

21. August 2019



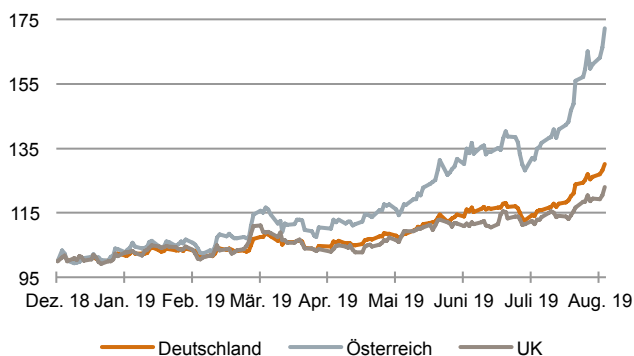
Dr. Martin W. Hüfner  
Chief Economist

- > Am Bondmarkt konnte man in diesem Jahr zum Teil exorbitant hohe Erträge erzielen.
- > Grund waren die starken Zinssenkungen, die bei langen Laufzeiten zu starken Kurssteigerungen führten.
- > Es gibt gute Gründe, dass die Zinsen noch weiter nach unten gehen.

In der vorigen Woche sah ich in der Financial Times eine Grafik, die mich beinahe vom Stuhl gehauen hätte. Sie zeigt die Rendite von Anlagen in 30-jährigen Bundesanleihen, 50-jährigen Anleihen in britischen Staatsanleihen und der 100-jährigen Anleihe Österreichs aus dem Jahr 2017. Die Österreich-Anleihe brachte den Anlegern seit Beginn diesen Jahres sage und schreibe ein Plus von 66 % (Total Return). Sie war damit eine der besten Anlagen am Kapitalmarkt überhaupt. Mit 30-jährigen Bundesanleihen konnte man immerhin 28 % verdienen, mit britischen 50-jährigen 22 %. Siehe Grafik.

#### REKORDRENDITEN BEI BONDS

100-j. Bonds Österreich, 30-j. Bonds Deutschland, 50-j. Bonds UK;  
31.12.18 = 100



Quelle: Bloomberg

Das Ganze passierte in einem Umfeld, in dem alle über die niedrigen Zinsen, zum Teil sogar Minuszinsen bei Festverzinslichen, klagen und den Bondmarkt für unattraktiv hielten. Experten warnen gerade vor langlaufenden Anleihen wegen der damit verbundenen Kursrisiken.

Wie ist dieser Widerspruch zu erklären? Um das zu verstehen, muss man sich die Zusammensetzung der Rendite von Anleihen klarmachen. Sie besteht aus drei Komponenten. Das eine ist der Kupon. Er beträgt im Falle der 100-jährigen Österreich-Anleihe 2,1 %. Das ist gemessen an anderen Anlageformen derzeit ganz ordentlich. Es ist aber meilenweit entfernt von der genannten Gesamt-Performance der Anleihe in diesem Jahr. Damit kann man die Performance nicht begründen.

Das gleiche gilt für die zweite Komponente der Rendite, dem Kurs der Anleihe. Er stellt sich für die erste Tranche der Österreich-Anleihe derzeit auf knapp 200. Wer das Papier heute kauft und bis zum Ende der Laufzeit hält, bekommt dann nur noch die Hälfte des investierten Kapitals zurück. Die jährliche Rendite beträgt nur noch 0,7 %. Das ist noch weniger als der Kupon. Auch damit kann man keinen Blumentopf gewinnen.

Bleibt die dritte Komponente, die Kursveränderung. Sie ist entscheidend. Am Jahresanfang lag der Kurs der Österreich-Anleihe bei knapp 120, heute notiert er bei etwas unter 200. Das ist ein Plus von über 60 %. Dahinter steht die Kombination von sinkenden Zinsen und einer langen Laufzeit. Bei Bonds mit kürzeren Laufzeiten waren die Kursänderungen geringer.

Hier liegt allerdings auch der Pferdefuß. Wenn die Zinsen einmal nicht mehr sinken, sondern sich erhöhen sollten, dann gehen die Anleihekurse nach unten, und zwar bei den langen Laufzeiten sehr viel stärker als bei kurzen. Das muss jeder Anleger wissen. Daher auch die Empfehlung für risiko-averse Investoren (und das sind viele Halter von Bonds), im Zweifel eher kürzere Laufzeiten zu wählen. Da kann man nicht so viel verdienen, aber auch nicht so viel verlieren.

Wie geht es nun weiter? Viele meinen, dass bei den erreichten Kursen die "Luft raus ist". Weiter können die Kurse nicht steigen beziehungsweise weiter können die Zinsen nicht sinken. Bereits jetzt weist ein Viertel aller weltweit umlaufenden Bonds Minuszinsen auf. Das sind Papiere im Wert von USD 15.000 Mrd. Das hat es meines Wissens noch nie gegeben. Sollte man solche Papiere jetzt nicht lieber verkaufen und die Gewinne mitnehmen?

»Die Minuszinsen [...] sind also keine Verirrung des Marktes.«

Ich bin nicht so skeptisch. Natürlich gibt es auch am Bondmarkt Schwankungen. Nach der Rallye der letzten Wochen könnte es eine technische Reaktion geben. Andererseits gibt es gute Gründe, dass die Zinsen noch weiter nach unten gehen.

**Erstens** sind die Zentralbanken sowohl in den USA als auch in Europa und anderen Staaten gerade dabei, ihre Politik erneut zu lockern. Das bedeutet auch Auftrieb für Bondkurse.

**Zweitens** mehren sich die Zeichen, dass sich die Weltkonjunktur weiter abschwächt. Selbst in den USA, die derzeit noch ordentlich wachsen, könnte es zu einer Rezession kommen. Wenn das eintritt, dann können auch die amerikanischen Zinsen unter Null sinken.

**Drittens:** Bei langsamerem Wachstum wird auch die Inflation sinken. Es können Deflationsängste aufkommen, die die Zinsen weiter nach unten drücken.

**Viertens** schließlich eine theoretische Überlegung: Der Zins ist bekanntlich der Preis der Zukunft relativ zur Gegenwart. Im Allgemeinen geht man davon aus, dass die Menschen Gegenwartskonsum gegenüber dem Konsum in der Zukunft bevorzugen. Die Zeitpräferenz ist positiv. Daher ist auch der Zins positiv. Das muss aber nicht so sein. Es gibt in den modernen Gesellschaften zunehmend Tendenzen einer negativen Zeitpräferenz. In Zeiten der demografischen Alterung beispielsweise schränken immer mehr Menschen den

Gegenwartskonsum ein, um später in der Rente mehr Geld zur Verfügung zu haben. In Umweltfragen geht es vielfach darum, den Verbrauch heute zu reduzieren, um die Erde morgen für unsere Kinder besser zu machen. In all diesen Fällen wird der Zukunftskonsum gegenüber dem Gegenwartskonsum bevorzugt. Unter diesen Bedingungen kann auch der Zins negativ sein.

Die Minuszinsen, die wir derzeit am Markt sehen, sind also keine Verirrung des Marktes. Wir sollten uns also nicht darauf verlassen, dass sie schnell wieder steigen. Es kann auch anders kommen. Das eröffnet Chancen für weitere Kurssteigerungen am Bondmarkt.

## Für den Anleger

Bonds haben eine Sicherheits- und eine Risikokomponente. Wer auf Sicherheit setzt, muss niedrigere Zinsen in Kauf nehmen und sollte kürzere Laufzeiten wählen, um keine zu großen Kursrisiken einzugehen. Wer Risiken einzugehen bereit ist, kann mit langen Laufzeiten zocken und dabei viel Geld verdienen (aber auch verlieren).

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.