



Finanzmarktkolumne

Basel, 26. September 2017

Durations-Knappheit bleibt weiterhin bestehen

Von Karsten Junius, Chefvolkswirt, und Florian Weber, Fixed Income Stratege, Bank J. Safra Sarasin AG

Letzte Woche hat die US-Fed einen wichtigen ersten Schritt unternommen, um ihre Bilanz zu reduzieren.

Wir argumentieren, dass die bisherigen und aktuellen QE-Programme der G4-Zentralbanken ein wichtiger Faktor waren, um die Renditen der Renditen seit der Finanzkrise zu senken, da sie die Bereitstellung von langfristigen, sicheren Vermögenswerten, die für Privatanleger zur Verfügung stehen, reduziert haben. Trotz der Fed-Entscheidung wird das Angebot an diesen Anleihen bis Ende 2018 knapp bleiben.

Normalerweise steigt die Verfügbarkeit von Staatsanleihen in konjunkturellen Abschwüngen, da höhere Finanzdefizite finanziert werden müssen. Mit der stärkeren Nutzung von quantitativer Lockerung als geldpolitisches Instrument wird ein grösserer Teil des Anleiheangebots von Zentralbanken gekauft. A priori ist der Nettoeffekt auf die Verfügbarkeit von Anleihen nicht klar. Daher haben wir die Summe der G4-Staatsanleihen (USA, Grossbritannien, EWU, Japan) und die kumulierten G4-Zentralbankankäufe zusammengefasst. Um 2009 gab es eine starke Zunahme der Brutto-Anleihe-Emissionen, als die Haushaltsdefizite besonders hoch waren. Die Anleihen, die von Zentralbanken gehalten wurden, stiegen allmählich an. Insgesamt haben G4-Zentralbanken Staatsanleihen in Höhe von USD 6'500 Mia. gekauft, während die Staaten einen zusätzlichen Nettobetrag von USD 11'000 Mia. ausgegeben haben. Damit erhöhte sich das gesamte Nettoangebot.

Man könnte sogar argumentieren, dass die QE-Programme der Zentralbanken lediglich einen sicheren Vermögenswert (Staatsanleihen) gegen einen anderen (Zentralbankreserveguthaben) ausgetauscht haben, sodass die Gesamtversorgung der sicheren Vermögenswerte, in die der Privatsektor investieren kann, sich überhaupt nicht geändert hat. Dies ist nur z.T. korrekt: Die Duration der Reserve-Salden ist viel niedriger als die der Staatsanleihen. Für Anleger wie Lebensversicherungsgesellschaften beispielsweise, die die Laufzeit ihrer Vermögenswerte und ihrer Verbindlichkeiten ähnlich lang halten wollen, sind Reservesalden kein äquivalenter Ersatz. Deshalb haben wir die dem Markt zur Verfügung stehende Duration berechnet. Wir normieren dies auf US-Dollar. Wir berechnen damit die Duration der ausstehenden Anleihen, von denen wir die Duration aller QE-Einkäufe subtrahieren. Dies berücksichtigt, dass die auf dem Markt frei verfügbare Duration auch dann betroffen ist, wenn die Zentralbanken die Laufzeit ihres Vermögens verändern. Zum Beispiel hat die Fed dies durch «Operation Twist» in den Jahren 2011/12 getan, wo sie langlaufende Anleihen erworben und kurzfristige Anleihen verkauft hat, um die Laufzeitprämien im Rentenmarkt zu reduzieren. Wir geben die im Markt verfügbare Duration in Prozent der gesamtausstehenden Anleiheduration an. Die für den Markt verfügbare Duration ging seit 2008 allmählich, aber stetig zurück. Derzeit steht Investoren nur 2/3 der Gesamt-Duration zur Verfügung.



Dies ging weitgehend Hand in Hand mit dem Trend eines sinkenden Durchschnitts der langfristigen G4-Anleiherenditen einher. Daher schlussfolgern wir, dass die Zentralbankkäufe zu einer Knappheit der verfügbaren Duration und fallenden Anleiherenditen führte. Allerdings kann die Durations-Knappheit nur den Trend zu niedrigeren Anleiherenditen erklären, nicht aber ihre monatlichen oder vierteljährlichen Schwankungen. Wir betrachten dies als Hinweis auf die Bedeutung von Ankündigungs- oder Signaleffekten, wenn Zentralbanken ihre QE-Programme sowie andere geldpolitische Entscheidungen bekannt geben.

Unsere Erkenntnisse stehen auch nicht im Widerspruch zu der Beobachtung, dass die Anleiherenditen zuweilen in den USA bei Neuauflage eines QE-Programms anstiegen. Das steigende Vertrauen in die konjunkturelle Erholung kann leicht die zunehmenden nationalen Anleiherenditen um diese Daten erklären, wie auch andere Faktoren, die die Nachfrage nach Anleihen beeinflusst haben (beachten Sie, dass wir die Nachfragefaktoren in diesem Beitrag vollständig ignorieren.) Wichtiger ist die Beobachtung, dass es einen globalen Trend sowohl in der verfügbaren Duration als auch bei den durchschnittlichen G4-Anleiherenditen gab, was auch erklären könnte, warum der Renditeanstieg von US-Staatsanleihen im Jahr 2013 nicht nachhaltig war.

Die Fed hat kleine Schritte zur Bilanzrückführung angekündigt, während wir erwarten, dass die EZB ihre zusätzlichen Käufe im nächsten Jahr beenden wird. Die BoE hat dies bereits getan. Nur bei der BoJ erwarten wir keine Kursänderung. Die verfügbare Duration dürfte bis Ende 2017 noch leicht sinken und im Jahr 2018 auf diesem Niveau stabil bleiben. Dies spricht nicht unbedingt gegen höhere Anleiherenditen. Allerdings deutet es darauf hin, dass ein deutlicherer Anstieg erst dann wahrscheinlich wird, wenn die am Markt frei erhältliche Duration ebenfalls wieder ansteigt.

Weitere Auskünfte:

Karsten Junius | Chief Economist

T: +41 (0)58 317 32 79 | E-Mail: karsten.junius@jsafrasarasin.com

Florian Weber | Fixed Income Strategist

T: +41 (0)58 317 31 14 | E-Mail: florian.weber@jsafrasarasin.com**Media Relations**T: +41 (0)58 317 40 88 | E-Mail: media@jsafrasarasin.com**J. Safra Sarasin Gruppe – Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841**

Die internationale, der Nachhaltigkeit verpflichtete Bankengruppe ist an mehr als 25 Standorten in Europa, Asien, dem Mittleren Osten und Lateinamerika vertreten. Die J. Safra Sarasin Gruppe steht weltweit für ihre Private-Banking- und Wealth-Management-Tradition, hohe Sicherheit und für ihr gut geführtes konservatives Wachstum im besten Sinne ihrer Kunden. Per Ende Dezember 2016 betreute die Gruppe ein Kundenvermögen von rund CHF 148 Mia., beschäftigte annähernd 2 000 Mitarbeitende und verfügte über ein Eigenkapital von etwa CHF 4,4 Mia.

**J. Safra Gruppe**

Die J. Safra Gruppe (die «Gruppe») mit einem verwalteten Kundenvermögen von insgesamt mehr als USD 208 Mia. und aggregierten Eigenmitteln von USD 17,4 Mia. wird von Joseph Safra geführt. Die Gruppe besteht aus Privatbanken unter dem Namen Safra sowie Investmentbeteiligungen und Asset-basierenden Geschäftsbereichen wie Immobilien- und Agrarwirtschaft. Zu den Banken der Gruppe, die weltweit an über 165 Standorten vertreten sind, gehören: J. Safra Sarasin mit Sitz in Basel, Schweiz, Banco Safra mit Sitz in Sao Paulo, Brasilien, und die Safra National Bank of New York mit Sitz in New York City; alle sind bei einer konsolidierten Aufsicht unabhängig voneinander. Der Immobilienbestand umfasst weltweit mehr als 200 hochwertige Gewerbeimmobilien, Wohnobjekte, Einzelhandelsimmobilien und Landwirtschaftsflächen, so beispielsweise den Bürokomplex in New York City an der 660 Madison Avenue und Londons berühmtes Bauwerk «Gherkin». Zu Investitionen in anderen Bereichen gehören unter anderen Agrarbeteiligungen in Brasilien und an Chiquita Brands International, Inc. Enge Beziehungen in Märkten weltweit ermöglichen es der Gruppe, den Wert ihrer Unternehmen erheblich zu steigern. Die J. Safra Gruppe beschäftigt mehr als 29 000 Mitarbeitende.

Rechtlicher Hinweis

Diese Medienmitteilung der Bank J. Safra Sarasin AG (Schweiz) (nachfolgend «Bank») dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Das Dokument enthält ausgewählte Informationen, und es wird kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben. Es basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen und Daten («Informationen»), die als richtig, zuverlässig und vollständig erachtet werden. Die Bank hat die Richtigkeit und Vollständigkeit der dargestellten Informationen nicht überprüft und kann diese nicht garantieren. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen bilden keine Grundlage für eine vertragliche oder stillschweigende Haftung seitens der Bank für direkte, indirekte oder Folgeschäden. Insbesondere sind weder die Bank noch deren Aktionäre oder Mitarbeiter haftbar für die hier dargelegten Meinungen, Pläne und Strategien. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen und genannten Zahlen, Daten sowie Prognosen können sich jederzeit ändern. Eine positive historische Wertentwicklung oder Simulation stellt keine Garantie für eine positive Entwicklung in der Zukunft dar. Es können sich Abweichungen zu eigenen Finanzanalysen oder anderen Publikationen der J. Safra Sarasin Gruppe ergeben, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein analysiertes Unternehmen mit Gesellschaften der J. Safra Sarasin Gruppe in Geschäftsverbindung steht, wodurch sich ein potenzieller Interessenkonflikt ergeben könnte.

Dieses Dokument stellt keinerlei Anlageberatung, kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Finanzinstrumenten bzw. von sonstigen Produkten oder Dienstleistungen dar und ersetzt nicht die individuelle Beratung und Risikoaufklärung durch einen qualifizierten Finanz-, Rechts- oder Steuerberater.

Bitte beachten Sie, dass die vorliegende Medienmitteilung lediglich eine Synopsis eines Researchberichts der Bank darstellt, jedoch keine komplette Zusammenfassung desselben und der darin enthaltenen Empfehlungen. Der erwähnte Researchbericht sollte vollständig gelesen werden, bevor allfällige Entscheidungen betreffend darin enthaltene Anlageempfehlungen getroffen werden.

Dieses Dokument richtet sich an Medien und Medienschaffende in denjenigen Ländern, in welchen die J. Safra Sarasin Gruppe geschäftlich präsent ist. Die Bank lehnt jede Haftung für Verluste, die sich aus der Weiterverwendung der vorliegenden Informationen (oder Teilen davon) ergeben, ab.



J. SAFRA SARASIN



Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841

© Copyright Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten.