

Die Logik der Minuszinsen

- Am Bondsmarkt 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 dieses 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 unten.

Das Ganze passierte in einem Umfeld, in dem alle über die niedrigen Zinsen, zum Teil sogar Minuszinsen bei Festverzinslichen klagen und den Bondsmarkt für unattraktiv halten. 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

Gesamtperformance 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 risikoaverse

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 Minus-Zinsen auf. Das sind Papiere im Wert von 15.000 Mrd. USD. Das hat es meines Wissens noch nie gegeben. Sollte man solche Papiere jetzt nicht lieber verkaufen und die Gewinne mitnehmen?

Ich bin nicht so skeptisch. Natürlich gibt es auch am Bondmarkt Schwankungen. Nach der Rally 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 Bondskurse.

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 demographischen 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).



Dr. Martin Hüfner
Volkswirtschaftlicher Berater

BNP Paribas S.A. Niederlassung Österreich
Hello bank!

Dieser Artikel gibt die Meinung des Autors wieder und stellt in keiner Weise eine Finanzanalyse, eine Anlageberatung, ein Angebot zum Kauf oder eine Empfehlung der Hello bank! dar und kann keine fachliche Beratung durch einen Anlage- und/oder Steuerberater ersetzen. Bitte beachten Sie, dass die dargestellten Finanzinstrumente den allgemeinen Wertpapierrisiken unterliegen, insbesondere auch dem Bonitätsrisiko des Emittenten und dem Risiko eines Totalverlustes des eingesetzten Kapitals.