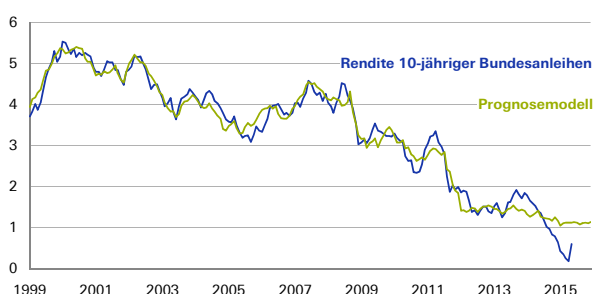


## Metzler: Korrektur bei Bundesanleihen Deutlicher Renditeanstieg im Fokus

### Ursachen der Korrektur bei Bundesanleihen

Dass die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen völlig fehlbewertet ist, ist die einhellige Meinung unter den meisten Analysten. Je nach Modellansatz liegt das fundamental angemessene Renditeniveau zwischen 1,2 % und 1,7 %. Bisher ging man jedoch von der Annahme aus, dass das Wertpapierkaufprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB) für eine künstliche Knappheit an Bundesanleihen sorgt, sodass sich die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen über einen längeren Zeitraum substantiell vom fundamental angemessenen Niveau entfernen wird.

### Bundrendite: Überraschender Zeitpunkt der Korrektur in %



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler;  
Stand: 8.5.2015

Vor diesem Hintergrund ist es grundsätzlich nicht überraschend, dass die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen steigt, sondern dass der Anstieg schon jetzt während des EZB-Kaufprogramms erfolgte. Der Renditeanstieg wurde hauptsächlich durch einen Anstieg des Realzinses von -1,25 % auf -0,65 % verursacht, während die Inflationserwartungen weitestgehend stabil geblieben sind.

Hinter dem höheren Realzins verbergen sich die verbesserten Wachstumsperspektiven für die Wirtschaft der Eurozone und eine deutlich gestiegene Laufzeitenrisikoprämie. Vieles spricht dafür, dass die Flut an Neuemissionen von Staatsanleihen in der Eurozone im Mai die Knappheit an ausstehenden Anleihen merklich verringert hat und damit die fundamentalen Kräfte wieder die Überhand im Marktgeschehen gewinnen konnten. Im Endeffekt verringerte die Emissionsflut die Überschussliquidität am Rentenmarkt und bewirkte somit

einen Anstieg der künstlich niedrigen Laufzeitenrisikoprämie. Im Juni wird jedoch die von der EZB geschaffene künstliche Knappheit an ausstehenden Anleihen wieder moderat zunehmen, im Juli sogar substantiell.

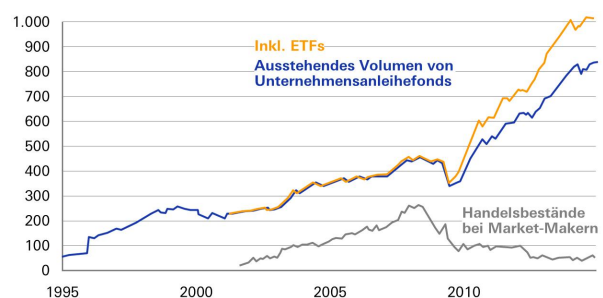
Interessanterweise stieg auch die Rendite 10-jähriger US-Treasuries merklich. In den USA war die Ursache dafür ebenfalls ein Anstieg des Realzinses. Immerhin sind in den USA die Inflationserwartungen seit Jahresanfang im Einklang mit den höheren Notierungen für den Ölpreis gestiegen.

### Illiquidität als unterschätztes Risiko am Anleihemarkt

Die Finanzmarktkrise hatte erhebliche Änderungen der Regulierungen an den Finanzmärkten ausgelöst. So ist es für die Market-Maker am Anleihemarkt äußerst unattraktiv geworden, Anleihen auf die eigene Bilanz zu nehmen. In der Vergangenheit stellten die Market-Maker bei Verkaufswellen immer einen Kurs, auch wenn sie die Anleihen auf ihre eigene Bilanz nehmen mussten. Die Market-Maker treten nun zunehmend nur noch als Vermittler zwischen Käufern und Verkäufern auf. In den USA hat sich seit der Finanzmarktkrise beispielsweise das Volumen an von Fonds gehaltenen Unternehmensanleihen verdoppelt, während sich die von Market-Makern gehaltenen Unternehmensanleihen mehr als halbiert haben.

### Liquidität könnte zu einem knappen Gut werden

#### Fondsvolumen und Handelsbestände in Mrd. USD\*



\* Investment Grade und High Yield

Quellen: ICI, NY Fed, Bloomberg, Haver Analytics, Citi Research; Stand: 31.12.2014

Eine ähnliche Entwicklung ist auch am europäischen Rentenmarkt zu beobachten. Bisher waren die Rentenmärkte von einem Überhang an Käufern und tendenziell

steigenden Kurse gekennzeichnet. Daher kam es bisher nie zu größeren Liquiditätsengpässen. Sollte sich jedoch das Umfeld an den Rentenmärkten ändern und viele Anleger gleichzeitig ihre Bestände veräußern wollen, droht eine völlige Illiquidität in einigen Anleihesegmenten – mit der Folge, dass es für die betroffenen Anleihen über einen langen Zeitraum einfach keinen Kurs mehr geben dürfte. Welche Anleihesegmente davon betroffen sein könnten, ist derzeit nur schwer zu bestimmen. Für Anleger bedeutet dies, dass nur sehr vorsichtig in traditionell eher illiquiden Anlagen allokiert werden sollte. Darüber hinaus sollte nur in Anleihen von Emittenten mit sehr guten Fundamentaldaten investiert werden – und die daher auch lange gehalten werden können. Cash wird in der Eurozone zwar mit -0,2 % verzinst, kann jedoch vor dem Hintergrund der Illiquiditätsrisiken für viele Anleger trotzdem eine attraktive Anlageklasse sein. Darüber hinaus könnten die extremen Marktbewegungen in den vergangenen Tagen bei europäischen Staatsanleihen auch eine Folge der geringeren Liquidität gewesen sein. Im Endeffekt müssen sich Anleger auf in Zukunft größere Volatilitäten am Rentenmarkt einstellen.

### **Großbritannien vor Leitzinserhöhungen**

In Großbritannien beschleunigte sich das nominale Wirtschaftswachstum in den vergangenen Quartalen auf über 5 %. Nur in den 1970er-Jahren waren die Abweichungen zwischen dem nominalen Potenzialwachstum und dem Leitzins ähnlich groß.

Vor diesem Hintergrund dürfte die Bank von England (Montag) schon langsam eine Leitzinserhöhung im vierten Quartal 2015 oder im ersten Quartal 2016 vorbereiten. Die Wirtschaftsdaten wie die Industrieproduktion (Dienstag), die Arbeitslosenquote (Mittwoch) sowie die Lohnentwicklung (Mittwoch) dürften in diesem Zusam-

menhang eine weitere Beschleunigung des nominalen Wirtschaftswachstums signalisieren. Zumal die politische Unsicherheit nach dem eindeutigen Wahlausgang merklich abnehmen sollte und daher die Zurückhaltung bei den Investitions- und Konsumausgaben in den kommenden Monaten wieder nachlassen dürfte. Mit dem Sieg der Konservativen wird es jedoch höchstwahrscheinlich im Jahr 2017 ein Referendum über den Verbleib in der Europäischen Union (EU) geben. Der britische Unternehmenssektor ist mehrheitlich für einen Verbleib in der EU und dürfte zunehmend die Werbetrommel dafür schlagen. Somit bestehen gute Chancen, dass sich eine Mehrheit für einen Verbleib in der EU ausspricht. Die jüngsten Umfragen zeigten einen Gleichstand zwischen Gegnern und Befürwortern.

### **Sonstige Konjunkturdaten**

In den USA werden die Daten zu Einzelhandelsumsätzen (Mittwoch) und zur Industrieproduktion (Freitag) veröffentlicht. Beide Daten dürften moderat gestiegen sein. In der Eurozone dürfte sich das Wirtschaftswachstum (Mittwoch) von 0,3 % im vierten Quartal 2014 auf 0,4 % im ersten Quartal 2015 beschleunigt haben. Im zweiten Quartal ist sogar eine weitere Beschleunigung auf 0,5 % möglich. Die chinesische Konjunktur stottert aufgrund der umfassenden Strukturreformen, die immer kurzfristig Wachstum kosten. Dementsprechend ist mit Schwäche bei der Industrieproduktion (Mittwoch) und bei den Einzelhandelsumsätzen (Mittwoch) zu rechnen.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk  
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

### **Metzler Asset Management**

Metzler Asset Management GmbH  
Untermainanlage 1  
60329 Frankfurt am Main  
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32  
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79  
asset\_management@metzler.com  
www.metzler-fonds.com

---

#### **Rechtliche Hinweise**

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.