

Meriten Makro-Brief

Volkswirtschaftliche Analysen und Kommentare

AUSGABE 4/2015 – 8. JUNI 2015



Holger Fahrinkrug, Chefvolkswirt
Meriten Investment Management

Reflation = Rentencrash in Euroland?

Drei Monate nach Beginn des breit angelegten Anleihekaufprogramms der EZB scheint die Rechnung von Mario Draghi aufzugehen: Es häufen sich Anzeichen dafür, dass mehr Kredite in der Eurozone vergeben werden, die meisten Konjunkturindikatoren machen Mut, die Inflation hat sich von ihrem Tiefststand gelöst und auch die Inflationserwartungen steigen langsam wieder an. Ist es mit den EZB-Plänen vereinbar, dass nun auch die Renditen wieder steigen?

Die Renditesprünge der vergangenen Tage und Wochen deuten an, dass die Rentenmärkte Deflationssorgen abschütteln und beginnen, an eine Wiederbelebung der Inflation in Euroland zu glauben. Die Nachhaltigkeit dieser Entwicklung ist zwar noch nicht gesichert. Wenn sich die derzeitigen Wachstums- und Inflationsprognosen aber als treffend erweisen, dürften die Renditen von EWU-Staatsanleihen bis 2016 weiter steigen.

Drei Monate hatten wir nun Zeit, uns an das Ankaufprogramm der EZB zu gewöhnen. An den Märkten kam diese Phase einer Achterbahnfahrt gleich. Am Anfang standen die Zweifel: Zweifel, ob die EZB ihre selbst gesetzten Regeln einhalten kann, ob es genug „Material“ und verkaufswillige Investoren gibt, ob negative Renditen zu Chaos führen, ob einzelne Investoren aus der Bahn geworfen werden, inwieweit der Ankauf von Anleihen mit negative Renditen zu Verlusten der EZB und der nationalen Zentralbanken führen, und ob die EZB tatsächlich bis September 2016 mit den Käufen durchhält. Die wichtigste Frage war und ist allerdings, ob das EZB-Programm ökonomischen Erfolg hat.

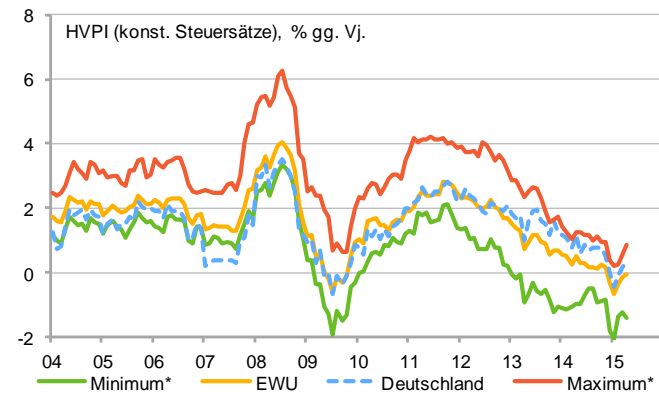
Die meisten technischen Fragen kann man heute als geklärt ansehen: Ja, die EZB ist in der Lage, ihr Programm ohne große Schwierigkeiten durchzuziehen. Der Markt ist trotz zeitweise negativer Renditen vieler Bundesanleihen nicht im Chaos versunken, und Ausfälle von Marktteilnehmern sind uns bisher nicht bekannt. Auch hat sich erwiesen, dass genug Material für das Programm vorhanden ist, seit dem jüngsten Renditeanstieg sogar wieder mehr, das die EZB nach ihren selbst gesetzten Regeln kaufen kann.

Dass sich die Renditen von EWU-Staatsanleihen seit Mitte April trotz des vorübergehend erhöhten Ankaufvolumens der EZB in relativ kurzer Zeit weit von ihren Tiefstständen entfernt haben, lässt vermuten, dass mehr und mehr Marktteilnehmer an einen finalen Erfolg des Programms glauben, also an die (zumindest moderate) Reflationierung der Eurozone. Und dass sich Mario Draghi von diesem Renditeanstieg unbeeindruckt gezeigt hat, deutet an, dass er Null-Renditen nicht als entscheidendes Erfolgskriterium für das EZB-Programm ansieht.

Meriten

INVESTMENT
MANAGEMENT

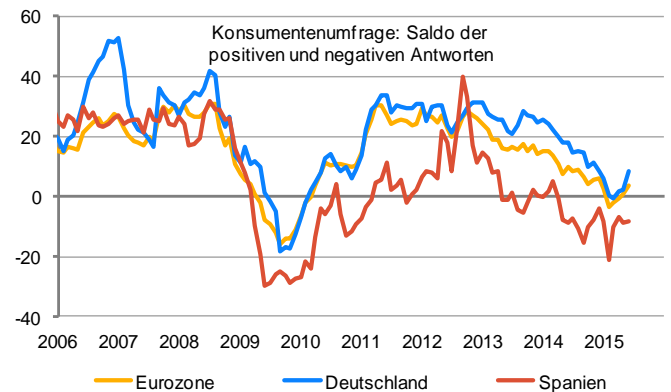
Der Inflationstrend beginnt zu drehen



*Durchschnitt der drei niedrigsten/höchsten Länder

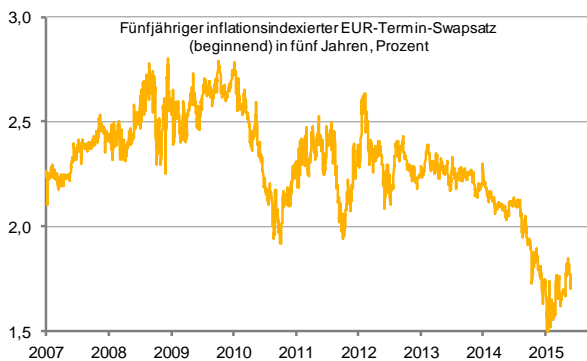
Quelle: Macrobond, Meriten Investment Management, 06/2015

Die Inflationserwartungen von Haushalten ...



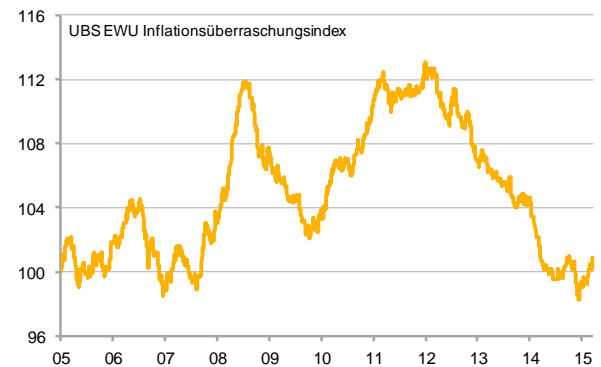
Quelle: Bloomberg, Meriten Investment Management, 06/2015

...und Marktteilnehmern steigen langsam



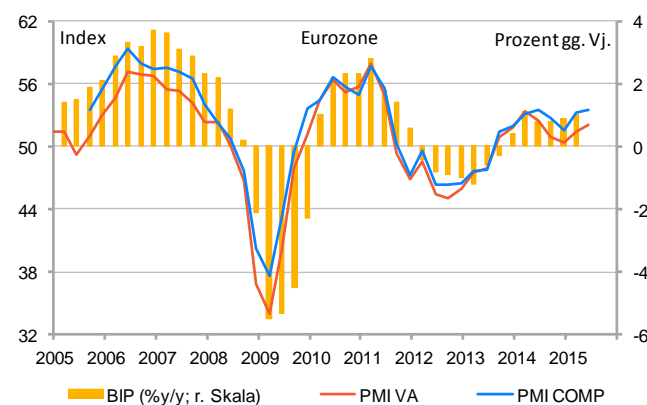
Quelle: Macrobond, Meriten Investment Management, 06/2015

Inflationsüberraschungen finden einen Boden ...



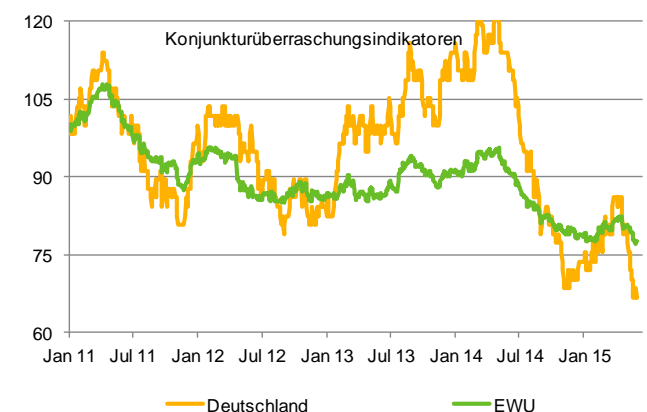
Quelle: Bloomberg, Meriten Investment Management, 06/2015

PMI deutet stärkeres Wachstum an,...



Quelle: Bloomberg, Macrobond, Meriten Investment Management, 06/2015

... aber Bäume wachsen nicht in den Himmel



Quelle: Bloomberg, Meriten Investment Management, 06/2015

Was heißt „Erfolg der EZB“?

Anders als beispielsweise in den USA, UK oder Japan fielen die Renditen in der Eurozone zu Beginn des EZB-Ankaufprogramms (APP – Asset Purchase Program) drastisch. Von vielen Marktteilnehmern waren Aussagen wie „Ich wette nicht gegen die EZB.“ zu hören, denn sie bemaßen den Erfolg der EZB anfangs am erreichten Renditerückgang. Dies führte konsequenterweise zu der Annahme, dass die EZB einen zu frühen Wiederanstieg der Renditen mit ihrer Marktmacht verhindern würde.

Erst die Erfahrung des Renditeanstiegs seit Mitte April widerlegte diese These und erinnerte uns daran, dass extrem niedrige oder gar negative Renditen eher Mittel zum Zweck als Ziel der EZB sind. Tatsächlich hat sie die Anleihekäufe eingeführt,

- um deflationäre Tendenzen zu bekämpfen,
- um mit Hilfe niedrigerer Zinsen und Renditen
- die Kreditvergabe an den privaten Sektor anzukurbeln und
- zusätzlich durch eine Abwertung des Euro
- die EWU-Konjunktur zu stützen.

Niedrige Renditen sind also mitnichten ein Selbstzweck, sondern dienen höchstens dem Ziel, die Inflationserwartungen zu stabilisieren, die bis Anfang des Jahres deutlich unter ein akzeptables Niveau gefallen waren, und ein Abrutschen der Eurozone in eine deflationäre Spirale zu verhindern. Damit ist aber weder ein explizites noch ein implizites Renditeziel um oder gar unter Null verbunden.

Ein nachhaltiger sich verselbstständigender Abwärtstrend der Renditen würde im Gegenteil implizieren, dass die Marktteilnehmer der EZB nicht zutrauen, ihr eigentliches Ziel zu erreichen. Denn eine erfolgreiche Reflationierung der Eurozone ist mit Renditen unter 0% kaum vereinbar. Daher müsste der Renditeanstieg seit der zweiten Aprilhälfte eigentlich als willkommene Bestätigung für die EZB-Politik verstanden werden, nicht als Zeichen ihres Scheiterns.

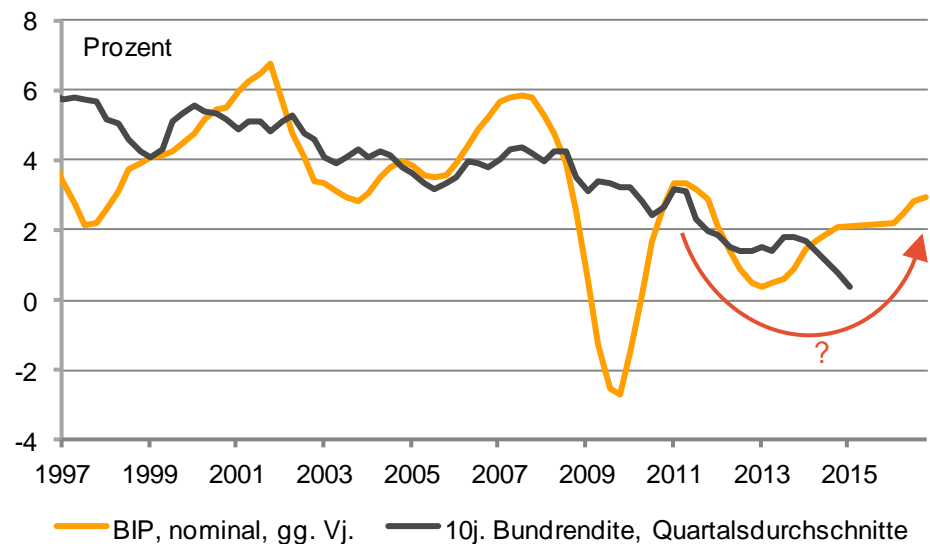
Das würde zu den oben genannten Beobachtungen passen:

- Die Kreditvergabebedingungen in der Eurozone verbessern sich und das Kreditwachstum beginnt langsam, sich zu erholen,
- viele Konjunkturindikatoren deuten auf eine Verbesserung der wirtschaftlichen Lage auch in den Problem- und Programmländern hin,
- sowohl umfragebasierte Maße als auch Finanzmarktdaten deuten eine Normalisierung der Inflationserwartungen an,
- und zuletzt ist sogar die Inflationsrate selbst in der Eurozone wieder leicht angestiegen.

Auch hier gilt natürlich das Sprichwort: „Eine Schwalbe macht noch keinen Sommer“. Und wie bereits beschrieben, ist noch nicht klar, wie nachhaltig die positiven Signale sind. Insofern ist der Renditeanstieg bei EWU-Staatsanleihen seit April nicht mit einer dramatischen Veränderung der fundamentalen Gegebenheiten zu erklären. Er stellt für uns eher die Korrektur einer vorangegangenen Fehlbewertung (nach unten) dar als eine Bewegung hin zu einer neuen (nach oben).

Diese Aussage lässt sich anhand der derzeitigen Euroland-Prognosen illustrieren: Im Mittel erwarten die von Bloomberg regelmäßig befragten Volkswirte ein Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes (BIP) der Eurozone von 1,7% im kommenden Jahr. Die Konsensprognose für die Inflation 2016 steht bei 1,3%. In Summe entspricht dies einem erwarteten nominalen Wachstum von etwa 3%. Das wäre der beste Wert seit 2011 und kaum vereinbar mit Renditen von 0% oder gar darunter.

Treibt Reflation die Renditen?



Quelle: Macrobond, Meriten Investment Management, 06/2015; BIP ab Q1 2015: Prognose

Angesichts der Marktverzerrung durch EZB-APP kann man nicht davon ausgehen, dass sich die Bondrenditen ausschließlich an historischen Mustern orientieren. Die Grafik zeigt zudem, dass ihr Zusammenhang mit nominalem Wachstum in den vergangenen knapp 20 Jahren eher locker war.

Allerdings implizieren die heutigen Prognosen eine merkliche Reflationierung der Eurozone, die zumindest teilweise vom Markt eskomptiert werden dürfte. Dass die Renditen jüngst trotz beschleunigter EZB-Käufe gestiegen sind zeigt, dass ökonomische Erwartungen der Marktteilnehmer eben doch eine Rolle spielen – auch in Zeiten von QE.

Phasen, in denen nominale Renditen deutlich unterhalb des nominalen Wachstums liegen, waren historisch betrachtet eher selten. Wir gehen aber davon aus, dass die EZB die Mittel und den Willen hat, den gerade beginnenden Aufschwung dadurch zu unterstützen, dass sie eine solche Konstellation auch über den Prognosehorizont hinaus aufrechterhalten wird. Durch APP dürfte sie in der Lage sein, die Bondrenditen auch auf längere Sicht unterhalb des nominalen Wachstumstempos zu halten.

Das bedeutet aber eben nicht, dass Renditen nachhaltig bei 0% liegen werden. In dem Maße, in dem sich Wachstums- und Inflationsprognosen bestätigen, dürften ihnen auch die Renditen richtungsmäßig folgen. Das impliziert keinen Rentencrash, nach dem wir im Titel gefragt hatten, aber doch potenziell weiter steigende Renditen, die auf Sicht von einem Jahr auch wieder sehr deutlich über einem Prozent liegen könnten.

Wichtige Kundeninformation

Vorliegendes Dokument wurde durch die Meriten Investment Management GmbH (Meriten Investment Management), die der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt, erstellt.

Es beinhaltet weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zu einem Angebot durch Personen oder in einer Rechtsordnung, nach deren Vorschriften ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig oder die entsprechende Person zur Abgabe eines solchen Angebotes oder einer solchen Aufforderung nicht ermächtigt wäre. Es beinhaltet auch kein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung gegenüber Personen, gegenüber welchen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig abgegeben werden dürfte. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern. Die vorliegende Präsentation dient lediglich der Kundeninformation und stellt naturgemäß keine steuerliche Beratung dar. Wir empfehlen den Kunden, einen Vertreter der steuerberatenden Berufe aufzusuchen.

Die Angaben in diesem Dokument sind öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten, doch können wir weder zusichern noch garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig oder für alle Zwecke geeignet sind, und sie sollten nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen genommen werden. Alle hierin enthaltenen Meinungen und Schätzungen, einschließlich der Renditeprognosen, beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend herausstellen. Darüber hinaus können Anlagen auf internationalen Märkten durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, einschließlich politischer und sozialer Umstände, diplomatischer Beziehungen, Beschränkungen oder Entzug von Geldmitteln oder Vermögenswerten oder der Auferlegung (oder Änderung) von Devisenkontrollen oder Steuervorschriften auf diesen Märkten. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen oder Schätzungen spiegeln unsere Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Außerdem unterliegen Anlagen in einer anderen Währung Wechselkursänderungen, die sich auf den Wert, Preis oder die Rendite der Anlage negativ auswirken können. Die Meriten Investment Management GmbH oder mit ihr verbundene Unternehmen dürfen Kauf- oder Verkaufspositionen in den hierin genannten Wertpapieren oder damit verbundene Termingeschäfte oder Optionen halten, solche Wertpapiere kaufen oder verkaufen, sich als Marketmaker oder auf andere Weise in einem sonstigen Geschäft mit diesen Wertpapieren engagieren und Courtage oder andere Vergütungen dafür erhalten. Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden, und es wird keine - ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben.

Dieses Dokument soll nur der Information derjenigen dienen, an die es ausgegeben wird. Die Meriten Investment Management GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die sich aus der Nutzung des gesamten Dokuments oder eines Teiles davon ergeben. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Meriten Investment Management GmbH reproduziert oder weiter versandt werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

Sollte der Fonds Anlagen in einer Währung tätigen, die nicht der Heimatwährung des Investors entspricht, kann der Anteilswert zusätzlichen Wechselkursschwankungen unterliegen. Der Wert der Anteile und der Ertrag daraus können sowohl fallen als auch steigen, und ein Investor erhält unter Umständen nicht den angelegten Betrag zurück.

Anlagen in Investmentfonds sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und Halbjahresbericht sowie den Wesentlichen Anlegerinformationen kostenlos bei der Meriten Investment Management GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf oder unter www.meriten.de bezogen werden.

Dieses Material ist nur für professionelle Kunden bestimmt und nicht zur Aushändigung an Privatkunden gedacht bzw. darf von diesen nicht als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Sollte die Meriten Investment Management GmbH Rabatte auf Verwaltungsvergütungen von Zielfonds oder anderen Vermögenswerten als Rückvergütung erhalten, so trägt sie dafür Sorge, dass diese dem Investor bzw. dem Fonds zugeführt werden. Erbringt die Meriten Investment Management GmbH Leistungen für ein Investmentprodukt einer dritten Gesellschaft, so erhält die Meriten Investment Management GmbH hierfür eine Vergütung von dieser Gesellschaft. Typische Leistungen sind das Investment Management für oder der Vertrieb von Fonds anderer Investmentgesellschaften. Üblicherweise berechnet sich die Vergütung als prozentualer Anteil an der Verwaltungsvergütung (bis zu 100%) des betreffenden Fonds bezogen auf das durch die Meriten Investment Management GmbH verwaltete oder vertriebene Fondsvolumen. Hieraus kann das Risiko einer nicht interessengerechten Beratung resultieren. Die Höhe der Verwaltungsvergütung kann dem Verkaufsprospekt des jeweiligen Fonds entnommen werden. Auf Anfrage werden wir Ihnen weitere Einzelheiten hierzu mitteilen.

Diese Mitteilung richtet sich nicht an Personen im Vereinigten Königreich und darf nicht deren Anlageentscheidungen zugrunde liegen. Darüber hinaus richtet sie sich nur an Personen mit Sitz in Staaten, in denen die betreffenden Fonds zum Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Die Anteile dieses Fonds sind insbesondere nicht gemäß dem US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in seiner aktuellen Fassung zugelassen und dürfen daher weder innerhalb der USA noch US-Bürgern oder in den USA ansässigen Personen zum Kauf angeboten oder verkauft werden.

Diese Publikation dient als Marketinginstrument. Die gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen sind nicht eingehalten. Ein Verbot des Handelns der besprochenen Finanzprodukte vor der Veröffentlichung dieser Darstellung besteht nicht.

Copyright © 2014 Morningstar. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen, Daten und ausgedrückten Meinungen ("Informationen"): (1) sind das Eigentum von Morningstar und/oder seiner Inhaltelieferanten und stellen keine Anlageberatung oder die Empfehlung, bestimmte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, dar, (2) dürfen ohne eine ausdrückliche Lizenz weder kopiert noch verteilt werden und (3) werden ihre Genauigkeit, Vollständigkeit und Aktualität nicht zugesichert. Morningstar behält sich vor, für den Zugang zu diesen Ratings und/oder Rating-Berichten Gebühren zu erheben. Weder Morningstar noch seine Inhaltelieferanten sind für Schäden oder Verluste verantwortlich, die aus der Verwendung von Ratings, Rating-Berichten oder hierin enthaltenen Informationen herrühren.

189Q22015