



## Anleihen USA: (Wann) Kommt die erste Zinsanhebung der FED?

US-Renditen setzen  
Abwärtstrend fort trotz  
zuletzt stärkerer  
Konjunkturdaten

Erste Zinsanhebung der  
FED im März/Juni 2015?

Trotz der fortschreitenden Reduktionen der Anleihekäufe der US-Notenbank („tapering“) zeigen die Renditen für langlaufende US-Staatsanleihen keine Anzeichen für einen Anstieg. Im Gegenteil, seit dem Jahreswechsel sind sie kräftig gefallen und das trotz zuletzt wieder stärkerer Konjunkturdaten und einer Inflationsrate, die sich fast exakt auf dem Zielniveau der Fed (ca. 2 %) befindet. Den ursprünglich von der Notenbank benannte Zielwert hat auch die Arbeitslosenquote längst erreicht und sogar deutlich übertroffen. Die Frage ist, wann die FED angesichts dessen die erste Zinsanhebung vornehmen will bzw. muss? Gepreist wird ein erster Zinsschritt derzeit für März/Juni 2015. Doch kommt es tatsächlich schon in rund 6-9 Monaten dazu? Im Gegensatz zu ihrem Vorgänger versucht FED-Chefin Yellen die Märkte, etwas mehr im Unklaren zu lassen. Sie deutete aber an, dass die Fed im Zweifelsfall die Zinsen lieber zu spät als zu früh anheben wird. Zudem stehen weiterhin Fragezeichen hinter der Robustheit der US-Konjunktur. Neue Risiken könnten beispielsweise aus einer weiteren Abschwächung in China und in der Eurozone erwachsen oder wenn durch eine weitere Verschärfung der Sanktionsspirale mit Russland die gesamte Weltwirtschaft belastet würde. Zudem könnten – wie auch die Fed-Chefin mehrfach betonte – der US-Arbeitsmarkt und die Einkommensentwicklung der Masse der Bevölkerung in Wirklichkeit schwächer sein, als es die offiziellen Zahlen widerspiegeln. Es ist auch völlig offen, wie weit der Aufschwung noch trägt, wenn die enorme Unterstützung durch die extrem tiefen Zinsen wegfällt. Sollte zudem die Eurozone in demnächst zu massiven geldpolitischen Lockerungen greifen und/oder die Japaner ihre Währung neuerlich schwächen, dann könnte der US-Dollar kräftig steigen – umso mehr, wenn die Fed einen Zinsanhebungszyklus startet. Ein markant stärkerer Dollar wäre aber nicht im Sinne der US-Notenbank. Kurzum, eine Zinsanhebung für die erste Jahreshälfte 2015 ist alles andere als sicher.

Sinkende Euro-Renditen  
ziehen auch US-Renditen  
mit nach unten

Die Renditedifferenz zwischen 10jährigen Staatsanleihen der USA und Deutschlands befindet sich unterdessen in der Nähe mehrjähriger Hochs und auf einem Niveau, wo sie schon oft wieder nach unten abgedreht hat. Eine weitere Ausweitung ist natürlich möglich, aber – ähnlich wie einem bereits weit gedehnten Gummiband - zunehmend unwahrscheinlich. Eher ist wieder eine zumindest moderate Verringerung zu erwarten. Da deutsche Bundrenditen angesichts der schwachen EU-Konjunktur derzeit nicht sehr viel Potential nach oben haben, könnte daraus ein weiterer leichter Abwärtsdruck für die US-Renditen folgen. Dem wirkt natürlich das bessere US-Konjunkturbild entgegen, für das die aktuellen Renditen eigentlich deutlich zu niedrig sind.

Fazit: 10jährige US-Staatsanleihen zeigen weiterhin eher leichten Druck nach unten als nach oben. 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 Spanne zwischen 2,10 % und 2,80 % bewegen.

## Anleihen Europa: Japanische Verhältnisse bei Euro-Staatsanleihen

Überraschend schwache  
EU-Konjunkturdaten

Die Konjunktur in der Eurozone überraschte zuletzt negativ. Die ohnehin zaghafte Wachstumsdynamik dreht bereits wieder nach unten. Italien fiel überraschend schon wieder in die Rezession zurück. Selbst in Deutschland, dem bisherigen Konjunkturmotor der Eurozone, enttäuschten die Zuwachsraten und in Frankreich stellt sich die Situation ohnehin seit längerem schon recht prekär dar. Die realwirtschaftlichen Effekte der Sanktionen gegen Russland und der Gegensektionen aus Moskau sind darin noch gar nicht enthalten (auch wenn die seit März



## Gleitet die Eurozone in die Deflation ab?

## Neue Maßnahmen der EZB?

## Euro-Staatsanleiherenditen weiter im Sinkflug - etwaige Ausfallsrisiken faktisch kein Thema mehr

## Niedrigzinsen in der Eurozone auf viele Jahre hinaus zu erwarten

## Euro-Unternehmensanleihen weiterhin attraktiv auf relativer Basis – absolut schon sehr teuer

stetig verschärfte Konfrontation mit Russland im Sentiment von Investoren und Unternehmern sicherlich schon einige Spuren hinterlassen hat, noch bevor die tatsächliche Sanktionsspirale begann). Zugleich bleibt die Inflation sehr niedrig und auch die Inflationserwartungen fallen weiter. Neben der Peripherie drohen weitere Länder in eine zumindest leichte Deflation zu rutschen, vor allem in Osteuropa. Die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor bleibt trotz einer leichten Verbesserung nahezu in der gesamten Eurozone schwach. Die EZB diskutiert angesichts dessen weitere geldpolitische Lockerungen. Nachdem bereits Strafzinsen auf Einlagen der Banken bei der EZB verhängt und zugleich den Banken weitere langfristigen Liquiditätshilfen (TLTRO) gewährt wurden, könnten nun Anleihekäufe der EZB anzustehen – Umfang und Details sind aber noch völlig offen. Deutschlands Finanzminister bezweifelt gar, dass die EZB überhaupt in der Lage sei, eine mögliche Deflation zu verhindern. EZB-Chef Draghi mahnte unterdessen strukturelle Reformen in den Euro-Staaten an – die Geldpolitik stoße an die Grenzen ihrer Möglichkeiten. Euro-Staatsanleihen (Kern- und Peripheriestaaten) sollten aber bis auf weiteres unterstützt bleiben. 10jährige spanische Staatsanleihen haben inzwischen übrigens eine rund 20 Basispunkte geringere Rendite als die entsprechenden US-Treasuries. Ausfallsrisiken sind derzeit überhaupt kein Thema mehr – auch nicht angesichts der jüngsten Bankenpleite in Portugal. Zugleich markieren deutsche Bundrenditen immer neue Allzeittiefs. Seit dem Jahreswechsel haben sie sich von rund 2 % auf derzeit 0,9 % mehr als halbiert. Damit sind diesbezüglich japanische Verhältnisse erreicht. Ähnlich wie in Japan ist auch in Deutschland beispielsweise nicht zu beobachten, dass die Minizinsen die Sparneigung der Bürger reduzieren würden. Allenfalls verringern sie die Spareinkünfte und drücken damit sogar eher auf den Konsum als ihn zu stimulieren. Volkswirtschaftlich gibt es natürlich andererseits auch gravierende Unterschiede zwischen der Eurozone und Japan. Für Renditeprognosen wären solche Vergleiche aber ohnehin nur bedingt hilfreich, denn auch Japan erlebte in den vergangenen Jahrzehnten mehrfach Phasen, in denen die Staatsanleiherenditen zwischen 1 % und 3 % schwankten. Solche Bewegungen sind durchaus auch in der Eurozone möglich. Im langfristigen Bild bleibt es aber mehr denn je dabei, dass auf viele Jahre hinaus die Eurozone im extremen Niedrigzinsumfeld verharren wird. Eine „große Zinswende“ nach oben ist nicht in Sicht.

Damit bleiben auch Euro-Unternehmensanleihen tendenziell attraktiv – auf relativer Basis. Gerade im Investmentgrade-Segment ist die Luft bereits recht dünn. Bei HighYield-Anleihen hat die kräftige Korrektur im Frühsommer hingegen wieder zu etwas attraktiveren Bewertungen geführt. Aus absoluter und langfristiger Bewertungssicht sind Unternehmensanleihen freilich ebenso wie Staatsanleihen sehr teuer und bieten faktisch kaum noch Kompensation für etwaige Zahlungsausfälle. Dennoch könnten die Kurse weiter steigen – getrieben von der Jagd der Investoren nach Mehrerträgen in einer Welt dauerhafter Nullzinspolitik.

Fazit: Die Rendite deutscher 10 jähriger Bundesanleihen könnte trotz des bereits extrem tiefen Niveaus durchaus noch etwas weiter fallen. Langfristig ist das Chance-Risiko-Verhältnis aber inzwischen natürlich extrem asymmetrisch. Eine Verdopplung der Renditen zurück auf 2 % ist zudem jederzeit möglich. Eine große Zinswende nach oben, etwa zurück zu nominellen Renditen von 4 - 5% für Staatsanleihen der Euro-Kernländer ist angesichts der volkswirtschaftlichen Lage in der Eurozone aber zumindest für die kommenden 3-5 Jahre überaus unwahrscheinlich.

## Staatsanleihen Japan: Konjunktur bricht ein – Hoffen aufs nächste Quartal

Die japanische Notenbank (BoJ) kauft seit April 2013 in hohem Umfang Staatsanleihen und



## Wachstumseinbruch in Japan

## Yen-Schwächung hilft den Exporten nicht

## Abénomics bislang mit enttäuschender Bilanz

## Japan – Offenbarungseid für die Grenzen der Möglichkeiten von Notenbanken

## EM-Anleihen 2014 mit sehr guter Wertentwicklung

## Assetklasse bleibt attraktiv – doch Risiken sollten nicht außer Acht gelassen werden

andere Finanzinstrumente und parallel dazu stellte Regierungschef Abé weitreichende wirtschaftliche Reformen und Maßnahmen zur Konjunkturankurbelung in Aussicht. Von den Medien wurde dafür der Terminus „Abénomics“ geprägt. Nach anfänglichen Teilerfolgen dominieren seit mehreren Monaten aber die Negativmeldungen. Die Handelsbilanz weist immer größere Defizite aus, die Industrieproduktion sinkt und im jüngsten Quartal schrumpfte die Wirtschaftsleistung gar um 6,8 % p.a. Letzteres dürfte vor allem eine Folge der Steuererhöhung im Frühjahr sein und daher hofft man jetzt in Tokio auf einen starken Rebound in den kommenden Quartalen. Langfristig bleibt Japans Lage überaus prekär. Die Schwächung des Yen hat auf der Exportseite faktisch keine Wirkung gezeigt, dafür aber im Inland die Inflation steigen lassen. Letzteres war zwar eines der erklärten Ziele der Regierung Abé. Parallel dazu sollten allerdings auch die Löhne steigen und davon ist gar nichts zu sehen. Die Folge ist, dass sich essentielle Güter, wie Energie und Lebensmittel, kräftig verteuerten und gleichzeitig die Realeinkommen stagnieren oder sinken. Damit bleibt den Konsumenten weniger Geld für nicht-essentielle Konsumausgaben. Das ist nicht das, was „Abénomics“ anstrebte. Auch für die katastrophale Schuldensituation Japans sind „Abénomics“ bislang überhaupt kein Heilmittel und von den zu Beginn angekündigten tiefgreifenden Reformen ist kaum etwas zu sehen. Im Gegenteil. Japans Regierung zeigte zuletzt deutliche Tendenzen zu einer Remilitarisierung und Aufrüstung. Woher angesichts einer Verschuldung von rund 250 % des BIP die Finanzmittel dafür kommen sollen, ist fraglich. Die überaus dürftigen Resultate von Abénomics sind vor dem Hintergrund einer zeitgleich erfolgenden extrem lockeren Geldpolitik zu sehen. Mit einem QE-Programm von umgerechnet rund 1,4 Billionen US-Dollar hat die BoJ zusätzlich den monetären Gegenwert von einem Viertel der jährlichen Wirtschaftsleistung Japans bereitgestellt. Ratlosigkeit beginnt sich breitzumachen und die wirtschaftlichen Schwierigkeiten Chinas sind zusätzlich alles andere als hilfreich. Abzuwarten bleibt, ob und was Premier Abé noch an zusätzlichen Reformschritten angehen wird. Die BoJ ihrerseits scheint derzeit jedenfalls wenig Neigung zu zeigen, das nächste QE-Programm zu starten, wohl auch angesichts der ernüchternden Resultate der bisher ergriffenen Maßnahmen. Doch vermutlich wird ihr früher oder später nichts anderes übrigbleiben. Eine extrem lockere Geldpolitik und die weitere Schwächung des Yen dürften sich damit noch lange Zeit fortsetzen.

## Emerging Markets-Anleihen: Investoren kehren zurück

Der zum Jahreswechsel einsetzende neuerliche Abwärtsschub bei Anleihen und Währungen vieler Schwellenländer wurde recht bald von einer Erholung abgelöst und es waren auch wieder neue Mittelzuflüsse zu beobachten. Vor allem Hartwährungsanleihen standen dabei auf der Kaufliste der Anleger. Das wiederkehrende Interesse dürfte vor allem auf drei Faktoren zurückzuführen sein: Das Drehen des zuvor sehr negativen Kursmomentums, die sinkenden (statt wie von den meisten erwartet steigenden) US-Staatsanleiherenditen und die sich stärker denn je breitmachende Erkenntnis, dass sich die Periode der Niedrigzinsen wohl auf Jahre hinaus in der Eurozone und vermutlich auch in den USA fortsetzen wird – mit anderen Worten: die globale „Jagd nach Rendite“ ist auch in diesem Marktsegment zurück. Natürlich sind dabei einzelne Schwellenländer immer spezifisch zu betrachten. So war die immer weiter eskalierende Ukraine-Krise alles andere als hilfreich für Anleihen osteuropäischer Staaten und Russlands. Andererseits löste der faktische Zahlungsausfall Argentiniens an den Märkten kaum mehr als ein Schulterzucken aus. Generell bleibt es für die Emerging Markets unabhängig davon bei einem Bild fortgesetzter volkswirtschaftlicher Abschwächung und einer zumeist zunehmend lockerer



werdenden nationalen Geldpolitik. Das könnte weiter sinkende Renditen bedeuten, vermutlich aber auch die eine oder andere Währungsabschwächung. Die Assetklasse ist daher insgesamt weiterhin vergleichsweise attraktiv, sollte aber unbedingt von Land zu Land individuell betrachtet und gehandhabt werden.

### Währungen: US-Dollar zuletzt stärker

Der US-Dollar hat in den letzten Wochen sowohl gegen über Yen und Euro als auch gegenüber diversen EM-Währungen zugelegt. Beim Yen könnte die Phase vorübergehender Stärke damit beendet sein und der nächste größere Abwärtsschub anstehen, zumal die BoJ früher oder später wohl in diese Richtung agieren muss (siehe Japan-Abschnitt). Beim Euro dürften sowohl die unerwartet starke Inflationsrückgang und die unerwartet schwache Konjunktur als auch die eskalierende Ukraine-Krise zur jüngsten Schwäche gegenüber dem US-Dollar beigetragen haben. Ob sich der Rückgang zum US-Dollar fortsetzt, dürfte vor allem von zwei Faktoren abhängen: Bringt die EZB ein QE-Programm und wenn ja in welchem Umfang? Und kommt es zu größeren ausländischen Kapitalabflüssen oder –zuflüssen in die europäischen Finanzmärkte (Renten, Aktien)? Ersteres sollte den Euro eher schwächen, wenn es in einem substantiellen Umfang erfolgt. In dem Fall könnten aber zugleich die Aktien- und Rentenmärkte in Europa starken Aufwind erhalten, was den Effekt auf der Währungsseite wieder kompensieren könnte. Unterm Strich ist ein wenig veränderter bis leicht schwächerer Euro-/US-Dollar-Wechselkurs das wahrscheinlichste Szenario für die kommenden Monate.

Nachdem der Goldpreis 2013 einen heftigen Einbruch (rund 30 % in US-Dollar gerechnet) verzeichnet hatte, ist 2014 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 noch intakt. Zugleich ist derzeit aber auch kein echter Katalysator zu erkennen, der den Goldpreis wieder kräftiger nach oben ziehen könnte.

Leichte Dollar-Aufwertung könnte sich fortsetzen – große Kursbewegungen bei den Hauptwährungen aber aktuell nicht in Sicht

### Schlüsseldaten (Stand 29.08.2014, Quelle: Bloomberg)

Renditen (Staat, 10 Jahre)		Wechselkurse:	
USA	2,33 %	EUR/USD	1,3190
Japan	0,60 %	USD/JPY	103,80
Deutschland	0,88 %	USD/RMB	6,1442
ITA/ESP/GRE	2,40 % / 2,19 % / 5,67 %	Gold (USD/oz)	1288
Emerg. Mkts. (JPM EMBI, Duration-gewichtet)	5,08 % (Duration ca. 6,84 Jahre)		

August/September 2014

Regelmäßig erscheinender Bericht zu den globalen  
Anleihemärkten

# bondreport



Seite 5 von 5

## Impressum

Medieninhaber: Zentrale Raiffeisenwerbung, 1030 Wien, Am Stadtpark 9

Herausgeber, erstellt von: Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., 1010 Wien, Schwarzenbergplatz 3

Nähere Infos unter [www.rcm.at](http://www.rcm.at)

Diese Unterlage wurde erstellt und gestaltet von der Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., Wien, Schwarzenbergplatz 3, 1010 Wien, Österreich („Raiffeisen Capital Management“ bzw. „Raiffeisen KAG“). 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 Raiffeisen KAG ohne weitere Benachrichtigung geändert werden. Jegliche Haftung der Raiffeisen KAG im Zusammenhang mit dieser Unterlage, 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.

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 Prospekt zur Information zu übermitteln. Jede konkrete Veranlagung sollte erst nach einem Beratungsgespräch und der Besprechung bzw. Durchsicht des Prospektes erfolgen. Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Wertpapiergeschäfte zum Teil hohe Risiken in sich bergen.

Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial aus dieser Unterlage bedarf der vorherigen Zustimmung der Raiffeisen KAG. \*Angaben nach § 25 österreichischen Mediengesetz entnehmen sie bitte aus [www.rcm.at](http://www.rcm.at)/ Impressum  
Redaktionsschluss: 29.08.2014