

8. Februar 2017

# ETF Securities Research – Anleihen

## Was steckt hinter dem Anstieg der globalen Anleiherenditen?

### Überblick

- Der Anstieg der US-Renditen treibt die Renditen auf der ganzen Welt in die Höhe.
- Wir rechnen bei den globalen Zinsen mit erhöhter Volatilität, die von den geopolitischen Risiken und den Bewegungen der Rohstoffpreise noch verstärkt wird.
- Strukturelle Hindernisse und die expansive Geldpolitik im Ausland werden den Anstieg der US-Renditen auf mittlere Sicht wahrscheinlich begrenzen.

Seit vergangenem November sind die Anleger im Risikomodus. Riskante Vermögenswerte und Aktien erhalten vor Anleihen den Vorzug. Der Anstieg der globalen Renditen und die Versteilung der Renditekurven haben andererseits Befürchtungen geweckt, dass die 35-jährige Hausse auf den Anleihemärkten zu Ende gehen könnte.

## US-Renditen treiben globale Renditen in die Höhe

Seit Anfang der 2000er Jahre findet der Integrationsprozess der globalen Finanzmärkte, das heißt der zunehmende Kapitalverkehr zwischen den Volkswirtschaften, sein Spiegelbild im immer stärkeren Gleichlauf der globalen Renditen. Wie in dem nachstehenden Diagramm ersichtlich ist, lassen sich fast 60 Prozent der Entwicklung der Anleiherenditen in den Industrieländern USA, Großbritannien, Deutschland und Japan mit einem gemeinsamen Faktor erklären.

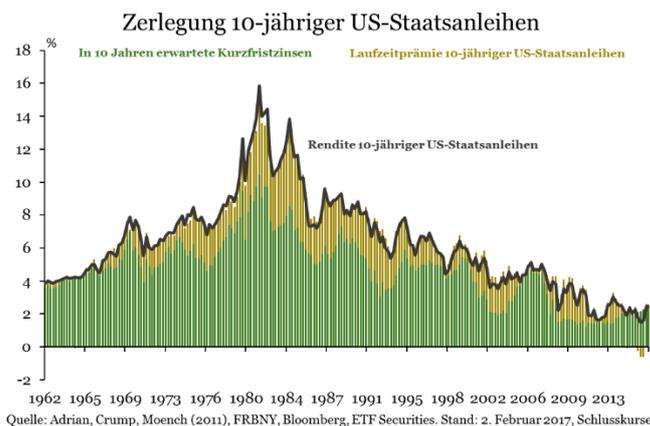


Hinweis: Das Diagramm zeigt die gleitende 5-Jahres-Regression der monatlichen Änderungen 10-jähriger US-Renditen, in der die monatlichen Änderungen der japanischen, deutschen und britischen 10-jährigen Renditen erfasst sind.

Der jüngste Anstieg der globalen Renditen ist vorwiegend eine Folge des Anstiegs der US-Renditen und daneben solcher zyklischer Faktoren wie Inflation, geopolitischer Risiken und Marktvolatilität. Andererseits sind wir der Ansicht, dass die aktuell expansive Geldpolitik in Europa und Japan die Anleiherenditen dort niedrig halten wird, was den Anstieg der US-Renditen auf mittlere Sicht begrenzt.

## Was treibt US-Renditen?

Die Renditen langfristiger Anleihen sind eine Funktion der erwarteten künftigen Kurzfristzinsen sowie der Laufzeitprämie oder Inflationsprämie, die Anleger verlangen, wenn sie langfristige Anleihen kaufen, anstatt kürzer laufende Anleihen weiterzurollen. Der Abwärtstrend der globalen Renditen in den vergangenen 35 Jahren resultiert zu einem großen Teil aus dem trendmäßigen Rückgang der Laufzeitprämie, während die erwarteten Kurzfristzinsen gewöhnlich mit dem Auf und Ab der geldpolitischen Maßnahmen schwanken.



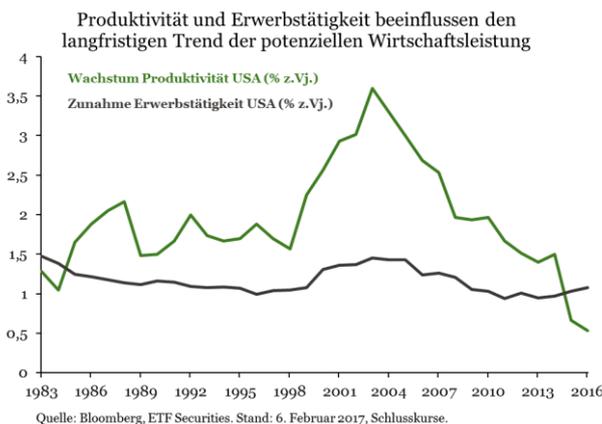
Die erwarteten Kurzfristzinsen begannen ihren Anstieg im Dezember 2013, als die Fed das Auslaufen ihrer monatlichen Anleihekäufe bekannt gab. Die Laufzeitprämien von US-Anleihen gaben jedoch weiter nach, bis sie im ersten Halbjahr 2016 zum ersten Mal in der Geschichte von 0,5 Prozent auf -0,5 Prozent ins Minus rutschten. Negativ beeinflusst wurden die Inflationsprämien von den Deflationsängsten, die der Einbruch der Energiepreise um 70 Prozent zwischen 2014 und 2015 schürte. Der seit Februar 2016 anhaltende Aufschwung der Energiepreise machte es möglich, dass sich die

Inflationsprämien im vierten Quartal 2016 wieder erholten, sodass beide Komponenten, die Laufzeitenprämie und die erwarteten Kurzfristzinsen, aufwärts tendierten. Daraufhin begannen die langfristigen US-Renditen zu steigen.

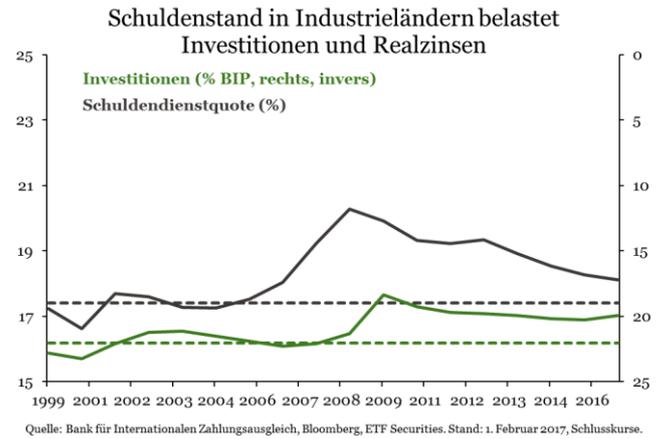
Nach unserer Bewertung sind 10-jährige US-Staatsanleihen gegenüber dem geschätzten Wert, der sich aus der Differenz zwischen den aktuellen 10-jährigen Renditen und der Summe der beiden Komponenten ergibt, derzeit um 10 Basispunkte zu fest bewertet. Die drei erwarteten Zinsanhebungen der Fed in diesem Jahr sind also unseres Erachtens bereits größtenteils in den 10-jährigen Renditen berücksichtigt. Wir rechnen jedoch mit einer Zunahme der Zinsvolatilität, die von der erhöhten Volatilität der Energiepreise und geopolitischen Risiken verstärkt wird. So ist der MOVE Index, der die Volatilität des Rentenmarkts misst, seit dem vierten Quartal 2016 um 20 Prozent gestiegen.

## Strukturelle Hindernisse belasten die Renditen

Die jüngste Straffung der Finanzierungsbedingungen in den USA ist dem verbesserten Wirtschaftsausblick geschuldet, in dem sich die fiskalpolitischen Anreize widerspiegeln, die gegenwärtig erwartet werden. Der Wirkungsgrad dieser Konjunkturprogramme sowie deren Effekte auf den Anleihemärkten werden nach unserer Ansicht wesentlich von ihrer fiskalischen Neutralität abhängen und beruhen darauf, inwiefern sie Produktivität und Erwerbstätigkeit stimulieren können. Während die Zahl der Erwerbstätigen im Zuge der expansiven Geldpolitik der Fed schon seit 2012 wieder zunimmt, sind die aus historischer Sicht nach wie vor geringen Zuwächse der US-Produktivität eine Belastung für die Wirtschaft.



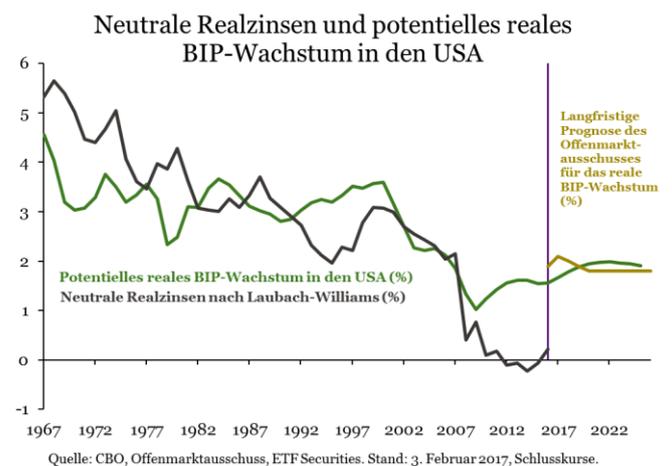
Wie historische Daten zeigen, besteht zwischen der Arbeitsproduktivität und den Investitionen eine enge gleichgerichtete Beziehung.



Der Abwärtstrend der Investitionen in den Industrieländern lässt sich zum Teil auf die hohen Hürden bei der Kreditvergabe zurückführen. Die Schuldendienstquote, das heißt, der Anteil des Einkommens, der für den Schuldendienst verwendet wird, liegt immer noch über dem Vorkrisenniveau und belastet den Konsum und die Investitionen gleichermaßen.

## Der gebremste Konjunkturverlauf begrenzt den Anstieg der Renditen

Der allmähliche Rückgang des BIP-Wachstumstrends in den USA führte zu einem entsprechenden allmählichen Absinken des neutralen Realzinses, das heißt des Fed-Leitzinses, der das Wirtschaftswachstum weder stimuliert noch bremst. Dies wiederum hatte den Rückgang der langfristigen Zinsen zur Folge. Das Congressional Budget Office der USA prognostiziert für die US-Wirtschaft über die nächsten zehn Jahre, dass ein stabiles nachhaltiges reales BIP-Wachstum von 2 Prozent möglich ist. Entsprechend wird erwartet, dass der neutrale Realzins der USA anzieht und sich parallel zum potenziellen realen BIP entwickelt. Gleichwohl bleiben beide Werte historisch gesehen auf einem tieferen Niveau.



Diese Analyse ist mit der allmählichen Abwärtskorrektur der langfristigen Prognosen des Offenmarktausschusses vereinbar. Zwischen 2012 und heute revidierte der Offenmarktausschuss seine Schätzungen für das langfristige potenzielle BIP-Wachstum und die höchstmögliche Federal Funds Rate, das heißt den neutralen Zins, von 2,4 auf 1,8 Prozent

beziehungsweise von 4,25 auf 3,00 Prozent nach und nach abwärts. Die Fed-Vorsitzende Yellen wiederholte im Januar<sup>1</sup>, dass die Fed davon ausgeht, dass sie die Zielmarke für den Leitzins, die Federal Funds Rate, mehrmals pro Jahr bis Ende 2019 anheben wird, bis sie sich in der Nähe ihres längerfristigen neutralen Zinses von 3 Prozent befindet. Entsprechend erwarten wir, dass die Fed die Zinsen drei Mal in diesem Jahr anheben wird.

Wir rechnen damit, dass die US-Renditen mittelfristig bis 2019 schrittweise bei erhöhter Volatilität aufwärts tendieren. Die Aufwärtsrisiken dieser Auffassung bestehen in einer deutlichen und unerwartet schnellen Erholung des Produktivitätswachstums und der Inflation.

---

<sup>1</sup> Siehe *The Goals of Monetary Policy and How We Pursue Them* (Vortrag).

## Wichtige Informationen

### Allgemein

Diese Kommunikation wurde von ETF Securities (UK) Limited („**ETFS UK**“) verfasst. ETFS UK ist von der Financial Conduct Authority („**FCA**“) im Vereinigten Königreich zugelassen und steht unter deren Aufsicht.

Diese Kommunikation wurde gemäß § 21 des Financial Services and Markets Act 2000 von ETFS UK genehmigt, wobei ETFS UK von der FCA autorisiert und reguliert wird. Die in dieser Kommunikation enthaltenen Informationen stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren dar. Diese Mitteilung sollte nicht als Grundlage für eine Anlageentscheidung verwendet werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Maßstab für zukünftige Ergebnisse und Anlagen können im Wert fallen.

Dieses Dokument ist keine Werbung, und darf unter keinen Umständen entsprechend ausgelegt werden, und ist kein sonstiger Schritt zur Bewirkung eines öffentlichen Angebots von Anteilen in den USA oder in Provinzen oder Gebieten der USA. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen direkt oder indirekt in die USA gebracht oder übermittelt oder dort verbreitet werden.

Dieses Dokument kann einen unabhängigen Marktcommentar von ETFS UK enthalten, der auf öffentlich zugänglichen Informationen beruht. ETFS UK übernimmt hinsichtlich der Fehlerfreiheit oder Genauigkeit hierin genannter Informationen keine Garantie; die zu Produkten und Marktentwicklungen geäußerten Meinungen können Änderungen unterliegen. Dritte, welche die in dieser Mitteilung enthaltenen Informationen bereitgestellt haben, erteilen keinerlei Garantien oder Zusicherungen bezüglich solcher Informationen. Weder ETFS UK, noch dessen Tochtergesellschaften oder die respektive leitenden Angestellten, Direktoren, Partner oder Angestellten akzeptieren jegliche Verantwortung für jedweder direkte oder aus der Verwendung dieser Publikation und dessen Inhalt folgenden Verluste.

ETFS UK muss gegenüber der FCA im Vereinigten Königreich erklären, dass sie nicht in Bezug auf die Anlage oder Anlagetätigkeit, auf die sich diese Mitteilung bezieht, für Sie tätig ist. Insbesondere wird ETFS UK für Sie keine Anlagedienstleistungen erbringen und/oder Sie nicht im Hinblick auf die Vorzüge einer Transaktion beraten bzw. Ihnen gegenüber diesbezügliche Empfehlungen aussprechen. Kein Vertreter von ETFS UK ist autorisiert, sich in irgendeiner Weise zu verhalten, die einen anderen Eindruck erwecken könnte. ETFS UK haftet daher nicht dafür, Ihnen den Schutz zu bieten, den sie ihren Kunden gewährt, und Sie sollten Ihre eigene unabhängige Rechts-, Anlage-, Steuer- und sonstige Beratung einholen, die Ihnen geeignet erscheint. 821



The  
intelligent  
alternative

ETF Securities (UK) Limited  
3 Lombard Street  
London  
EC3V 9AA  
United Kingdom

t +44 (0)207 448 4330  
f +44 (0)207 448 4366  
e [info@etfsecurities.com](mailto:info@etfsecurities.com)  
w [etfsecurities.com](http://etfsecurities.com)