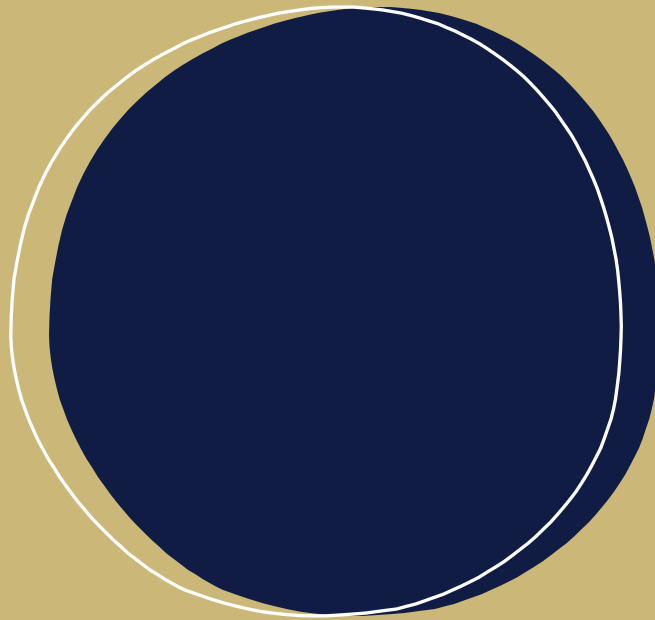


News aus den Finanzmärkten

Hält die Rekordjagd der Renditen an?

20. August 2010





Hält die Rekordjagd der Renditen an?

Jörg Zeuner, Chief Economist, und Oliver Schlumpf, Investment Strategist

Die Renditen von US-Treasuries, Bundesanleihen und Eidgenossen fallen scheinbar unaufhaltsam. Auf diesen Niveaus erwarten Bondinvestoren einen Rückfall in die Rezession mit deflationären Tendenzen. Wir teilen diese Einschätzung nicht. Entsprechend erachten wir die G7 Bondmärkte für teuer und erwarten eine Korrektur. Bondinvestoren sollten dies in ihren Anlageentscheidungen berücksichtigen.

Staatsanleihen sind teuer

Die Renditen von US-Treasuries, Bundesanleihen und Eidgenossen fallen scheinbar unaufhaltsam. Vor allem am langen Ende sind die Renditen sowohl in den USA als auch in Deutschland mit 2.65% und 2.36% weit unter dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre von 4.4% und 3.6%. Die Renditen 10-jähriger US Staatsanleihen befinden sich mittlerweile nahe dem Tiefststand zu Beginn der Weltwirtschaftskrise. Ausgelöst durch die Schuldenkrise in den Peripheriestaaten der Eurozone haben die Renditen deutscher Bundesanleihen im August neue Rekordtiefs erreicht.

Renditen 10-jähriger Treasuries und Bundesanleihen



Quellen: VP Bank, Datastream

Auf diesen Niveaus erwarten Bondinvestoren einen Rückfall in die Rezession. Der „double dip“ scheint an den Obligationenmärkten eine ausgemachte Sache zu sein.

Wir teilen diese Einschätzung nicht. Wir erwarten zwar ein rückläufiges Exportwachstum in Deutschland und der Schweiz, halten die Gesamtnachfrage aber auch in den USA für robust genug, um ein Schrumpfen der jeweiligen Wirtschaftsleistung zu verhindern.

Entsprechend erachten wir die G7 Bondmärkte für teuer:

- Aktien- und Rohstoffmärkte antizipieren derzeit ein optimistischeres Szenario.
- Die Risiken aus der immer noch steigenden Staatsverschuldung werden auf diesen Niveaus nur noch schwerlich eingepreist.

Fallende Inflationserwartungen sind ein Grund

Ein deutlicher Rückgang der Inflationserwartungen in den vergangenen Wochen trug zu den Renditerückgängen massgeblich bei. Viele Investoren scheinen ihre Inflationsangst abgelegt zu haben.

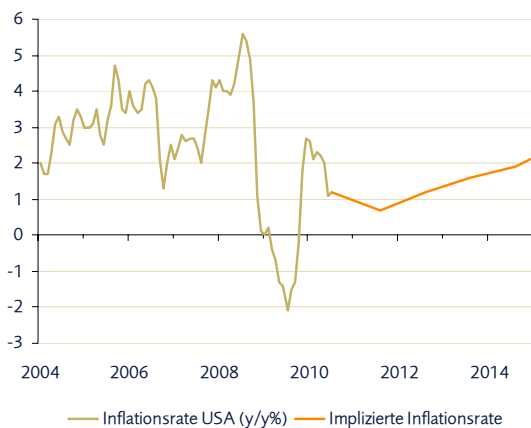
Wir erwarten ebenfalls Preisstabilität, halten einen weiteren, deutlichen Rückgang der Inflationserwartungen aber für unangebracht:

- Der Weizenpreis sorgt bald für eine leicht höhere Teuerung bei Nahrungsmitteln.
- Die Berechnung des Konsumentenpreisindex normalisiert sich, da der niedrige Ölpreis aus dem Frühjahr 2009 aus der Berechnung verschwindet.
- Die amerikanischen Banken lockern langsam ihre Kreditvergaberichtlinien.
- Geplante (Mehrwert-)Steuererhöhungen werden die Konsumentenpreis-inflation in ei-

nigen Ländern zumindest kurzfristig ansteigen lassen.

Inflationsraten zwischen einem Prozent in der Schweiz und rund 1.5% in den USA und in der Eurozone erscheinen derzeit realistisch. Der Markt für „Inflation Swaps“ antizipiert für die USA Inflationsraten von rund 2% in etwa vier Jahren.

Implizierte Inflationserwartungen in den USA

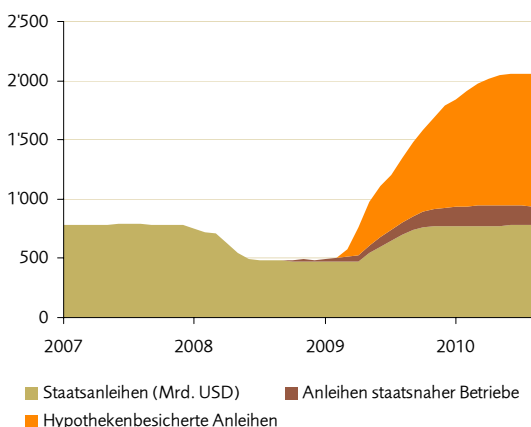


Quellen: VP Bank, Bloomberg

Die Fed greift ein

Die amerikanische Notenbank (Fed) unternimmt erneute Anstrengungen, um ein Abgleiten in die Deflation auch tatsächlich zu verhindern. Sie reinvestiert seit August die Erlöse aus der Rückzahlung hypothekarisch abgesicherter Anleihen (mortgage-backed securities) und Schuldverschreibungen der beiden staatlichen Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac in amerikanische Staatsanleihen, damit ihre Bilanzsumme nicht schrumpft. Derzeit beläuft sich die Fed Bilanz auf rund 2'000 Mrd. USD. Die Investition in Treasuries wird die gesamtwirtschaftliche Nachfrage jedoch nur beleben, wenn der Staat sein Defizit nicht reduziert. Andernfalls braucht die Fed einen alternativen Transmissionsmechanismus für ihre Geldpolitik.

Notenbankbilanz der Fed



Quellen: VP Bank, Datastream

Ein letzter Grund für die niedrigen Renditen in den G7 Bondmärkten verbirgt sich hinter der steilen Zinskurve. Banken und Hedge Funds dürften die niedrigen kurzfristigen Zinsen für die Finanzierung von Carry Trades im Zinsgeschäft nutzen. Die Konjunkturabkühlung verringert das Zinsrisiko noch einmal und erlaubt derzeit eine relativ risikofreie kurzfristige Finanzierung langfristiger Bondinvestitionen.

Leitzinsen bleiben tief – bis weit in 2011

In den USA kamen infolge der erfreulichen Wirtschaftsentwicklung zu Beginn des Jahres bereits erste Zinsanhebungsphantasien auf. In den vergangenen Wochen liessen jedoch eher enttäuschende Wirtschaftsdaten Zweifel über den amerikanischen Aufschwung aufkommen. Folgerichtig weicht die Fed derzeit von ihrer Exitstrategie ab. Daher bleibt der Leitzins nun erst recht bis in den Sommer 2011 unverändert.

Innerhalb Europas entwickeln sich die Volkswirtschaften derzeit sehr unterschiedlich. Die Kernländer, allen voran Deutschland, wachsen wesentlich schneller als die Peripheriestaaten. Für Zinsschritte seitens der Notenbanken ist es derzeit aber noch deutlich zu früh. Die Erholung ist schwach, und der Arbeitsmarkt hat den Wendepunkt eben erst erreicht. Zu frühe Zinsanhebungen würden die wirtschaftliche Erholung gefährden. Selbst in Deutschland, wo der Aufschwung noch dynamisch verläuft, wären erste Zinsschritte zu früh. Länder der Peripherie werden ohnehin noch länger eine lockere Geldpolitik benötigen. Die Schweizer Wirtschaft entwickelt sich weiter positiv. Die Erholung präsentiert sich solide. Ein Anziehen der geldpolitischen Zügel würde eine unnötige Gefahr für den Aufschwung bedeuten. Allerdings könnte sich die Schweizerische Nationalbank (SNB) angesichts der expansiven Entwicklung am Immobilienmarkt allenfalls zu einem früheren Zinsschritt entscheiden als die Fed oder die EZB. Während wir in den USA und der Eurozone erste Zinsschritte frühestens ab Mitte 2011 erwarten, könnte die SNB bereits in der ersten Jahreshälfte eine Zinserhöhung beschliessen.

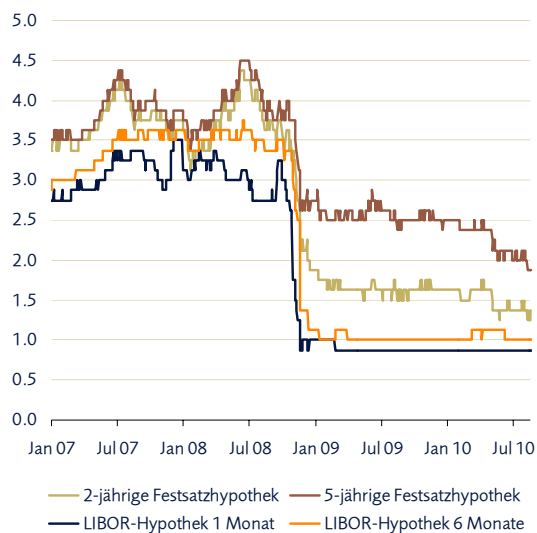
Was bedeutet das für Hypothekennehmer?

Das aktuell sehr tiefe Zinsniveau bietet attraktive Konditionen für den Abschluss einer Hypothek. Die Entscheidung über die Laufzeit ist schwieriger.

Die persönliche Risikofähigkeit und Risikobereitschaft ist ausschlaggebend beim Entscheid zwischen einer Festsatzhypothek, einer Geldmarkthypothek und einer Hypothek mit variablem Zins. Setzt sich an den Bondmärkten die Ansicht durch, dass der Aufschwung anhält, dürften steigende Renditen auch die Sätze von Festsatzhypotheken

wieder ansteigen lassen. Liborbasierte Finanzierungen dagegen orientieren sich eher an den Leitzätzen der Notenbank. Wir empfehlen daher vor allem privaten Kreditnehmern, die nicht regelmässig die Zinsmärkte beobachten, eine Überprüfung ihrer Finanzierungsstrategie gemeinsam mit ihren Beratern hin zu längeren Laufzeiten.

Hypothekenzinsen bei Neuabschluss



Quellen: VP Bank, Datastream

Fazit

Die Leitzinsen bleiben bis weit ins nächste Jahr auf den aktuell niedrigen Niveaus. Lediglich die SNB könnte bereits in der ersten Jahreshälfte eine Zinserhöhung beschliessen.

Angesichts der Vielzahl von Kursrisiken im Markt für Staatsanleihen empfehlen wir Investoren eher kurze Laufzeiten. In der Vermögensverwaltung halten wir dies umgesetzt. Wir halten in den Mandaten auch weniger Staatsanleihen als in der Strategie vorgesehen.

Die tiefen Zinsen bieten interessante Kreditkonditionen. Die richtige Wahl der Hypothek hängt vor allem von der Risikofähigkeit der Kreditnehmer ab. Wir empfehlen derzeit Festsatzhypotheken mit verschiedenen Laufzeiten, um einerseits vom aktuell tiefen Zinsniveau profitieren zu können und andererseits das Rollrisiko zu verringern. LIBOR-Hypotheken sind sehr günstig, beinhalten jedoch ein relativ hohes Zinsänderungsrisiko. Bleibt der Rückfall in die Rezession aus, könnte eine Korrektur am Bondmarkt bald Auslöser für höhere Renditen sein. Das Niveau wird aber auf absehbare Zeit niedrig bleiben.

Die VP Bank Gruppe

Die Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft ist eine in Liechtenstein domizilierte Bank und untersteht der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein (FMA), Heiligkreuz 8, Postfach 279, LI-9490 Vaduz, www.fma-li.li.

Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft

Aeulestrasse 6 - LI-9490 Vaduz - Liechtenstein
Tel +423 235 66 55 - Fax +423 235 65 00
info@vpbank.com - www.vpbank.com - MwSt.-Nr. 51.263 - Reg.-Nr. FL-0001.007.080

VP Bank (Schweiz) AG

Bahnhofstrasse 3
Postfach 2993
CH-8022 Zürich
Schweiz
Tel +41 44 226 24 24
Fax +41 44 226 25 24
info.ch@vpbank.com

IFOS Internationale Fonds Service Aktiengesellschaft

Aeulestrasse 6
LI-9490 Vaduz
Liechtenstein
Tel +423 235 67 67
Fax +423 235 67 77
ifos@vpbank.com

IGT Intergestions Trust reg.

Aeulestrasse 6
LI-9490 Vaduz
Liechtenstein
Tel +423 233 11 51
Fax +423 233 22 24
igt@vpbank.com

VP Bank (Luxembourg) S.A.

Avenue de la Liberté 26
LU-1930 Luxembourg
Luxemburg
Tel +352 404 770-1
Fax +352 481 117
info.lu@vpbank.com

VPB Finance S.A.

Avenue de la Liberté 26
LU-1930 Luxembourg
Luxemburg
Tel +352 404 777 383
Fax +352 404 777 389
vpbfinance@vpbank.com

VP Bank and Trust Company (BVI) Limited

3076 Sir Francis Drake's Highway
Road Town, Tortola
VG-British Virgin Islands
Tel +1 284 494 11 00
Fax +1 284 494 11 99
info.bvi@vpbank.com

VP Vermögensverwaltung GmbH

Theatinerstrasse 12
DE-80333 München
Deutschland
Tel +49 89 21 11 38-0
Fax +49 89 21 11 38-99
info@vpvv.de, www.vpvv.de

Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft Hong Kong Representative Office

Suites 1002-1003
Two Exchange Square
8 Connaught Place
Central - Hong Kong
Tel +852 3628 99 99
Fax +852 3628 99 11
info.hk@vpbank.com

VP Wealth Management (Hong Kong) Ltd.

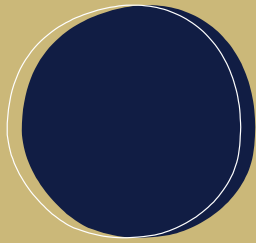
Suites 1002-1003
Two Exchange Square
8 Connaught Place
Central - Hong Kong
Tel +852 3628 99 00
Fax +852 3628 99 55
info.hkwm@vpbank.com

VP Bank (Singapore) Ltd.

9 Raffles Place
#42-01 Republic Plaza
Singapore 048619
Tel +65 6305 0050
Fax +65 6305 0051
info.sg@vpbank.com

VP Bank (Switzerland) Limited Moscow Representative Office

World Trade Center
Entrance 7, 5th Floor, Office 511
12 Krasnopresnenskaya Emb.
RU-123610 Moscow
Russian Federation
Tel +7 495 967 00 95
Fax +7 495 967 00 98
info.ru@vpbank.com



Wichtige Hinweise / Disclaimer

Diese Publikation wurde von unseren Mitarbeitern aufgrund von Informationsquellen erstellt, welche von uns als zuverlässig eingestuft werden. Obwohl wir bei der Erstellung dieser ausschliesslich zu Ihrer Information dienenden Publikation die grösstmögliche Sorgfalt walten lassen, können wir keine Garantie oder Zusicherung für die Vollständigkeit, Aktualität oder Richtigkeit des Inhalts dieser Publikation abgeben.

Die vorliegende Informationsschrift stellt insbesondere weder eine Offerte noch ein Angebot, aber auch keine Aufforderung zur Offertstellung oder ein öffentliches Inserat dar, welches zu Transaktionen mit den beschriebenen Produkten auffordert. Bezüglich der Gefahren, die Sie im Zusammenhang mit allfälligen Anlagen zu berücksichtigen haben, verweisen wir auf die Broschüre „Risiken im Effektenhandel“ des Liechtensteinischen Bankenverbandes und empfehlen, sich durch eine qualifizierte Fachperson (Kundenbetreuer) beraten zu lassen.

Abschliessend lehnen wir jegliche Haftung für sämtliche Schäden respektive Verluste, welche auf der Grundlage der in dieser Publikation enthaltenen Informationen geltend gemacht werden, ausdrücklich ab.

© VP Bank Gruppe