

Staatsanleihen: Scheinsicherheit ade



Frank Laufenburg, Head of Core Euro Fixed Income

Investoren haben sich am Rentenmarkt lange in einer Scheinsicherheit eingerichtet und wohl gefühlt. Industrialisierte Länder galten lange Zeit als sichere Schuldner. Mitgliedsländer der Eurozone waren geradezu „unausfallbar“, so dass Banken Anleihen der Staaten nicht einmal mit Eigenkapital unterlegen mussten. Dabei ist die Verschuldung der Industrieländer nichts Neues, sie hat bis dato nur niemanden interessiert.

In den zurückliegenden Monaten durften Bondinvestoren feststellen, dass etliche vermeintlich sichere Häfen gar nicht sicher sind. Einige Länder werden diesen Nimbus in naher Zukunft noch verlieren. Doch die offiziellen Bonitätseinschätzungen von Staaten folgen meist eher der Entwicklung, als dass sie diese im Vorfeld errahnen ließen. Bondinvestoren tun besser daran, den Entwicklungen voraus zu sein.

Ratingänderungen bestimmen Renditen und Risikoaufschläge

Im Asset Management ist es wichtig, über Bewertungsmodelle zu verfügen, die der Einschätzung der Länderratings großer Agenturen vorausgehen, da deren Urteil wiederum maßgeblich für die Investitionsentscheidung vieler institutioneller Anleger ist. In Gesetzen und Anlagerichtlinien werden oftmals Ratingeinschätzungen der großen Agenturen als Messlatte für zulässige Investments vorgeschrieben.

Somit wird die Kursentwicklung von Zinspapieren entscheidend durch die offiziellen Ratingnoten bestimmt. Wenn ich weiß, wohin sich Ratings entwickeln, weiß

ich, in welche Richtung sich Risikoaufschläge und Renditen bewegen werden. Anders als bei Unternehmen gibt es für die Bonitätseinschätzung von Staaten jedoch keine statistisch auswertbare Datenbank. Historische Konkurse liefern bei Firmen Hinweise darauf, welche Kennziffern entscheidende Bedeutung haben. Die Staatspleiten der Vergangenheit sind dagegen derart unterschiedlich, dass man hier nicht mit einfachen Mustern arbeiten kann. Es gibt keine gemeinsame Rechnungslegung und auch keine Insolvenzordnung.

Sechs harte Kriterien

Man kann jedoch sechs Kriterien als harte Fiskalgaranten heranziehen. Hierzu zählen der Schuldenstand in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) sowie der Schuldenstand im Verhältnis zu den Staatseinnahmen. Des Weiteren sind die Staatseinnahmen in Prozent des BIP zu nennen; hieraus lässt sich schließen, wie viel Spielraum für Abgabenerhöhungen im Bedarfsfall noch besteht. Der primäre Budgetsaldo in Prozent des BIP ist eine weitere Größe ebenso wie die Zinslast in Prozent des BIP. Beide Komponenten sollten getrennt und unterschiedlich gewichtet werden. Daraus lässt sich erkennen, ob die Einnahmen die Ausgaben decken, wenn die Schuldenlast herausgerechnet wird. Dem gegenüber stellen wir das nominale BIP-Wachstum. Wenn ein Land beispielsweise ein 8-prozentiges Defizit hat, erscheint dies katastrophal. Kommt jedoch ein 9-prozentiges nominales Wachstum hinzu, relativiert sich der erste Schreck sogleich.

Aus diesen sechs Kriterien ermitteln wir ein eigenes Länder-Scoring für alle Länder der Europäischen Union sowie für Japan und die USA. Die ermittelten Werte werden zudem mit der Bonitätseinschätzung der Ratingagenturen sowie der aktuellen Kapitalmarktverzinsung verglichen.

Die Unterschiede unserer Scores zu den Ratings der Agenturen sind teilweise enorm. Einzige Frage: Liegen wir richtig?

„Bondinvestoren tun besser daran, den Entwicklungen voraus zu sein.“

In den vergangenen 2 Jahren hat sich gezeigt, dass sich die offiziellen Ratings unseren Einschätzungen angenähert haben – im Hinblick auf Up- ebenso wie auf Downgrades.

Vermeintliche Sicherheit kostet Rendite

Derzeit liegen die Hauptunterschiede bei kleineren Ländern wie Bulgarien und Rumänien, die wir wesentlich besser einschätzen als ihr Rating. Nur sind Staatstitel gering verschuldeter Staaten am Markt kaum präsent. Bei einigen der vermeintlich sicheren Häfen vertreten wir eine deutlich negativere Sicht. Frankreich ist kein „AAA“-Land, sondern steht eher auf einer Stufe mit Italien. Deutschland liegt mit seiner stetig steigenden Gesamtverschuldung von nun über 80 Prozent eher bei „A“. Ähnliche Zweifel bestehen bei Großbritannien. Sicherheit findet sich in größerem Maße bei den skandinavischen Ländern, den Niederlanden oder Österreich. Einige Staaten Osteuropas können als Beimischung attraktiv sein.

Japan und die USA nutzen wir als Referenzwerte, von Investments können wir nur abraten. Die Verschuldung hat ein Maß erreicht, das mit Gelddrucken nicht einfach weginflationiert werden kann.

Bondinvestoren müssen sich keineswegs mit den niedrigen Zinsen der Bundesanleihen zufrieden geben. Man kann tatsächlich ein Mehr an Sicherheit mit einem Mehr an Rendite verbinden, wenn man zu realistischen Einschätzungen der Staatsanleihen bereit und fähig ist.

KLOMFASS' CORNER

Gold glänzt nicht mehr



Dr. Stefan Klomfass, Leiter institutionelles Wertpapiergeschäft

Edelmetalle sind mehr als nur Gold, aber für alle gilt: Investoren kaufen eine Ware. Sie liefern keine Zinsen, keine Dividenden, ergo keinen Ertrag. Ein Edelmetall kann aus sich selbst heraus keine Rendite generieren. Angebot und Nachfrage bestimmen den Preis. Reine Preissteigerungshoffnungen sind aber nichts anderes als Spekulation.

Chancen schwinden ...

Nach elf Jahren steigender Gold- und Silberpreise zeigte sich zuletzt ein bedrohliches Rückschlagspotenzial.

Gold als Krisenwährung steigt historisch betrachtet jeweils vor und mitunter noch während einer Krise, aber nicht mehr danach. Die Staatsschuldenkrise in der Eurozone hat zu einem Eskalationsgrad geführt, der nun zunehmend Maßnahmen zur Beruhigung erfordert. Ein weiter steigender Goldpreis ist unwahrscheinlich. Steigende Teuerung ist ebenfalls keine Hilfe für Goldinvestoren. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass Gold in Inflationsjahren praktisch keine realen Erträge bringt. Auch hier sind es eher die Inflationsängste im Vorfeld, die den Goldpreis in die Höhe treiben.

Eine weitere These lautet, dass ein wachsender Binnenkonsum in den Schwellenländern die Goldnachfrage stark steigen lassen wird. Das Gegenteil ist der Fall. In China hat der Konsumentanteil am Bruttoinlandsprodukt kontinuierlich abgenommen, das Wachstum wird mehr und mehr durch den Investitionsboom und Staatsausgaben getragen. Zudem spielt

die Schmucknachfrage für den Goldpreis eine eher untergeordnete Rolle.

... Risiken steigen

Bei einer konjunkturellen Abkühlung würden die Rohstoffpreise insgesamt, und damit auch die der Edelmetalle, fallen. Zentralbanken werden aufgrund der Staatsschuldenkrise verstärkt Gold am Markt verkaufen. Die Goldförderer versuchen angesichts der hohen Preise ihr Angebot zu erhöhen. Nicht zuletzt könnten ETFs, die derzeit hohe Goldbestände halten, bei fallenden Kursen den Trend durch steigende Verkäufe verstärken.

Gold ist ein Rohstoff, der nicht verbraucht wird. Das Angebot steigt immer weiter. Gemäß der technischen Analyse sind Rückschläge bis 900 US-Dollar die Unze, also ein Minus von über 60 Prozent, möglich. Von 1980 bis 1999 ist der Goldpreis um rund 70 Prozent gefallen. Wer die Hausse verpasst hat, sollte nicht einsteigen. Wer sie mitgenommen hat, sollte verkaufen.

DER MARKTBERICHT

Aktien: Goldener Oktober ist erst der Anfang

Der Oktober entwickelte sich für Aktienanleger erfreulich. Doch selbst das Kursplus beim DAX und den großen europäischen Indizes von zumeist über 10 Prozent auf Monatssicht sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass wir auf Jahressicht rund 10 Prozent im Minus liegen. Die Diskrepanz zwischen den Aktienkursen und der Lage der Realwirtschaft bleibt hoch, die meisten Dividentitel sind weiterhin unterbewertet.

Die Beschlüsse des EU-Gipfels hinsichtlich eines 50-prozentigen Schuldenschnitts für private Gläubiger Griechenlands sowie höherer Eigenkapi-

tanforderungen für die systemrelevanten Banken Europas werden – so sie in dieser Form umgesetzt werden – Finanztitel weiter belasten.

Ansonsten gilt es, nicht Branchen, sondern Einzeltitel zu beurteilen. Volkswagen meldet weitere Rekordgewinne und Lieferfristen reichen weit bis ins nächste Jahr. Die südeuropäischen Wettbewerber müssen dagegen Werke schließen, Stellen streichen und auf Kurzarbeit umstellen. Nicht allein die Staatsschuldenkrise ist für diese Diskrepanz verantwortlich. Volkswagen konnte seinen Absatz in den USA steigern und profitiert von seiner gu-

ten Marktpositionierung in China sowie in weiteren Schwellenländern.

Überraschend gut waren die Quartalszahlen von Software AG, aber auch Unternehmen wie BASF verdienen unvermindert gut. Wir haben Aktien der Deutschen Telekom, die unterproportional von den Kursverlusten betroffen waren, abgebaut und dafür Daimler-Aktien aufgestockt, deren Marktkapitalisierung von 37 Milliarden Euro extrem niedrig ist in Bezug auf Umsatz und Gewinn des Weltkonzerns.

Dr. Jürgen Meyer, Head of Euroland & German Equities

InvestorNews

EINE PUBLIKATION DER SEB ASSET MANAGEMENT AG

NOVEMBER 2011

Disclaimer

Dieses Dokument stellt eine allgemeine Marketingmitteilung dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen werden ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellen weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf der dargestellten Produkte dar. Diese Produkte können nicht von US-Personen erworben werden.

Alleinverbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentanteilen ist der jeweils gültige Verkaufsprospekt in Verbindung mit dem jeweils letzten Jahres- und/oder Halbjahresbericht des Fonds. Diese Unterlagen können Sie kostenlos direkt über das Internet, bei der SEB AG oder Ihrem Berater/Vermittler erhalten. Beratungsleistungen werden von der SEB Asset Management AG nicht erbracht, und die Informationen, die in dieser Publikation enthalten sind, stellen keine Anlageberatung dar.

Anlagen in Fonds sind sowohl mit Chancen als auch mit Risiken verbunden. Der Marktwert einer Anlage kann sowohl steigen als auch fallen. In der Vergangenheit erzielte Renditen und Wertentwicklungen bieten keine Gewähr für die Zukunft; in manchen Fällen können Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen.

Der Inhalt dieses Dokuments stammt aus öffentlich zugänglichen Quellen, die als verlässlich angesehen werden. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Erwerb von Fondsprodukten ist mit Kosten/Gebühren verbunden. Der Ausgabeaufschlag stellt im Wesentlichen eine Vergütung für den Vertrieb der Anteile des Sondervermögens dar. Die Gesellschaft gewährt Vermittlern, z. B. Kreditinstituten, wiederkehrend – meist jährlich – Vermittlungsentgelte als so genannte „laufende Vertriebsprovisionen“.

Impressum

Herausgeber: SEB Asset Management AG • Rotfeder-Ring 7 • 60327 Frankfurt am Main • Telefon +49 (0) 69 2 72 99 -10 00 • Telefax +49 (0) 69 2 72 99 -0 90
Sitz Frankfurt am Main • HRB 75345 • E-Mail: info@sebam.de • Internet: www.sebassetmanagement.de

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Fredrik Boheman • Vorstand: Barbara A. Knoflach (Vorsitzende), Matthias Bart, Siegfried A. Cofalka