

16.10.2018 – 07:00 MÄRKTE / MAKRO

Was die Zinsdifferenz für Anleger bedeutet

Der Renditeunterschied zwischen Treasuries und deutschen Staatsanleihen ist so gross wie zuletzt 1989. Verglichen mit damals gibt es einen grossen Unterschied.

MARTIN LÜSCHER, NEW YORK



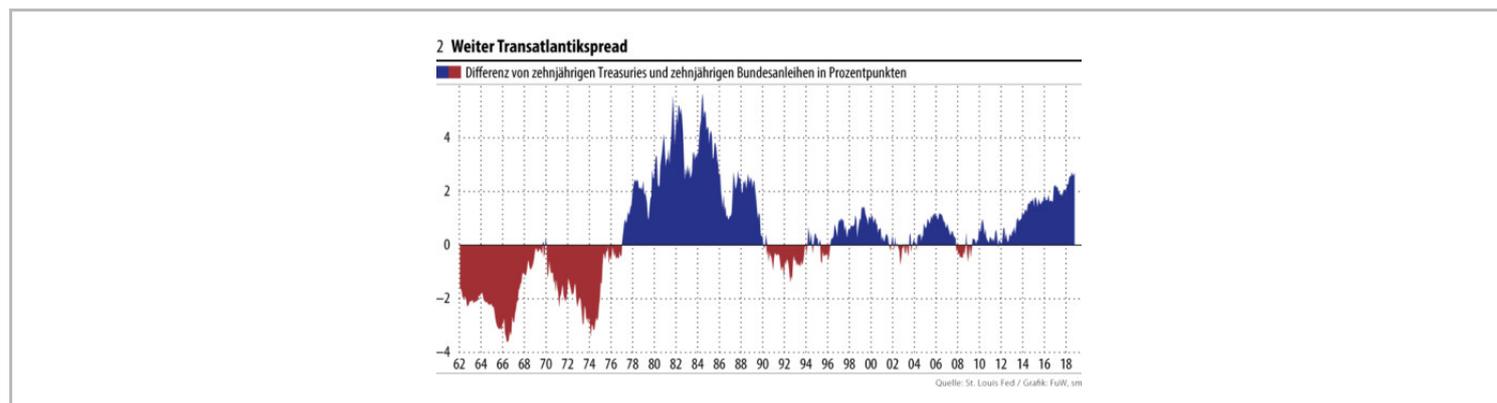
Hauptverantwortlich für den Renditevorsprung der USA ist die Politik des Fed. (Bild: Andrew Harrer/Bloomberg)

Es sind aussergewöhnliche Zeiten am Bondmarkt. Während die Rendite einer zehnjährigen deutschen Staatsanleihe mickrige 0,5% beträgt, rentiert das Pendant aus den Vereinigten Staaten 3,2%. Die Differenz von 2,7% ist so gross wie zuletzt 1989. Damals stand in Berlin noch eine Mauer, und Deutschland teilte sich in Ost und West.



Laut Andrea Cicione, Leiter Investmentstrategie des Researchhauses TS Lombard, ist die Differenz «ungewöhnlich hoch». «Ungewöhnlich ist aber nicht nur die Höhe, sondern dass der Wachstums- und der Inflationsunterschied zwischen Deutschland

und den USA die Differenz nicht erklären können», sagt er.



Dank der Fiskalpolitik hat die Konjunktur in den USA anders als in Deutschland zwar an Schwung aufgenommen, entkoppelt haben sich die beiden Länder aber nicht. Und auch inflationsbereinigt gibt es derzeit einen Renditeunterschied von 2%. Weil die Inflation in den USA anders als in der Eurozone jüngst angezogen hat, ist der reale Renditeunterschied über die vergangenen Jahre stabil geblieben.

Nicht nur das Fed

Der Hauptgrund für den weiten Transatlantikspread ist laut Cicione die Geldpolitik. Das Fed hat den Leitzins seit der Finanzkrise acht Mal erhöht, trotz Kritik von Präsident Donald Trump (vgl. Text unten).

Das Zielband beträgt nun 2 bis 2,25%. Der Leitzins im Euroraum klebt hingegen auf der Nulllinie fest. Zudem baut die amerikanische Zentralbank das Portfolio von Treasuries ab. «Die Geldpolitik des Federal Reserve ist zwar wichtig, entscheidend ist aber, was die EZB macht», sagt Cicione.

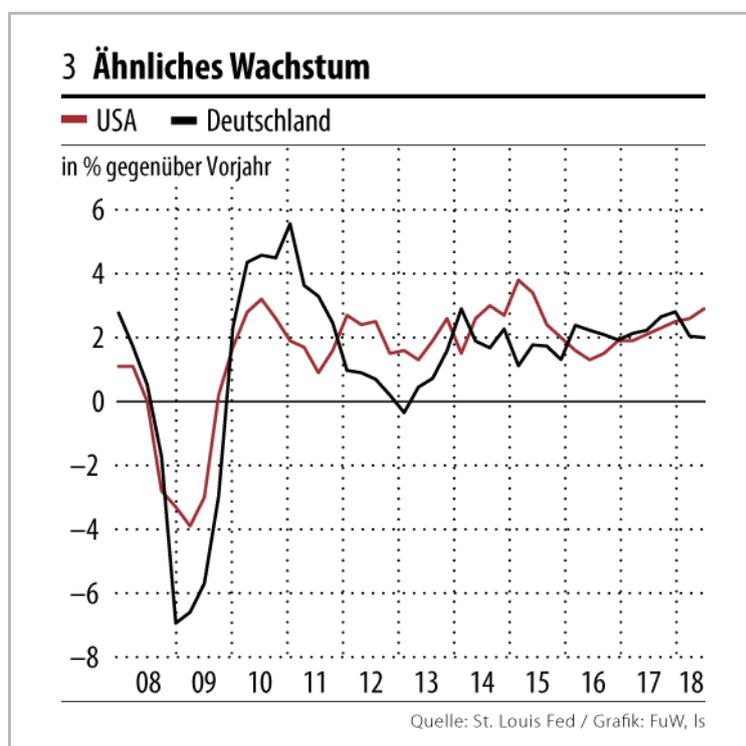
Die Europäische Zentralbank plant, ihr Anleihenkaufprogramm Ende Jahr zu beenden. Das dürfte zwar den Renditen von europäischen Anleihen Auftrieb geben, aber nicht nur. Laut Cicione wird auch die Laufzeitenprämie von US-Staatsanleihen anziehen. Sie entspricht der Renditedifferenz von langfristigen gegenüber kurzfristigen Anleihen. In der Vergangenheit stieg die Laufzeitenprämie, wenn die EZB das Kaufvolumen von Anleihen reduzierte.

Im Mittel seit 1961 betrug sie bei den zehnjährigen US-Staatsanleihen 1,6%. Heute ist sie negativ. Auch weitere

Faktoren sprechen für steigende Renditen von Treasuries. Dazu gehören das Budgetdefizit und die hohen Staatsschulden sowie die Zurückhaltung von ausländischen Investoren. Denn trotz der hohen Renditen ist die ausländische Nachfrage nach Treasuries gesunken. Das liegt an den Absicherungskosten.

Laut Joe Kalish, Leiter Makrostrategie des Analysehauses Ned Davis Research, sind «deutsche Staatsanleihen währungsgesichert momentan attraktiver als Treasuries» – und zwar bereits seit 2017. «Dies ist auch ein Grund dafür, dass der Unterschied zwischen Treasuries und deutschen Staatsanleihen grösser geworden ist», sagt der Ökonom. US-Staatsanleihen könnten laut Kalish weitere 50 Basispunkte zulegen und wären dann währungsgesichert noch nicht attraktiver als Bundesanleihen.

Um herauszufinden, wie es weitergeht, lohnt sich ein Blick in die Vergangenheit. Denn es gibt Parallelen zu heute. Als der Transatlantikspread in den Achtzigerjahren zuletzt so hoch war, sass der Republikaner Ronald Reagan im Weissen Haus. Kurz nach seinem Amtsantritt senkte er den Höchstsatz der Unternehmenssteuer und begann die Wirtschaft zu deregulieren. Die



Steuersenkungen sollten sich selbst finanzieren. Die Realität sah aber anders aus. Das Defizit schoss in die Höhe. Hingegen beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum, und die Zinsen stiegen. Der Dollar legte zu.

Bis hierher könnte es auch eine Beschreibung der Regierung Trump sein. Dass es danach aber weitergeht wie unter Reagan, ist nicht zwingend. Damals legte der Dollar weiter zu und führte zum Konkurs von Ländern, die sich in der amerikanischen Währung verschuldet hatten, wie Mexiko, Brasilien und Argentinien. Laut Cicione ist es wegen der aussergewöhnlichen Geldpolitik schwierig, aus der historischen Episode Schlüsse zu ziehen.

Europa ist attraktiver

Abgekoppelt haben sich seit Jahresbeginn auch US-Aktien von der europäischen Konkurrenz. Kalish erklärt die Outperformance mit dem fiskalischen Stimulus: «Der Einfluss auf die Wirtschaft war grösser als erwartet.» Die Senkung der Unternehmenssteuern wird sich auch in den Zahlen zum dritten Quartal niederschlagen. Investoren hoffen auf positive Impulse nach dem Kurssturz der vergangenen Tage.

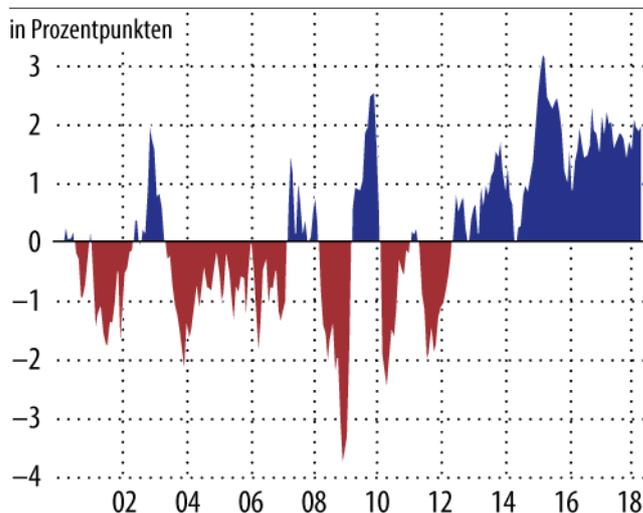
In den Augen von Giorgio Caputo, Fondsmanager von JO Hambro, wurde die Korrektur von den steigenden US-Zinsen ausgelöst. Das zeigt sich auch daran, dass IT-Werte am deutlichsten eingebüsst haben. Gemäss Caputo ist zuletzt aber auch viel sogenanntes heisses Geld in den US-Aktienmarkt geflossen. «Investoren suchten in den Vereinigten Staaten Schutz vor dem Brexit, der Krise in Italien und den Turbulenzen in den Schwellenländern», sagt der Fondsmanager. Dieses Geld könne aber auch schnell abfliessen.

In seinen Augen sind Aktien in den USA weiterhin zu teuer. Er vergleicht dazu die Gewinnrendite von Unternehmen – das ist der Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses – mit der Rendite von Anleihen. Für Letztere seien die Vereinigten Staaten derzeit attraktiver – besonders bei Unternehmensanleihen mit kurzer Duration. Bei Aktien blickt er hingegen nach Europa und in die Schwellenländer.

Für Cicione signalisieren steigende Anleihenrenditen nicht das Ende der Hausse an den Aktienmärkten. «Normalerweise zeigen Aktien eine gute Entwicklung, wenn die Renditen steigen», sagt er. Denn die Zinsen tendieren aufwärts, wenn die Wirtschaft wächst und die Inflation anzieht. Für Aktien ist das laut Cicione ein gutes Umfeld. Mehr Sorgen macht er sich hingegen um den Handelsstreit zwischen den USA und China: «Der Handelskrieg wird bis zum bitteren Ende geführt werden.» Darunter werden gemäss Cicione am Ende zwar alle leiden, die USA aber am wenigsten.

4 Realer Renditeunterschied

Differenz von zehnjährigen Treasuries und zehnjährigen Bundesanleihen inflationsbereinigt



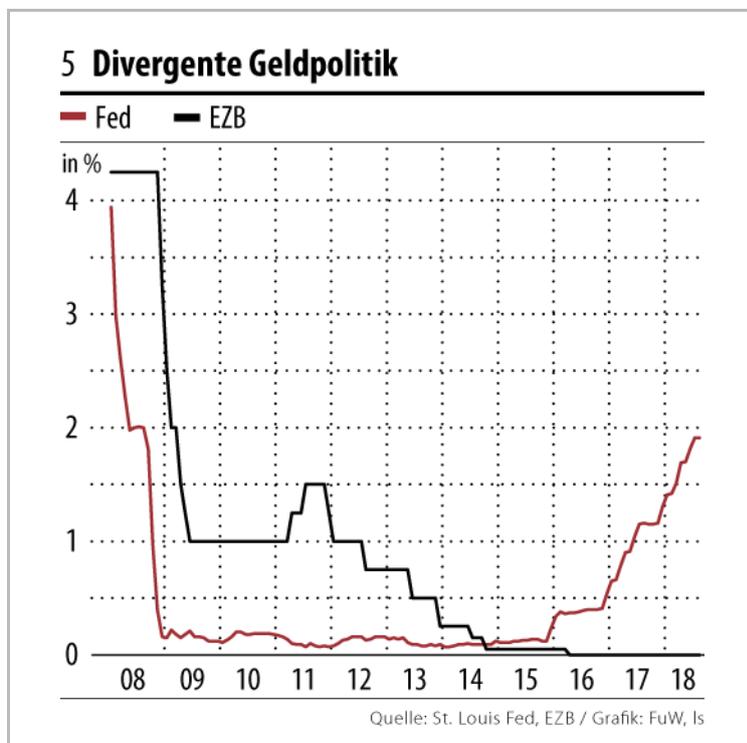
Quelle: Ned Davis Research / Grafik: FuW, Is

Trump wettert

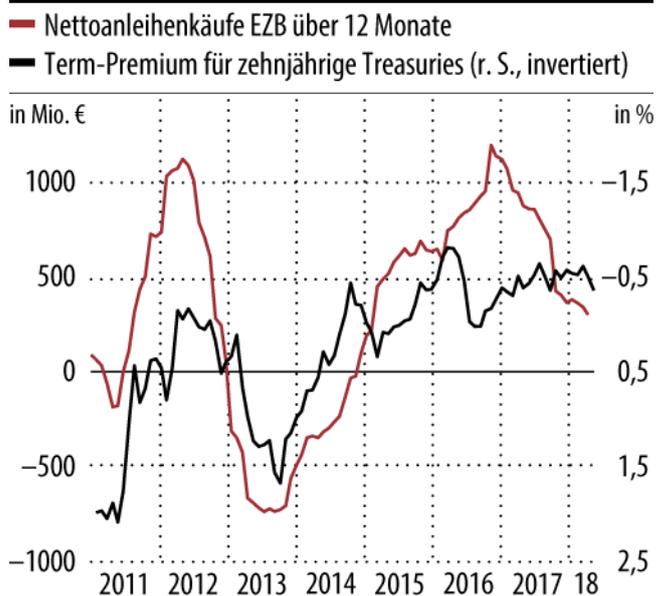
US-Präsident Donald Trump kann es nicht lassen. Nachdem die US-Aktienmärkte zur Wochenmitte tauchten, gab er gegenüber der Presse der amerikanischen Zentralbank die Schuld. Trump bezeichnete das Fed als «verrückt» und sagte, dass er es gerne sähe, wenn das Fed nicht so «aggressiv» vorgehen würde. Er sagte aber, dass er den Fed-Chef Jerome Powell nicht feuern werde. Er sei einfach enttäuscht. Wirtschaftsberater Larry Kudlow nahm den Aussagen in einem Fernsehinterview danach die Brisanz. «Wir wissen, dass das Federal Reserve unabhängig ist», sagte er. Und ergänzte: «Der Präsident gab dem Fed keinen Befehl.»

Trump hat schon vorher wiederholt die Geldpolitik kritisiert. Das Fed erhöht in seinen Augen die Zinsen zu schnell. Präsidiale Kritik gab es indes schon früher. Denn mit der Straffung verlangsamt das Fed das Wirtschaftswachstum. Das ist nicht im Interesse der Regierung. Zudem belasten steigende Zinsen Aktien. Wenn sich ein Präsident an den Aktienmärkten misst, ist das für ihn ein

Problem. Die Aussagen werden aber kaum etwas an der Geldpolitik ändern. Denn als sich das Fed in den Sechzigerjahren letztmals beugte, geriet die Inflation ausser Kontrolle. Das wollen die Währungshüter vermeiden.



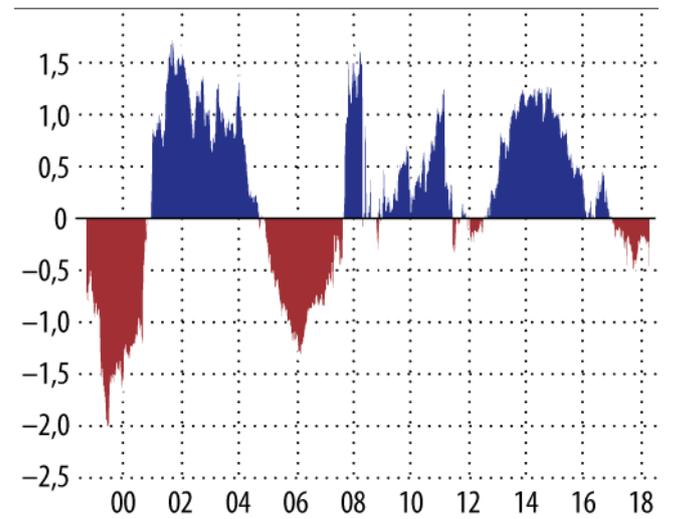
6 Einfluss der EZB



Quelle: TS Lombard / Grafik: FuW, Is

7 Abgesicherter Renditeunterschied

Differenz von zehnjährigen Treasuries und zehnjährigen Bundesanleihen in Prozentpunkten währungsabgesichert



Quelle: Haver Analytics / Grafik: FuW, Is

8 Abgekoppelte Aktien

Performance seit Jahresbeginn — S&P 500 — Euro STOXX 50



Quelle: S&P Global Market Intelligence / Grafik: FuW, Is