

## Warum Investoren trotzdem noch Anleihen kaufen

### Deflation

Auch wenn sich die Ängste vor möglichen deflationären Tendenzen in der Eurozone weitgehend verflüchtigt haben, ist das derzeitige Inflationsniveau (1,00%) wesentlich niedriger als im langjährigen Schnitt. Die Leitzinsen verharren in vielen Industrienationen an der Nulllinie – kombiniert mit üppigen Wertpapierkaufprogrammen und einer guten Wirtschaftsentwicklung ist das theoretisch der ideale Nährboden für einen ordentlichen Preisauftrieb. Die europäischen Währungshüter werden angesichts der überschuldeten Bilanzen in Europa nicht müde, höhere Inflationsraten zu erzwingen. Sollte sich der langjährige Trend fallender Preise jedoch tatsächlich fortführen, würden Anleihen in einem deflationären Umfeld zu den Gewinnern zählen. Da das Geld immer wertvoller wird und der Nennwert einer Anleihe über die Laufzeit fix bleibt, gewinnt der Anleger in realer Betrachtung. Neben Anleihen punktet in einem solchen Szenario auch Bargeld als bewährte Anlageform.

Demgegenüber punkten bei galoppierender Inflation tendenziell Sachwerte wie Aktien oder Immobilien. Doch auch hier sollte man nicht blind auf die graue Theorie vertrauen. Ohne die richtige Auswahl von Anleihen und Aktien, nützt auch das beste makroökonomische Umfeld nichts.

### Die Angst vor einem Crash

Anleger, die heute noch zugreifen, könnten auch von einer Eskalation an den zahlreichen bereits genannten Krisenherden ausgehen. Die unsichere Situation in vielen Ländern und die von Rhetorik bestimmten Handlungen mancher Staatsadministrativen nähren das Bedürfnis nach Sicherheit. Sollten sich globale Konflikte zuspitzen, wäre es tatsächlich ökonomisch sinnvoll, eine kleine Gebühr (Negativverzinsung) zu entrichten, um im Gegenzug sein Kapital sicher wiederzubekommen. Die Rückzahlung des eingesetzten Kapitals hat für manche Investoren mittlerweile eine wesentlich höhere Priorität, als die zu erwartende Rendite.

### Die Europäische Zentralbank

Von März 2015 bis Ende 2018 hat die Europäische Zentralbank ihre ultraexpansive Geldpolitik untermauert. In diesem Zeitraum hat sie Wertpapiere im Gegenwert von rund 2,6 Billionen Euro gekauft, davon etwa 2,1 Billionen Euro Staatsanleihen der Euro-Länder. Die Beweggründe für die als Quantitative Easing (QE) bekannten Wertpapierkäufe sind schnell erklärt. Die hohe Nachfrage nach den gekauften Anleihen drückt die Renditen nach unten, was wiederum konjunkturstimulierend wirkt. Zusätzlich zielt die zusätzliche Liquidität im Bankensektor darauf ab, die Kreditvergabe anzuregen und die Inflation näher an das ausgegebene Inflationsziel (in der Eurozone unter, aber nahe bei 2%) heranzuführen.

Als größter Akteur am Anleihenmarkt hat die EZB damit einen Löwenanteil an den enormen Kursgewinnen und den damit verbundenen negativen Renditen beigetragen. Dass die europäischen Währungshüter in ihrer letzten Sitzung die Wiedereinführung der Anleihenkäufe mit einem Volumen von 240 Milliarden Euro pro Jahr beschlossen haben, stützt die Hoffnung auf weiter steigende Kurse.

### Aufsichtsrechtliche Aspekte

Der Kauf von Staatsanleihen wird aufsichtsrechtlich nach wie vor begünstigt, weshalb viele Institutionelle Anleger trotz negativer Renditen gezwungen sind, in diese Anlageklasse zu investieren. Das aktuelle Regelwerk zur Bankenregulierung erlaubt ein Risikogewicht von Null für Staatsanleihen aus der Eurozone. Banken können diese Anleihen daher zu 100% schuldenfinanziert erwerben.

Auch Investoren, wie zum Beispiel Lebensversicherer oder Pensionsfonds, treten sehr häufig als Käufer langfristiger bonitätsstarker Schuldtitel auf. Dies erscheint aus ökonomischer Sicht bei diesem historisch niedrigen Zinsniveau unlogisch, doch im Hintergrund müssen diese Anleger langfristige Zahlungsverprechen an ihre Kunden erfüllen. Sinken nun die Renditen, können diese Leistungszusagen oft nicht entsprechend gekürzt werden. Die Folge sind weitere Käufe von langfristigen Anleihen. Die Abwärtsspirale langfristiger Renditen wird durch dieses prozyklische Verhalten erst so richtig in Gang gesetzt.

### **Spekulation und die „Greater-Fool-Theory“**

Viele Anleger möchten aus spekulativen Überlegungen auf den Zug steigender Kurse aufspringen, wohlwissentlich dass sie möglicherweise überteuerte Assets kaufen. Ihre Hoffnung ruht dabei auf der „Greater-Fool-Theory“, wonach sich zu einem späteren Zeitpunkt bestimmt ein noch größerer „Dummkopf“ findet, der die Anleihe zu einem noch teureren Kurs kauft. Praktische Beispiele und deren verheerende Folgen gibt es zur Genüge. Die Dotcom-Blase zu Beginn des Jahrtausends ist ein prominentes Beispiel dafür, zu welchem irrationalen prozyklischen Verhalten dies führen kann.

### **Veränderte Zeitpräferenz**

Der letzte Erklärungsversuch hat eher einen theoretisch-wissenschaftlichen Hintergrund. Grundsätzlich präferieren Menschen Gegenwartskonsum gegenüber dem Konsum in der Zukunft. Dies führt als logische Folge zu einem positiven Zinssatz. Doch dieser in Stein gemeißelte positive „Urzins“ könnte ausgedient haben, so die Meinung mancher Wissenschaftler. Die Menschen in alternden Industriegesellschaften legen heute viel mehr Wert auf eine gesicherte Altersvorsorge als in früheren Zeiten. Das bedeutet, dass sie dem zukünftigen Konsum eine größere Bedeutung geben als jenem der Gegenwart. Anders formuliert: Ein Euro in der Zukunft ist von größerem Wert als ein Euro in der Gegenwart. Um die Kaufkraft in die Zukunft zu verlagern und im Alter versorgt zu sein, sind sie sogar bereit einen negativen Zins zu bezahlen.

### **Fazit:**

Ob negative Zinsen eine kurzfristige Verwirrung des Marktes sind oder sich Marktteilnehmer mit dieser neuen Normalität anfreunden müssen, bleibt abzuwarten. Anleger sollten sich jedenfalls nicht darauf verlassen, dass diese scheinbare Irrationalität schnell wieder verschwindet. Fakt ist, dass die Zinswelt momentan Kopf steht und der jahrzehntelang gültige Konsens, dass Zinsen nicht unter die Nulllinie fallen können, nicht mehr gültig ist. Der Preis für Sicherheit ist in ungeahnte Höhen gestiegen – ob gerechtfertigt oder nicht. Für viele heimische Anleger und Sparer ist aber spätestens jetzt die Zeit gekommen, ihre persönlichen Risikopräferenzen zu überdenken. Mit den herkömmlichen defensiven Anlageinstrumenten ist es momentan nicht mehr möglich, sein Kapital zu schützen – weder nominal und schon gar nicht in realer Betrachtung.

Negativzinsen sind noch kein globales Phänomen. Sie beschränken sich aktuell vor allem auf den europäischen Raum. Vor diesem Hintergrund ist es sinnvoll, das Anleihenportfolio globaler auszurichten. Auch in den USA wurde die Phase von Zinsanhebungen jäh unterbrochen und in einen Zinssenkungszyklus gedreht. Dennoch erhalten Anleger für fünfjährige amerikanische Staatsanleihen aktuell eine Rendite von +1,70%. Auch in anderen Währungsräumen gut entwickelter Staaten wie Kanada, Norwegen oder Australien sind negative Zinsen noch weitgehend unbekannt. Natürlich müssen Anleger dann die Währungsveränderungen als neue Performancekomponente einkalkulieren. In der historischen Betrachtung wurde dieses Mehr an Risiko jedoch zumeist belohnt. Zusätzlich ist es sinnvoll, den Rückenwind von Aktien auszunutzen und die relative Überlegenheit dieser Anlageklasse gegenüber Anleihen im Portfolio zu berücksichtigen. Mit einer Dividendenrendite

von +3,50% in Europas führendem Börsenbarometer, dem EURO STOXX 50, werden Investoren aktuell attraktiv belohnt. Die Herausforderungen im Selbstmanagement bei der Geldanlage steigen kontinuierlich. Wer sein Ersparnis nicht so einfach einer schleichenden Entwertung aussetzen möchte, sollte daher dringend einen professionellen Vermögensverwalter beauftragen.

Autor:

Mag. Thomas Kößler

Investment Management & Strategy – Bonds

Schoellerbank AG

Tel. +43/662/86 84-2676

Rückfragen bitte auch an:

Marcus Hirschvogel, BA

Pressesprecher

Schoellerbank AG

Tel. +43/1/534 71-2950

1010 Wien, Renngasse 3

[marcus.hirschvogel@schoellerbank.at](mailto:marcus.hirschvogel@schoellerbank.at)

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 10 Standorten und 370 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von mehr als 12,5 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria.

Mehr Informationen unter: [www.schoellerbank.at](http://www.schoellerbank.at)

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#)

**Hinweis:**

Diese Information ist eine **Marketingmitteilung**, keine Finanzanalyse, keine Anlageempfehlung und keine Anlageberatung. Sie enthalten weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung, noch eine Aufforderung, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzugeben. Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Marketingmitteilungen können eine Anlageberatung nicht ersetzen. Ausschließlich bei Anlageberatungen kann die Schoellerbank die persönlichen Verhältnisse des Kunden (Anlageziele, Erfahrungen und Kenntnisse, Risikoneigung und finanzielle Verhältnisse) berücksichtigen, sowie eine umfassende und kundenspezifische Eignungsprüfung durchführen.

Die Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Unter Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals kommen. Die Interessentin bzw. der Interessent sollte sich hinsichtlich der konkreten steuerlichen Auswirkungen des Investments von einem Steuerberater beraten lassen.

**Haftungsbeschränkung:**

Alle Informationen beruhen auf verlässlichen Quellen und sorgfältigen Analysen, die jederzeit einer Änderung unterliegen können. Die Schoellerbank ist zu einer Aktualisierung dieser Informationen nicht verpflichtet.

**Die Haftung der Schoellerbank für leichte Fahrlässigkeit im Zusammenhang mit der Quellenrecherche und Analyse und den darauf beruhenden Informationen wird ausgeschlossen.**