

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Sind Bundesanleihen noch der sichere Hafen?

Vom „sicheren Hafen“ spricht man im Asset Management dann, wenn eine Assetklasse oder ein Wertpapier mit dem Ziel gekauft wird, in stürmischen Zeiten Stabilität in das Portfolio zu bringen. Aus der Sicht eines deutschen Anlegers ist der typische sichere Hafen eine Bundesanleihe mit langer Restlaufzeit; in den USA ist dies spiegelbildlich eine langlaufende amerikanische Staatsanleihe. In den letzten zehn Jahren hat eine Bundesanleihe mit zehn Jahren Restlaufzeit im Durchschnitt um rund 0,5% zugelegt, wenn im gleichen Zeitraum der deutsche Aktienmarkt (gemessen am DAX) um 5% verloren hat. Genau aus diesem Grund können auch bei extrem konservativen Investoren Aktienquoten von etwa 10% gerechtfertigt sein, da in Krisenzeiten selbst ein substanzieller Wertverlust auf der Aktienseite durch die Anleihe Seite aufgefangen werden kann. Und da dieser interne Absicherungsmechanismus langfristig gut funktioniert, ist es sogar fast zwingend erforderlich, einem Rentenportfolio zumindest einen kleinen Aktienanteil beizumischen, da auf diese Weise die zu erwartende Wertentwicklung gesteigert werden kann, ohne dass es zu stärkeren Draw-Downs auf Ebene des gesamten Portfolios kommt.

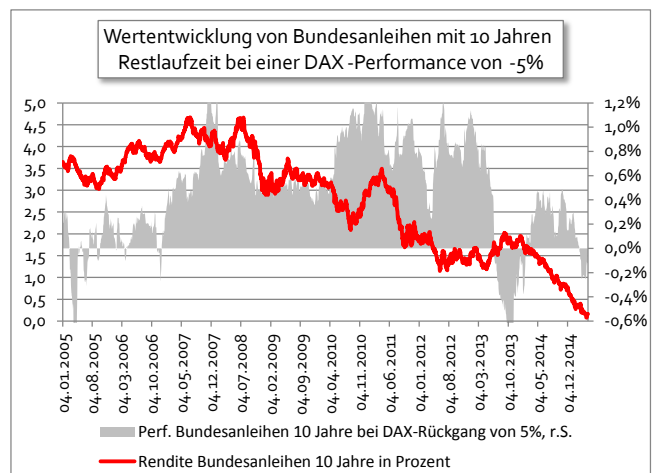
Da Staatsanleihen langfristig als sicherer Hafen gelten und prinzipiell auch so funktionieren, sind grundsätzlich auch größere Aktienanteile in Portfolios bei begrenzten Risikobudgets darstellbar. Das setzt allerdings voraus, dass dieser sog. „Hedge“ nicht nur im Durchschnitt funktioniert, sondern zu jedem Zeitpunkt. Genau hier liegt der Haken, denn es ist natürlich nicht sicher, dass sich Bundesanleihen in einer Krisensituation gegenläufig zu Aktien verhalten. So sind Marktphasen denkbar, in denen die Risikoaversion derartig gering ausgeprägt ist, dass auch Anleihen mit besser Bonität nicht die Rolle des sicheren Hafens einnehmen, da dieser offensichtlich gar nicht gesucht wird.

Vielleicht kann diese Situation mit der eines Seglers verglichen werden, der nur vom allerbesten Wetter ausgeht und die Gefahr eines heranziehenden Sturmes komplett ausblendet. Ein derartiger Segler wird nicht auf der Suche nach einem sicheren Hafen sein; und zwar selbst dann nicht, wenn es erste untrügliche Anzeichen für ein mögliches Umschlagen des Wetters gibt. Eine derartige Situation lag beispielsweise in den Jahren 2005 und 2006 vor. Damals waren die Folgen des Platzens der Internetblase sowie der Terroranschläge von New York überwunden, und die guten Konjunkturdaten in den USA und in Europa sowie hohe Wachstumsraten in den Schwellenländern (vor allem in Brasilien, Russland, Indien und China) ließen die Sorgen der vorherigen Jahre verblassen. Ganz im Gegenteil – die Investoren suchten mehrheitlich bewusst das Risiko, und der sichere Hafen wurde nicht angesteuert.

Dieser Sachverhalt lässt sich auch empirisch gut nachvollziehen. Zu diesem Zweck haben wir eine statistische Analyse durchgeführt, mit der wir anhand einer Regressionsrechnung die hypothetische Frage beantworten können, wie Bundesanleihen in der Funktion des sicheren Hafens reagiert hätten, wenn über einen Zeitraum von fünf Handelsta-

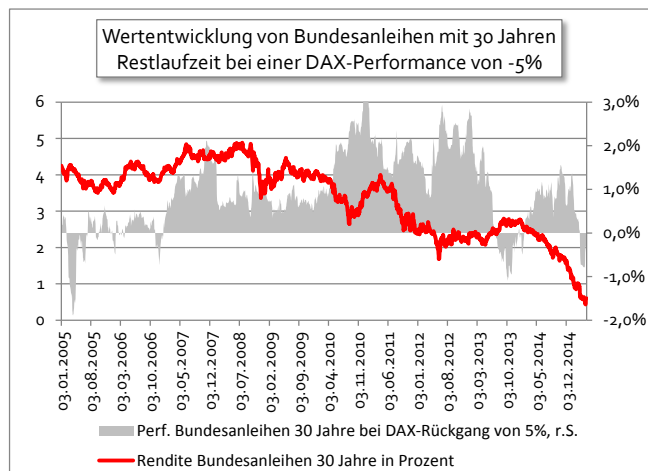
gen der DAX um 5% gefallen wäre. Wie unsere Analyse ergibt, wäre die Reaktion der Bundesanleihen in diesem Zeitraum nicht sehr ausgeprägt gewesen. Es hätte sogar kurze Zeiträume gegeben, in denen Bundesanleihen (vollkommen kontraintuitiv) mit den Aktien im Gleichklang gefallen wären. Dies mag zwar ein kurzfristiges statistisches Artefakt sein, jedoch lässt sich nicht leugnen, dass bis Ende 2006 deutsche Staatsanleihen nur sehr bedingt die Funktion des sicheren Hafens erfüllt haben.

Das änderte sich schlagartig mit den ersten Nachrichten über die beginnende Immobilien- und Subprimekrise in den USA und die daraus resultierenden Verwerfungen im globalen Bankensektor ab Mitte 2007. Spätestens hier war auch für den unerfahrenen Marktteilnehmer erkennbar, dass sich das Wetter signifikant verschlechtert hatte. Nun wurde der sichere Hafen endlich aktiv gesucht, und die erhöhte Fokussierung auf das Thema „sicherer Hafen“ führte zu einer höheren Reagibilität von Bundesanleihen relativ zur Entwicklung am Aktienmarkt. Unsere Berechnungen zeigen, dass ab 2007 ein Rückgang im DAX um 5% zeitweise zu einer Wertentwicklung von bis zu einem Prozent und mehr bei Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren führte.



Bei Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren lag die Reagibilität wie zu erwarten noch deutlich höher – rein rechnerisch war zeitweise mit einer Wertentwicklung von +2% oder mehr zu rechnen, wenn im gleichen Zeitraum der DAX um 5% gefallen wäre. In der Zeit von Mitte 2007 bis Frühjahr 2013 funktionierte ganz offensichtlich der Mechanismus des sicheren Hafens. Ab Mai 2013 wurde dieser statistische (und kausale) Zusammenhang dann jedoch kurzfristig durch die Tapering-Diskussion unterbrochen. Damals kündigte der US-Notenbankchef Bernanke an, eine Reduktion des laufenden QE-Programms in Erwägung zu ziehen und damit den Umfang der expansiven US-Geldpolitik zu reduzieren. Diese Ankündigung erzeugte an den Rentenmärkten weltweit gewisse „Schockwellen“, weil befürchtet wurde, dass die Fed nach Beendigung ihres Anleiheaufkaufprogramms schnell dazu übergehen würde, die Zinsen zu erhöhen. Die „normalen“ statistischen Zusammenhänge zwischen Aktien und Anleihen wurden tem-

porär verzerrt, was auch unseren Berechnungen zu entnehmen ist.

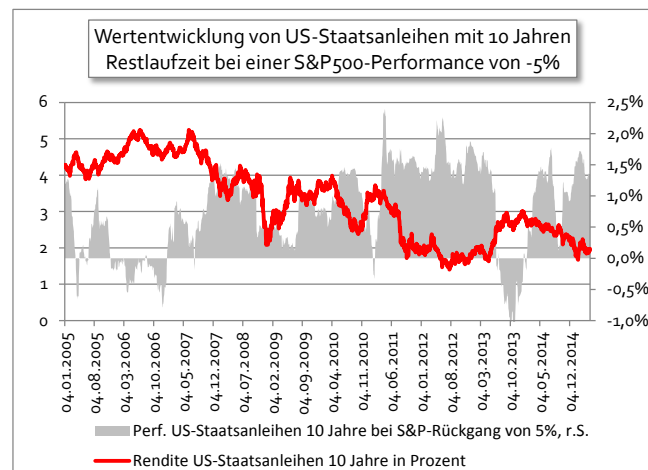


Betrachtet man nun unsere Auswertungen am aktuellen Rand, so ist erneut eine Anomalie im Verhalten der Bundesanleihen festzustellen. Auf Basis aktueller Zahlen wäre zu vermuten, dass bei einem Rückgang des DAX Bundesanleihen ebenfalls nicht positiv, sondern leicht negativ reagieren würden. Die Funktion des sicheren Hafens ist also derzeit erneut gestört, und es stellt sich die Frage, ob es sich hier wiederum um einen kurzfristigen Ausreißer handelt oder vielleicht um ein längerfristige Phänomen.

Auch wenn diese Frage unmöglich abschließend beantwortet werden kann, so sprechen doch einige Gründe dafür, dass es sich nicht zwangsläufig nur um einen kurzfristigen Ausreißer handelt. Wir halten es vielmehr für denkbar, dass die geringe (oder sogar negative) Reagibilität u.U. durch die extrem niedrigen Renditen zu erklären ist. Wenn man davon ausgeht, dass die Rendite von langlaufenden Bundesanleihen vermutlich nicht signifikant unter den Einlagenzins der EZB von minus 0,2 Prozent fallen wird (in diesem Fall würde die EZB ihre Kaufprogramme einstellen, da sie kein Interesse an einer derartigen Verzerrung des Zinsumfeldes haben kann), heißt dies im Umkehrschluss, dass das untere Ende der Fahnenstange bei Renditen bald erreicht ist. Wenn dem aber so ist, können Anleihen rein rechnerisch auch nicht mehr die Funktion des sicheren Hafens im Fall einer Krise übernehmen, denn es gibt einfach keinen „Renditepuffer“ mehr, der für eine positive Performance notwendig wäre.

Etwas anders sieht dies prinzipiell in den USA aus, wo das Renditeniveau wesentlich höher als in Europa liegt. So rentieren 10-jährige Treasuries derzeit bei rund 2%; im Falle einer Korrektur am US-Aktienmarkt besteht daher erheblicher Spielraum für fallende Renditen bei US-Staatsanleihen. Diese können damit nach wie vor die Funktion des sicheren Hafens übernehmen. Unsere Berechnungen zeigen zudem, dass der „Hedge“ eines US-Aktienportfolios mit Staatsanleihen im Gegensatz zu Europa aktuell funktionieren sollte: Bei einem Rücksetzer am US-Aktienmarkt von 5% binnen einer Handelswoche wäre derzeit auf Basis unserer Regression mit einem Plus von rund 1,4% bei 10-jährigen US-Staatsanleihen zu rechnen. Diese Kalkulation erweist sich allerdings nur dann als richtig, wenn die Korrektur am US-Aktienmarkt nicht ausgelöst

wird, weil die Marktteilnehmer stark steigende Zinsen in den USA befürchten. Dieses Szenario ist aus unserer Sicht aber zunächst nicht wahrscheinlich, weil wir bis auf weiteres allenfalls moderat steigende Zinsen in den USA für denkbar halten. US-Portfolios dürften von der Mischung von Aktien und Anleihen daher auf absehbare Zeit profitieren.



Für den vor allem in Europa tätigen Investor hat es allerdings durchaus bedeutsame portfoliotechnische Konsequenzen, wenn unsere Hypothese zutrifft, dass die Funktion des sicheren Hafens bei Bundesanleihen derzeit gestört ist. Denn in einem Portfolio, in dem ein sog. „Hedge“ über Staatsanleihen nicht mehr oder nur noch bedingt erfolgreich ist, müssten risikobehaftete Assets und damit Aktien eher verkauft als gekauft werden. Das steht im Kontrast zu der landläufigen These, wonach eine geringe Rendite von Staatsanleihen aufgrund mangelnder Investmentalternativen zu einer höheren Aktienquote führen sollte. Auch wenn wir nach wie vor eher Anhänger der zweiten These sind, ist die Logik der ersten These nicht von der Hand zu weisen. Auf jeden Fall lässt sich aber feststellen, dass bei einem längeren Ausfall der Funktion des sicheren Hafens ein stärkerer Draw-Down am Aktienmarkt zu überdurchschnittlichen Portfolioverlusten führen würde, was wiederum in Portfolios mit Wertsicherungsmechanismen zu einem verstärkt prozyklischen Verkaufsverhalten führen dürfte. So könnte eine fehlende Reagibilität von Bundesanleihen indirekt sogar eine erhöhte Volatilität bei Aktien zur Folge haben.

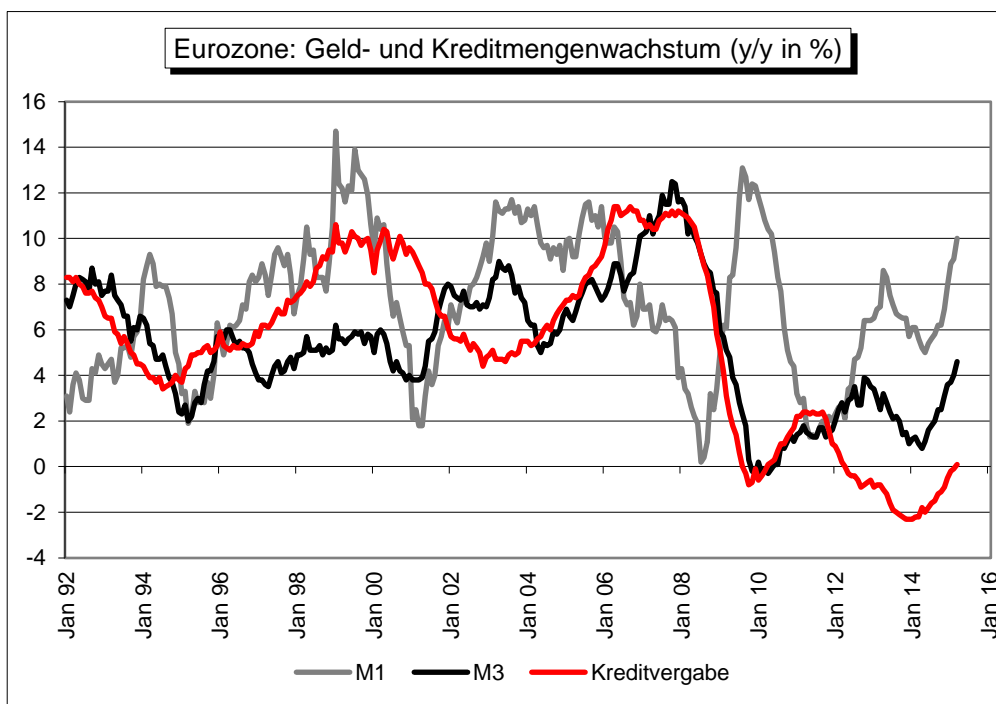
Die letzten Tage waren u.U. schon ein leichter Vorge-schmack für eine derartige Entwicklung. Nachdem über Monate der Aktienmarkt nur die Richtung nach oben kannte, gab es in den letzten Wochen mehrfach signifikante Rücksetzer auf Tagesbasis. Auch die implizite Volatilität ist vor allem in Europa deutlich angestiegen, und defensive Sektoren weisen seit einigen Wochen wieder eine bessere Wertentwicklung als zyklische Sektoren auf. Das alles sind Warnsignale, die nicht komplett ignoriert werden können. Auf der anderen Seite weisen die meisten Konjunkturdaten in Europa nach wie vor eine erfreuliche Entwicklung auf, und die laufende Berichtssaison lässt bisher keine größeren Probleme in der Gewinnentwicklung erkennen. Von daher sollte die Grundtendenz am Aktienmarkt weiterhin aufwärts gerichtet sein. Dass mögliche Rücksetzer aber durchaus scharf ausfallen könnten, sollte niemanden überraschen.

Wochenausblick für die Zeit vom 4. bis 8. Mai 2015

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	50,0	52,1	50,9	51,1	52,8	51,9	4. Mai
D: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	52,1	51,2	54,0	54,7	55,4	54,4	6. Mai
D: Auftragseingänge, m/m	-2,2%	3,3%	-2,6%	-0,9%	0,1%		7. Mai
D: Auftragseingänge, y/y	-0,5%	4,0%	-0,4%	-1,2%	0,8%		7. Mai
D: Industrieproduktion, m/m	0,4%	1,2%	-1,0%	0,6%	-0,1%		8. Mai
D: Industrieproduktion, y/y	-0,2%	0,9%	0,0%	0,2%	0,1%		8. Mai
D: Handelsbilanz, Mrd. EUR	18,4	21,8	19,7	20,3	20,2		8. Mai
E-19: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	50,4	50,6	51,0	51,1	52,2	51,9	4. Mai
E-19: Produzentenpreise, m/m	-0,3%	-1,0%	-1,1%	0,5%	0,3%		5. Mai
E-19: Produzentenpreise, y/y	-1,6%	-2,7%	-3,5%	-2,8%	-2,2%		5. Mai
E-19: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	51,3	51,6	52,7	53,7	54,2	53,7	6. Mai

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Kreditvergabe in der Eurozone zieht an



Die letzten Daten zur Kreditvergabe und zur Geldmengenentwicklung in der Eurozone geben Anlass zu vorsichtigem Optimismus: So haben die Banken erstmals seit Anfang 2012 wieder mehr Kredite als im Vorjahr vergeben. Das Plus von 0,1% fällt zwar optisch nicht hoch aus, für das Wirtschaftswachstum ist jedoch (logisch und mathematisch) der Fakt entscheidend, dass die Wachstumsrate der Kreditvergabe zunimmt. Man nennt dies auch einen positiven Kreditimpuls.

Darüber hinaus ist positiv zu werten, dass die Geldmengenaggregate wachsen. Besonders bei der Geldmenge M1 handelt es sich um einen guten Frühindikator, der der Industrieproduktion um bis zu einem Jahr vorausläuft. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere Einschätzung, dass die Wirtschaft der Eurozone im laufenden Jahr stärker wachsen könnte, als dies bislang von vielen erwartet wird.

Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	29.04.2015	22.04.2015	27.03.2015	28.01.2015	31.12.2014
Aktienmärkte	17:17	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	18068	0,2%	2,0%	5,1%	1,4%
S&P 500	2108	0,0%	2,3%	5,3%	2,4%
Nasdaq	5055	0,4%	3,4%	9,0%	6,7%
DAX	11472	-3,3%	-3,3%	7,1%	17,0%
MDAX	20376	-4,0%	-1,0%	8,8%	20,3%
TecDAX	1608	-3,5%	0,6%	7,2%	17,2%
EuroStoxx 50	3633	-2,5%	-1,3%	8,1%	15,5%
Stoxx 50	3469	-2,2%	1,3%	7,6%	15,5%
SMI (Swiss Market Index)	9149	-2,2%	0,7%	10,1%	1,8%
Nikkei 225	20059	-0,4%	4,0%	12,7%	14,9%
Brasilien BOVESPA	55321	1,3%	10,4%	16,0%	10,6%
Russland RTS	1036	3,1%	20,9%	35,3%	31,0%
Indien BSE 30	27226	-2,4%	-0,8%	-7,9%	-1,0%
China Shanghai Composite	4477	1,8%	21,3%	35,4%	38,4%
MSCI Welt (in €)	1802	-2,7%	0,6%	8,6%	14,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	1060	-2,4%	7,8%	9,7%	20,8%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	157,74	-145	-80	-100	187
Bobl-Future	129,09	-29	-32	-158	-119
Schatz-Future	111,21	-4	-1	0	11
3 Monats Euribor	-0,01	0	-3	-6	-8
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,02	-2	-2	-3	0
3 Monats \$ Libor	0,28	0	0	2	2
Fed Funds Future, Dez 2015	0,33	-3	-7	-9	0
10-jährige US Treasuries	2,06	9	12	34	-11
10-jährige Bunds	0,29	13	8	-3	-26
10-jährige JGB	0,31	0	-7	1	-2
US Treas 10Y Performance	571,24	0,0%	-0,1%	-1,7%	2,4%
Bund 10Y Performance	600,92	0,0%	0,5%	1,9%	4,0%
REX Performance Index	476,80	0,0%	0,4%	0,8%	1,1%
Hypothekenzinsen USA	3,65	-2	-4	2	-18
IBOXX AA, €	0,76	-1	-1	0	-13
IBOXX BBB, €	1,41	-2	1	-17	-38
ML US High Yield	6,35	-1	-22	-53	-59
JPM EMBI+, Index	720	0,2%	2,1%	3,6%	4,1%
Wandelanleihen Exane 25	6999	0,0%	1,8%	4,3%	8,3%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	426,30	1,5%	1,1%	-1,3%	-4,7%
MG Base Metal Index	299,31	2,8%	1,5%	5,5%	-1,5%
Rohöl Brent	63,32	1,6%	8,9%	31,8%	10,4%
Gold	1210,70	1,9%	0,8%	-6,0%	2,1%
Silber	16,62	5,2%	-2,5%	-8,2%	5,5%
Aluminium	1878,75	3,2%	5,8%	2,1%	2,9%
Kupfer	6132,00	3,9%	0,9%	11,1%	-3,7%
Eisenerz	60,00	15,4%	10,1%	-7,7%	-16,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	601	0,2%	0,8%	-9,8%	-23,1%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1139	3,7%	2,6%	-1,8%	-8,3%
EUR/ GBP	0,7207	1,1%	-1,5%	-3,5%	-7,1%
EUR/ JPY	132,46	3,1%	2,4%	-0,9%	-8,8%
EUR/ CHF	1,0454	1,3%	-0,2%	2,1%	-13,1%
USD/ JPY	118,86	-0,9%	-0,2%	1,1%	-0,7%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspermeite	+49 40 3282-2439	cjaspermeite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.