



Anleihen USA: Renditen drohen nach unten auszubrechen – Konjunkturerholung bleibt fragil

Trotz der fortschreitenden Reduktionen der Anleihekäufe der US-Notenbank („tapering“) sind die Renditen für langlaufende US-Staatsanleihen seit Jahresbeginn deutlich zurückgekommen. Nachdem sie in den letzten vier Monaten in einer ungewöhnlich engen Spanne zwischen 2,60 und 2,80 % schwankten, war ein Ausbruch aus dieser Bandbreite früher oder später fast unvermeidlich. Zur Überraschung der allermeisten Marktteilnehmer scheint dieser Ausbruch aber nun nach unten zu erfolgen, nicht nach oben. Mehrere Gründe könnte es dafür geben. So waren die letzten Wochen von überwiegend schwächeren US-Konjunkturdaten geprägt (auch wenn dies allenthalben auf Wettereinflüsse geschoben wird). Hinzu kamen geopolitische Spannungen in und um die Ukraine. Am wichtigsten jedoch dürfte sein, dass derzeit nahezu alle Marktteilnehmer auf mehr oder minder stark steigende Renditen positioniert sind. Auch von fast allen Mainstream-Ökonomen wird das erwartet und eine Rezession für die USA hat niemand auf dem Radarschirm. Die Wirtschaftsexperten einer namhaften US-Großbank meinen gar, dass es auch in den kommenden 10 Jahren möglicherweise keine Rezession mehr in den USA geben werde. Das erinnert irgendwie an die euphorische Stimmung Ende der 1990er, als man glaubte, dass die FED erfolgreich den Konjunkturzyklus „abgeschafft“ habe. Das erwies sich damals wenig später als reines Wunschdenken. Auch wenn die USA unter den Industrienationen auf absehbare Zeit die besten konjunkturellen Aussichten haben – ein derart dauerhafter Boom ist unwahrscheinlich. Man sollte sich diesbezüglich zwei Dinge vor Augen führen: Die letzte Rezession liegt bereits recht lange zurück – die nächste wäre also demnächst fast „überfällig“. Wichtiger noch: die heutige Situation ist Resultat des größten monetären und fiskalischen Stimulus aller Zeiten und gemessen daran ist das Wachstumsbild weiterhin enttäuschend.

Der mittelfristige, zyklische Konjunkturausblick für die USA bleibt gleichwohl positiv, auch wenn sich die Wirtschaft zuletzt erheblich schwächer entwickelte als vom Analystenkonsens vorhergesagt. Im ersten Quartal 2014 dürfte die Wirtschaft sogar geschrumpft sein. Zumeist wird dafür das Wetter (strenger Winter in weiten Teilen der USA) verantwortlich gemacht. Es gibt jedoch Anzeichen, dass dies nicht allein dem Wetter geschuldet ist, sondern unter anderem auch eine (durchaus vorhersehbare) Folge stagnierender verfügbarer Einkommen für breite Bevölkerungsschichten ist. Der seit langem erwartete Investitionsschub seitens der US-Unternehmen lässt zudem weiterhin auf sich warten und es gibt gute Argumente dafür, dass sich daran auch in den kommenden Monaten nicht viel ändern wird. Unabhängig davon ist ein leichtes Anziehen der Konjunkturdynamik in den kommenden Quartalen aber nahezu sicher. Ob das reichen wird, um die Analystenprognosen vom Jahresanfang (3 % reales Jahreswachstum) zu erfüllen, das ist noch offen.

Interessant ist übrigens, dass Belgien plötzlich zum drittgrößten Halter von US-Staatsanleihen aufgestiegen ist. Es hält derzeit US-Treasuries im Wert von 380 Mrd. Dollar - das entspricht ca. 50 % des belgischen BIP! Allein seit Oktober 2013 wurden für rund 200 Mrd. Dollar US-Treasuries erworben. Da dies nicht wirklich belgische Käufer sein können, stellt sich die bislang ungeklärte Frage, wer stattdessen dahinter steckt und belgische Banken nutzt?

Fazit: 10jährige US-Staatsanleihen sind dabei, aus ihrer zuletzt recht engen Handelsspanne nach unten auszubrechen. Zugleich scheint das weitere Abwärtspotential aus heutiger Sicht aber recht begrenzt zu sein. Möglicherweise werden sich die Renditen in den kommenden Monaten daher in einer etwas breiteren Spanne zwischen 2,20 und 3,00 % bewegen.

US-Renditen im Sinkflug – Mehrheit der Marktteilnehmer auf dem falschen Fuß erwischt

Keine Rezession mehr in den USA bis 2025?

Schrumpfende US-Wirtschaft im ersten Quartal

Belgien nun drittgrößter „Besitzer“ von US-Staatsanleihen



Anleihen Europa: Deflationssorgen nehmen zu – EZB diskutiert Gegenmaßnahmen

Die Konjunktur in der Eurozone zeigt weitere zaghafte Aufwärtstendenzen - für 2014 könnte es ca. 1% reales Wachstum geben. Wie nachhaltig dieser Aufschwung tatsächlich sein wird, bleibt aber abzuwarten. Die wirtschaftlichen Ungleichgewichte in der Eurozone sind ebenso wenig verschwunden wie die zu dünne Kapitaldecke des Bankensystems. Die massiv gesunkenen Renditeaufschläge für die Peripheriestaaten spiegeln die Interventionsbereitschaft der EZB wider – jedoch nicht im Entferntesten die tatsächliche wirtschaftliche Verfassung dieser Staaten. Auf dem Papier (BIP-Daten, Budgetdefizite, relative Wettbewerbsfähigkeit) ist dort zwar zweifellos eine leichte Besserung zu verzeichnen. Betrachtet man die teilweise katastrophal hohe Arbeitslosigkeit, die weiter zunehmenden notleidenden Kredite und die weiterhin ansteigende Staatsverschuldung, dann relativieren sich diese oberflächlichen Verbesserungstendenzen.

Die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor ist nahezu in der gesamten Eurozone weiterhin schwach. Zugleich sinkt die Inflation in der gesamten EU weiter und beträgt nur noch 0,5 % p.a. Dementsprechend werden zunehmend Ängste vor deflationären Entwicklungen auch außerhalb der Peripherie laut. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass Japan und inzwischen zunehmend auch China Deflationspotential in die gesamte Welt exportieren. Im Zuge dessen sind die Renditen für zehnjährige deutsche Bundesanleihen auf nur noch 1,3 % gesunken und die EZB diskutiert weitere geldpolitische Lockerungen. Allerdings ist sie sich offenkundig auch bewusst, dass diese realwirtschaftlich noch weniger wirksam sein würden als die QE-Programme der FED in den USA und selbst dort wird deren volkswirtschaftlicher Nutzen inzwischen ja massiv angezweifelt. Daher dürften wohl notfalls andere Maßnahmen ergriffen werden – beispielsweise Strafzinsen auf Einlagen der Banken bei der EZB, was die Banken wiederum dazu animieren würde, ihre freien Geldmittel anderweitig anzulegen. Ob sie diese dann aber in realwirtschaftliche Investitionen stecken werden oder eher Staatsanleihen und andere Finanzinstrumente damit kaufen werden, ist derzeit völlig offen. Euro-Staatsanleihen (Kern und Peripherie) sollte dies aber bis auf weiteres unterstützen, ebenso Euro-Unternehmensanleihen. Gerade bei letzteren ist die Luft aber auch bereits sehr dünn. Unter absoluten Bewertungsaspekten bieten sowohl Investmentgrade Unternehmensanleihen als auch High Yield Papiere kein attraktives Risiko-Ertrags-Profil mehr. Dennoch könnten die Kurse noch weiter steigen – getrieben von Investoren auf der Jagd nach wenigstens geringfügigen Mehrerträgen in einer Welt dauerhafter Nullzinspolitik.

Größtes Risiko, vor allem im High Yield-Segment, wäre aus heutiger Sicht eine kräftige Abschwächung der Konjunktur in der Eurozone. Eine solche Entwicklung ist aktuell zwar nicht abzusehen. Sie könnte jedoch beispielsweise dann eintreten, wenn sich die Konfrontation zwischen NATO/EU und Russland weiter verschärft und gegenseitig Wirtschaftssanktionen in größerem Umfang verhängt werden. Aus EU-Sicht wäre das zwar widersinnig. Doch seitens der USA wird diesbezüglich bereits erheblicher Druck auf Europa ausgeübt. Immerhin geht es in dieser Konfrontation (ähnlich wie im weiter schwelenden Syrienkonflikt) sowohl für die USA als auch für Russland um erhebliche geostrategische und ökonomische Interessen.

Staatsanleihen Japan: Ist „Abénomics“ bereits gescheitert?

Die japanische Notenbank (BoJ) kauft seit April 2013 in hohem Umfang Staatsanleihen und andere Finanzinstrumente und parallel dazu stellte Regierungschef Abé weitreichende wirtschaftliche Reformen und Maßnahmen zur Konjunkturankurbelung in Aussicht. Von den

Eurozone weiter auf Kurs zu leichtem Wachstum – grundlegende Wirtschafts- und Verschuldungsprobleme bestehen aber weiter

QE-Programme analog zu den USA dürften für Europa wenig sinnvoll sein

Nahezu alle Euro-Anleihen sind inzwischen recht teuer



Anfangserfolge von Abénomics verpuffen zusehends – angekündigte Reformen bleiben bislang weitgehend aus

Nächste gezielte Schwächung des Yen wohl nur eine Frage der Zeit

Erholung bei EM-Anleihen; wieder leichte Mittelzuflüsse

Assetklasse auf relativer Basis attraktiv, kräftiger Kursaufschwung bei EM-Anleihen bis auf weiteres aber unwahrscheinlich

Medien wurde dafür der Terminus „Abénomics“ geprägt. Nach anfänglichen Teilerfolgen macht sich zunehmend Ernüchterung breit. Die vor allem mittels einer gezielten Schwächung des Yen erkaufte leichte Wachstumsbeschleunigung scheint ihren Höhepunkt bereits überschritten zu haben. Die Industrieproduktion verzeichnete jüngst sogar den stärksten monatlichen Rückgang seit der Tsunami-Katastrophe 2011. Der private Konsum entwickelte sich zuletzt zwar deutlich besser, doch dürfte das zum Teil auf vorgezogene Käufe vor der anstehenden kräftigen Erhöhung der Mehrwertsteuer zurückzuführen sein. Ungebrochen negativ bleibt der Trend bei der Handelsbilanz, vor allem aufgrund der deutlich verteuerten und vom Umfang stark gewachsenen Energieimporte (schwächerer Yen, Abschaltung fast aller Atomkraftwerke seit der Fukushima-Katastrophe). Das angestrebte Inflationsziel von 2 % p.a. rückt zwar allmählich in greifbare Nähe. Allerdings ist das vor allem eine Folge steigender Import- und Energiepreise und das parallel dazu angestrebte Lohnwachstum bleibt bislang fast völlig aus. Damit fehlt ein zentraler Pfeiler des angestrebten wirtschaftlichen Aufschwungs. Auch für die katastrophale Schuldensituation Japans ist „Abénomics“ bislang überhaupt kein Heilmittel und von den zu Beginn angekündigten tiefgreifenden Reformen ist kaum etwas zu sehen. Eine extrem lockere Geldpolitik und die weitere Schwächung des Yen dürften sich damit noch lange Zeit fortsetzen, auch wenn sich die BoJ jüngst eher gegen eine Ausweitung dieser Maßnahmen aussprach. Doch nachdem der Yen bereits seit vielen Monaten eher wieder stärker als schwächer wird, dürfte der Notenbank spätestens im kommenden Jahr kaum etwas anderes übrig bleiben, als eine neuerliche - und vermutlich noch massivere - Schwächungskampagne gegen den Yen zu starten. Möglicherweise erfolgen dann zusätzliche Maßnahmen, um japanische Kapitalanleger dazu zu bringen, mehr von ihrem Geld im Ausland zu investieren.

Emerging Markets-Anleihen: Stabilisierung, doch noch keine Trendwende

Der zum Jahreswechsel einsetzende neuerliche Abwärtsschub bei Anleihen und Währungen vieler Schwellenländer hat sich in den letzten Monaten zumeist nicht mehr fortgesetzt. Stattdessen sind eine Stabilisierung und Erholung und auch wieder neue Mittelzuflüsse zu beobachten. Es wäre aber verfrüht, bereits vollständig Entwarnung zu geben. Die kommenden Quartale könnten weiter von relativ hoher Volatilität gekennzeichnet sein – in starkem Kontrast zu den immer schwankungsärmeren Finanzmärkten der meisten entwickelten Industrienationen (Anleihen, Aktien). Im Fokus dürften vor allem die Entwicklungen in China bleiben. Die markante Abschwächung des Renminbi in den letzten Wochen könnte neuen Sprengstoff für die Devisenmärkte bringen, wenn sie sich weiter fortsetzt. Denn dann könnten auch andere Schwellenländerwährungen neuerlich unter Druck geraten. Zugleich ist Chinas weitere wirtschaftliche Entwicklung von enormer Bedeutung für die Konjunktur fast aller Emerging Markets (EM).

Die meisten und wichtigsten Schwellenländer sollten letztlich finanziell in der Lage sein, ihre Währungen zu stabilisieren. Bei Anleihen einzelner Schwellenländer bieten sich durchaus bereits attraktive Risiko-Ertragskonstellationen, vor allem relativ zu Anleihen der USA oder der Eurozone. Markante Renditerückgänge sind aber derzeit nicht zu erwarten.

Währungen: Yen bleibt relativ stark – Chinas Währung rückt in den Fokus

Der japanische Yen setzt seine Erholung fort, trotz anhaltend hoher Handelsbilanzdefizite. Das dürfte vor allem auf die nach wie vor bestehende extrem massive Marktpositionierung auf einen fallenden Yen zurückzuführen sein. Es scheint derzeit einfach nicht mehr genügend



Yen hält sich hartnäckig auf höheren Kursniveaus

Verkaufsdruck zu geben, zumal japanische Kapitalanleger bislang kaum dazu neigen Vermögenswerte im Ausland erwerben. Am grundlegenden negativen fundamentalen Umfeld für den Yen hat sich andererseits jedoch nichts geändert. Japan dürfte langfristig einen erheblich tieferen Wechselkurs benötigen, um seine gewaltigen finanziellen und wirtschaftlichen Herausforderungen bewältigen zu können. Daher könnte es innerhalb der kommenden 6-12 Monate durchaus weitere Maßnahmen der Notenbank geben, um den Yen wieder zu drücken.

Chinesische Währung schwächt sich überraschend ab

Das könnte umso schneller geschehen, je länger sich die für viele überraschende Abschwächung des chinesischen Renminbi fortsetzt. Auch hier bestand weitgehend eine „Einbahnstraßen-Mentalität“ unter vielen Investoren und Spekulanten – weithin wurde mit einer weiteren, allmählichen Aufwertung gerechnet. Mit den zunehmenden Problemen in Chinas Wirtschaft und Finanzsystem ging es jedoch stattdessen in die Gegenrichtung und diese Bewegung könnte noch erheblich weiter laufen. Sollte Chinas Währung tatsächlich markant weiter abwerten, dann hätte dies gravierende Folgen für die Wettbewerbsfähigkeit vieler nicht-chinesischer Unternehmen weltweit und würde höchstwahrscheinlich einen weiteren deflationären Schub für die Weltwirtschaft hervorrufen.

Euro/US-Dollar: wenig Bewegung

Wenig Bewegung herrscht weiterhin beim Euro zum US-Dollar. Alle verbalen Interventionen der EZB haben den Kurs bislang nicht wesentlich nach unten drücken können. Zugleich scheint derzeit aber nach oben hin bei ca. 1,40 auch eine starke Barriere zu liegen.

Gold: derzeit kein Katalysator für neuen, Kursanstieg erkennbar

Nachdem der Goldpreis 2013 einen heftigen Einbruch (rund 30 % in US-Dollar gerechnet) verzeichnet hatte, ist in den letzten Monaten eine Stabilisierung und Bodenbildung zu beobachten. Auch wenn wir derzeit nicht von einem raschen neuen Kursaufschwung beim Gold ausgehen, ist der langfristige Aufwärtstrend beim Gold weiter intakt. Nach einem Jahrzehnt steigender Goldnotierungen ist auch eine kräftige Korrektur, wie sie im vergangenen Jahr erfolgte, nicht ungewöhnlich. Zugleich ist derzeit aber auch kein echter Katalysator zu erkennen, der den Goldpreis wieder kräftiger nach oben ziehen könnte.

Schlüsseldaten (Stand 19.05.2014, Quelle: Bloomberg)

Renditen (Staat, 10 Jahre)		Wechselkurse:	
USA	2,51 %	EUR/USD	1,3717
Japan	0,60 %	USD/JPY	101,27
Deutschland	1,34 %	USD/RMB	6,2373
ITA/ESP/GRE	3,14 % / 3,00 % / 6,60 %	Gold (USD/oz)	1299
Emerg. Mkts. (JPM EMBI, Duration-gewichtet)	5,26 % (Duration ca. 6,84 Jahre)		

Mai 2014

Regelmäßig erscheinender Bericht zu den globalen
Anleihemärkten

bondreport



Seite 5 von 5

Diese Unterlage wurde erstellt und gestaltet von der Raiffeisen International Fund Advisory GmbH, Wien, Österreich („Raiffeisen Capital Management“ bzw. „RIFA“). Die darin enthaltenen Angaben dienen, trotz sorgfältiger Recherchen, lediglich der unverbindlichen Information, basieren auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit von der RIFA ohne weitere Benachrichtigung geändert werden. Jegliche Haftung der RIFA im Zusammenhang mit dieser Unterlage oder der darauf basierenden Verbalpräsentation, insbesondere betreffend Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen oder für das Eintreten darin erstellter Prognosen, ist ausgeschlossen. Ebenso stellen allfällige Prognosen bzw. Simulationen einer früheren Wertentwicklung in dieser Unterlage keinen verlässlichen Indikator für künftige Wertentwicklungen dar. Weiters werden Anleger mit anderer Heimatwährung als der Fondswährung darauf hingewiesen, dass die Rendite zusätzlich aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen kann.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder ein Angebot, eine Kauf- oder Verkaufsempfehlung noch eine Anlageanalyse dar. Sie dienen insbesondere nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Sollten Sie Interesse an einem konkreten Produkt haben, stehen wir Ihnen gerne neben Ihrem Bankbetreuer zur Verfügung, Ihnen vor einem allfälligen Erwerb den vollständigen Prospekt zur Information zu übermitteln. Jede konkrete Veranlagung sollte erst nach einem Beratungsgespräch und der Besprechung bzw. Durchsicht des vollständigen Prospektes erfolgen. Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Wertpapiergeschäfte zum Teil hohe Risiken in sich bergen und die steuerliche Behandlung von den persönlichen Verhältnissen abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann.

Die Performance von Investmentfonds wird von der Raiffeisen Kapitalanlage GmbH bzw. von Immobilienfonds von der Raiffeisen Immobilien Kapitalanlage GmbH entsprechend der OeKB-Methode basierend auf Daten der Depotbank berechnet (bei der Aussetzung der Auszahlung des Rückgabepreises unter Rückgriff auf allfällige, indikative Werte). Bei der Berechnung der Wertentwicklung werden individuelle Kosten wie insbesondere die Höhe des Ausgabeaufschlages bzw. eines allfälligen Rücknahmeabschlages nicht berücksichtigt. Diese wirken sich bei Berücksichtigung in Abhängigkeit der konkreten Höhe entsprechend mindernd auf die Wertentwicklung aus. Die maximale Höhe des Ausgabeaufschlages bzw. eines allfälligen Rücknahmeabschlages kann dem vereinfachten Prospekt entnommen werden. Performanceergebnisse der Vergangenheit lassen keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds oder Portfolios zu. Wertentwicklung in Prozent (ohne Spesen) unter Berücksichtigung der Wiederveranlagung der Ausschüttung. Der veröffentlichte Prospekt sowie das Kundeninformationsdokument (Wesentliche Anlegerinformationen) bzw. der vereinfachte Prospekt eines in dieser Unterlage beschriebenen Investmentfonds stehen unter www.rcm-international.com in englischer Sprache bzw. in Ihrer Landessprache zur Verfügung.

Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial aus dieser Unterlage bedarf der vorherigen Zustimmung der RIFA. Redaktionsschluss: 30.04.2013