



Bleiben die Renditen (in Europa) tief oder steht uns ein starker Anstieg bevor?



Speziell vor dem Hintergrund der massiv steigenden Verschuldung der Staaten gibt es immer wieder Diskussionen und Befürchtungen, dass ein starker Renditeanstieg unausweichlich erscheint und daraus Kursrisiken für den gesamten Anleihenmarkt entstehen. Dieses Risiko für den Gesamtmarkt sehen wir derzeit – und vermutlich noch eine ganze Weile lang – als vernachlässigbar. Die Staatsverschuldung, die in der Eurozone mit Ende 2019 zwischen 8,4 % (Estland) und 176,6 % (Griechenland) des BIPs der einzelnen Länder lag und im Durchschnitt etwa 84,1 % betrug, wird wohl aufgrund der massiven Verschuldung und zusätzlich dem starken Rückgang des BIPs für den Durchschnittswert in der Größenordnung von zehn bis fünfzehn Prozentpunkten ansteigen. Wäre das nur bei einem Staat der Fall, würden die Investoren sofort darauf reagieren, natürlich unter Berücksichtigung der Ursachen die Schul-



den Tragfähigkeit des Staates anzweifeln und eine höhere Kompensation des Risikos verlangen. Geschieht dies aber bei allen Staaten der Eurozone in ähnlichem Ausmaß und eigentlich sogar weltweit und werden die Ausgaben als zukunftsorientiert angesehen, und das gilt bei der Krisenbewältigung zum Großteil, so sollte darauf kein Renditeaufschwung folgen.

Um hier auch eine historische Einordnung zu treffen, kann man feststellen, dass die durchschnittliche Verschuldung in Relation zum BIP Ende 2000 (also zwei Jahre nach Start der Europäischen Währungsunion EWU 1999) bei den elf startenden Ländern zwischen 7,5 % (Luxemburg) und 109,6 % (Belgien) gelegen ist. Seither ist sie in Belgien um 4,8 Prozentpunkte zurückgegangen, in allen anderen Ländern aber gestiegen. Neben dem großen Block von acht Ländern, wo sich der Anstieg im Bereich zwischen 10 und 32 Prozentpunkten bewegt, stehen die beiden in der Krise hart

getroffenen Länder Irland und Portugal mit einem Anstieg von 83,8 und 75,8 Prozentpunkten heraus. Die zehnjährigen Renditen hingegen haben sich seither bei den elf Gründungsmitgliedern der Eurozone stark reduziert. Bereits vor dem Start der EWU kam es aufgrund der neuen Verschränkung zu Konvergenz-Trades, bei denen eine Angleichung der Renditen an den zuvor als Hartwährungsländer



geltenden Block um Deutschland zu beobachten war. Somit waren die zehnjährigen Staatsanleihen Anfang 2000 alle etwa bei fünf Prozent und liegen heute im Bereich zwischen -0,5 % (Deutschland) und +0,7 % (Italien). Diese Tendenz der Zunahme des Verschuldungsgrades und der Abnahme der Rendite in diesem Zeitraum seit 2000 gilt übrigens auch für andere Staaten außerhalb der Eurozone – wenn auch auf anderen Niveaus (USA: Verschuldung 2000 – 2019 von 60 % auf 106 % gestiegen, zehnjährige Staatsrenditen von 6,4 % auf 0,8 %; Japan: 144 % auf etwa 240 %, Rendite von 1,7 % auf 0,0 %; Großbritannien: 39 % auf 85 %, Rendite 5,5 % auf 0,3 %). Als eine der Hauptursachen, warum die steigende Verschuldung an den Kapitalmärkten nicht mehr mit einer Renditezunahme abgestraft wird, ist sicher zu nennen, dass sich die Marktteilnehmer inzwischen darauf verlassen (können), dass die Notenbanken als „lender of last resort“ gegebenenfalls – und immer stärker – als Käufer am Staatsanleihenmarkt auftreten.

Wenn nun die Staatsverschuldung (also das Kreditrisiko) von uns nicht als Ursache für einen Renditeanstieg gesehen wird, wie sieht es mit der Gefahr von Zinserhöhungen durch die Notenbanken und daraus resultierenden Renditesteigerungen aus?



Auch darauf haben wir einen relativ entspannten Blick. Die großen Notenbanken der Welt überbieten sich beinahe mit ihren „guidances“ für wie lange die Leitzinsen tief und maximal auf dem aktuellen Niveau verharren werden. Zusätzlich hat die US-Fed, die man durchaus als Leit-Notenbank bezeichnen kann, erst zum Ende des Sommers eine Strategieänderung verlautbart. Man hat sich von einem absoluten Ziel von zwei Prozent Inflation losgesagt und wird zukünftig zumindest vorübergehend auch eine höhere Inflation zulassen, da ein Durchschnittswert von etwa zwei Prozent das neue Credo ist. Damit ist die Tür offen, auch im Falle eines vorläufigen Inflationsanstieges nicht mit Zinserhöhungen reagieren zu müssen. Dies schiebt eine Zinserhöhung noch weiter in Zukunft und könnte auch zu einem Umschwung bei anderen Notenbanken führen, die eine ähnliche Strategie implementieren.

Und wie sieht es aus mit Inflation?

Bei dieser Prognose scheiden sich die Geister der Experten. Bei einem großen Teil herrscht Einigkeit, dass es weniger die Liquidität sein wird, die in das System gepumpt wird, die einen starken Inflationsanstieg hervorrufen wird. Dies deshalb, weil sie – wie schon die Notenbankaktivitäten der letzten Jahre – nicht in der Wirtschaft ankommt, sondern viel mehr die Assetmärkte (sei es Aktien, Anleihen, aber auch Immobilien, Kunst, Antiquitäten und sonstige) befeuert.

Große Uneinigkeit herrscht aber darüber, wie sich die Preise im Zuge der Krisenbewältigung entwickeln werden. Lassen Sie mich ein paar Fragen zu praktischen Beispielen

formulieren, die je nach Beantwortung einen Einfluss auf die Inflationsentwicklung haben, und die zeigen sollen, wie different die Zukunft zu diesem Thema betrachtet werden kann – es gibt jeweils, denke ich, gute Argumente für die Beantwortung der Fragen in beide Richtungen:

- Werden – und wenn ja, wann – die Staaten die Steuern anheben bzw. neue einführen, um die Ausgaben zur Krisenbewältigung zu finanzieren?
- Damit im Zusammenhang – und weniger durch die aktuelle Gesundheitskrise getrieben – steht die Bepreisung von Umweltverschmutzung (Co2-Pricing) im Raum, die vor allem den Transport und damit nahezu alle Güter betreffen würde.
- Wird eine – derzeit häufig geforderte und diskutierte – Renationalisierung der Produktion von strategisch und strukturell wichtigen oder auch weniger wichtigen Gütern erfolgen und dadurch die Produktionskosten anheben?
- Wird eine – zumindest vorübergehende – höhere Arbeitslosenrate im Konnex mit Konsum-Zurückhaltung zu sinkenden Preisen führen?
- Wie werden sich die Energiepreise – im Speziellen Öl – in dem Spannungsfeld zwischen möglicher Rezession und möglichem Wirtschafts-Comeback entwickeln und wie wird sich dies dann auf die Inflation auswirken – auch auf jene ex Energie aufgrund der Spill-over-Effekte?



- Und um nur einen für jeden nachvollziehbaren praktischen Impact aus einer Vielzahl von Beispielen herauszunehmen: Wird sich ein Mindestpreis für Flugreisen durchsetzen können oder werden sich im Überlebenswettbewerb die Fluglinien eher an den Billigfliegern orientieren?

Diese Fragen nur als plakative Beispiele für die Abschätzung der Inflationsentwicklung und um deutlich zu machen, wie weit die derzeit erwartete und diskutierte Bandbreite der zukünftigen Inflationsentwicklung sich spannt. Wir sehen die preisdämpfenden Entwicklungen als weniger bedeutsam als die preissteigernden und erwarten daher keinen Einbruch der Inflation (wie ihn die Marktdaten im Frühjahr eingepreist haben), sondern eine stabile bis leicht aufwärtsgerichtete Inflationsentwicklung. Wir gehen aber auch davon aus, dass sich die Inflationsdaten in den einzelnen Euro-Staaten wahrscheinlich noch weiter differenzieren werden, als es schon bisher der Fall war, und damit die Diskussionen in der EZB noch intensiver und divergenter werden.

Der Succus ist somit: Wir sehen derzeit keinen – für den Anleiheninvestor gefährlichen – allgemeinen Renditeanstieg. Weder schätzen wir die stark steigende Staatsverschuldung als ein dafür ursächliches Kreditrisiko ein noch fürchten wir, dass eine stark anziehende Inflation als Auslöser für Zinsanhebungen der Notenbanken bevorsteht.

Von Thomas Odehnal

DISCLAIMER I

Diese Unterlage ist eine Marketingmitteilung im Sinne des Wertpapieraufsichtsgesetzes und dient ausschließlich Ihrer Information. Diese Information unterliegt daher nicht den Vorschriften des Wertpapieraufsichtsgesetzes, die für die Verbreitung von Finanzanalysen vorgesehen sind.

Obwohl wir der Meinung sind, dass die für diese Mitteilung herangezogenen Quellen von dritten Anbietern verlässlich sind, können wir keine Haftung für Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hier wiedergegebenen Informationen übernehmen. Die Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen daher nicht die individuellen Bedürfnisse der Anleger hinsichtlich der Ertragsziele und der Risikobereitschaft. Der Inhalt dieser Unterlage ist nicht rechtsverbindlich und stellt keine Handlungsempfehlung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich aller Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte nur auf Grundlage eines Beratungsgesprächs und nicht allein auf Basis dieser Marketingmitteilung erfolgen.

Performance-Hinweis

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung einer Veranlagung zu. Sämtliche dargestellte Performancezahlen nach OeKB-Methodeent sprechen einer Nettoperformance, d.h. Kosten- wie

Verwaltungs-Gebühren oder sonstige dem Fondsvermögen angelastete Kosten werden bereits berücksichtigt. Nicht berücksichtigt wird ein möglicher Ausgabeaufschlag oder Rücknahmeabschlag oder Steuerabgaben wie Kapitalertragssteuer oder Quellensteuern. Diese wirken sich bei Berücksichtigung in Abhängigkeit der konkreten Höhe entsprechend mindernd auf die Wertentwicklung aus. Wir weisen darauf hin, dass für Anleger mit anderer Heimatwährung als der Fondswährung, die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen kann. Es ist zu beachten, dass Investments in Fonds neben Chancen auch Risiken bergen, so können Wert und Ertrag steigen, aber auch fallen.

Kathrein Capital Management GmbH (KCM) erbringt keine Steuerberatung und übernimmt keine Haftung für eventuelle steuerliche Nachteile im Zusammenhang mit Wertpapiertransaktionen und Wertpapierveranlagungen der Anleger. Die Besteuerung der Kapitaleinkünfte hängt von den persönlichen Verhältnissen des Anlegers ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein.

Allfällige in dieser Unterlage enthaltene Simulationsrechnungen beruhen nicht auf tatsächlichen Transaktionen, sondern rein auf historischen Daten. Simulierte künftige Erträge sind somit kein verlässlicher Indikator für die tatsächliche künftige Wertentwicklung einer Veranlagung.

Prospekthinweis

Die jeweils gültigen und veröffentlichten Prospekte bzw. Informationen gegenüber Anlegern nach §21AIFMG sowie die Kundeninformationsdokumente (Wesentliche Anlegerinformationen-KID) der von Kathrein Capital Management verwalteten Fonds in der aktuellen Fassung inklusive sämtlicher Änderungen seit Erstverlautbarung stehen Ihnen in deutscher Sprache kostenlos

auf der Website www.masterinvest.at und den jeweiligen Zahl- und Informationsstellen zur Verfügung.

Die jeweils gültigen und veröffentlichten Prospekte bzw. Informationen gegenüber Anlegern nach §21AIFMG sowie die Kundeninformationsdokumente (Wesentliche Anlegerinformationen-KID) der von Kathrein Privatbank Aktiengesellschaft verwalteten Fonds stehen Ihnen in deutscher Sprache kostenlos auf der Website www.rcm.at und/oder www.kathrein.at sowie bei der Kathrein Privatbank Aktiengesellschaft zur Verfügung.

Jede Weitergabe, Vervielfältigung oder sonstige Bezugnahme auf die bereitgestellten Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial der KCM bedarf der vorherigen, schriftlichen Zustimmung der KCM.

Offenlegungspflichten nach §25 Mediengesetz

Die Angaben nach §25 Mediengesetz (MedienG) finden sich im Impressum auf unserer Homepage: <http://www.kcm.at>

©Kathrein Capital Management GmbH, Wipplingerstraße 25, 1010 Wien, Handelsgericht Wien, FN279402k