



Crash der Staatsanleihen?

Explodierende Staatsausgaben sind auf Dauer nicht kompatibel mit sinkenden Umlaufrenditen. Die sogenannte „Flucht in Sicherheit“ könnte sich retrospektive betrachtet als der jüngste Hype erweisen, weshalb ein professionelles Cash Management Trumpf ist.

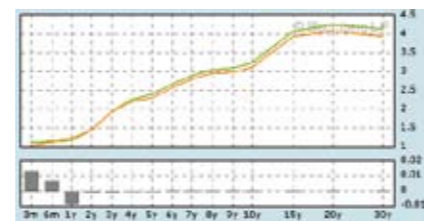
Text: Michael Kordovsky

Panikreaktionen an den Finanzmärkten sind messbar. Sie sind nämlich an den Zinsdifferenzen zwischen spekulativen Segmenten des Rentenmarktes, wie beispielsweise High Yield Bonds und der Umlaufrendite von Staatsanleihen erkennbar. Mitte Dezember 2008 erreichten sie in den USA den höchsten Stand seit den 30er-Jahren, während die Umlaufrenditen von Staatsanleihen massiv zurückgingen. Die Flucht in den sicheren Hafen von Staatsanleihen mit einem AAA-Rating führte dazu, dass am 18. Dezember 2008 die Umlaufrendite zehnjähriger U.S.-Treasury Notes vorübergehend auf 2,04 Prozent zurückging und somit den niedrigsten Stand seit den frühen 50er-Jahren erreichte, während einen Tag zuvor die Umlaufrendite 30jähriger U.S.-Treasuries auf ein historisches Tief von 2,53 Prozent fiel. Indessen kam es zum Abverkauf bei Unternehmensanleihen mit einer Bonität unter dem Investment-Grade-Rating-Level von BBB- nach S&P. Bis 15. Dezember 2008 stiegen die High Yield Spreads (Zinsdifferenzen zwischen High Yield Bonds und US-Staatsanleihen) auf 2.182 Basispunkte, was einer durchschnittlichen High Yield Bond-Umlaufrendite von ca. 24 Prozent entsprach, ehe infolge massiver Zinssenkungen der Notenbanken wieder eine rückläufige Entwicklung erfolgte, denn im Krisenjahr 2002 lag der Höhepunkt lediglich bei 1.120 Basispunkten.

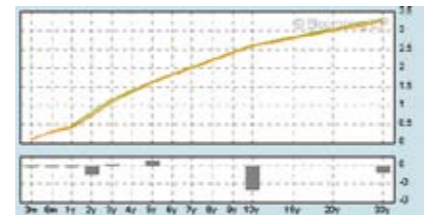
Während kurzlaufende Unternehmensanleihen von verhältnismäßig soliden Unternehmen durchaus ein Investmentthema sind, muss die sogenannte „Sicherheit“ bei langlaufenden Staatsanleihen relativiert werden, denn auf Dauer kann das aktuell niedrige Renditeniveau nicht mehr gehalten werden. Jede Renditeanpassung nach oben ist dann, abhängig von der Restlaufzeit und Modified Duration (Zinshebel der Anleihe) mit Verlusten verbunden. So

beträgt beispielsweise die Modified Duration des Bund-Futures, einer synthetischen deutschen Bundesanleihe mit einem Kupon von 6,0 Prozent und einer Restlaufzeit von 10 Jahren, bei einer Rendite (yield to maturity, YTM) von 2,93 Prozent exakt 7,68 Prozent. Sollte hier die „Umlaufrendite“ um 1,0 Prozentpunkte ansteigen, würde dies mit einem Kursverlust von 7,68 Prozent verbunden sein. Betrachtet man die historischen Umlaufrenditen deutscher Anleihen, so waren selbst Renditen von über 5,0 Prozent p.a. in den vergangenen Jahrzehnten keine Seltenheit sondern eher die Norm. Gleiches gilt auch für amerikanische Staatsanleihen.

Zinskurve deutscher Staatsanleihen (grüne Linie per 23.01.09, orange vom Vortag)



Zinskurve amerikanischer Staatsanleihen (grüne Linie per 23.01.09, orange vom Vortag)



Folgende Fakten sprechen für einen baldigen Crash der Staatsanleihen:

In einem Umfeld bald rückläufiger Steuereinnahmen expandieren die Staatsausgaben in einem atemberaubenden Tempo. Dadurch stieg im Fiskaljahr 2007/08 (28.09.07 bis 30.09.08) in den USA die Staatsverschuldung um den Rekordbetrag von 1.017 Milliarden auf 10.025 Milliarden US-Dollar bzw. 72,6 Prozent des BIPs von 2007. In der Administration Bush lag das seit September 2001 kumulierte Wachstum der Staatsverschuldung bei 8,1 Prozent p.a. vgl. mit einem nominellen Wirtschaftswachstum von 5,1 Prozent p.a.

Das am 23.01.2009 noch diskutierte Konjunkturprogramm für die USA umfasst ein Volumen von 825 Milliarden US-Dollar. Dies würde ca. 5,8 Prozent des BIPs entsprechen.

Diese Größenordnung ist vergleichbar mit jener des staatlichen Konjunkturprogramms von 1934, das zu einer Neuverschuldung von 6 Prozent des BIPs führte und lediglich eine kurze Erholung einleitete. Erst die Kriegswirtschaft mit einer Neuverschuldung von 28 Prozent des BIPs im Zeitraum von 1942 bis 1945 verschaffte Abhilfe. Derartige Maßnahmen sind heute angesichts der hohen Altverschuldung wie ein Tanz auf den Vulkan, der jederzeit in Form explodierender Zinsen für Staatsanleihen auszubrechen droht. Die Gesamtverschuldung der US-Wirtschaft betrug Ende der 20er-Jahre knapp 160 Prozent des BIPs, verglichen mit 384 Prozent heute. In Europa hingegen sind die Bilanzsummen der Banken dermaßen aufgebläht, dass sie in einigen Ländern die gesamte Wirtschaftsleistung um ein Vielfaches übersteigen, weshalb die zahlreichen Staatsgarantien und Teilverstaatlichungen von Banken langfristig eine zusätzliche Belastungsprobe für die Haushaltsbudgets darstellen.

Obama aber auch seinen europäischen und asiatischen Amtskollegen bleibt daher nur noch die Wahl zwischen vielen mageren Jahren oder einem plötzlichen Zinsschock. Die aktuellen Entscheidungen und Pläne der US-Regierung laufen zugunsten einer fiskalen Expansion, während in Europa plötzlich die Maastricht-Kriterien an Bedeutung verlieren. In China beträgt die Summe aller geplanten Konjunkturprogramme sogar ca. die Hälfte der Wirtschaftsleistung. Somit läuft die ganze Welt synchron in eine Richtung, nämlich Megadefizite im Staatshaushalt. Alleine der Geldbedarf der US-Regierung ist enorm. Zusammen mit der Ablösung von Altschulden werden die USA 2009 voraussichtlich neue Anleihen im Volumen von bis zu 2.500 Milliarden US-Dollar emittieren, vgl. mit weit über 1.000 Milliarden Euro bei den EU-Staaten. Die Kernfrage: „Wer soll das bezahlen?“ könnte bald die Umlaufrenditen nach oben treiben, weshalb rechtzeitige Absicherung von Bond-Portfolios Trumpf ist.

So schützt man sich?

Der beste Schutz vor einem Bond-Crash liegt in der Verringerung der durchschnittlichen Duration des Portfolios durch Umschichtungen in kürzere Laufzeiten oder - speisungstiger - durch Gegenpositionen in entsprechenden

Futures. So kann beispielsweise der Anteil deutscher und österreichischer Staatsanleihen mit Short-Positionen im Euro-Bund-Future bedingt abgesichert werden. Bedingt nur deshalb, da der Euro-Bund-Future im Grunde genommen lediglich bei deutschen Staatsanleihen mit Restlaufzeiten zwischen 8,5 und 10,5 Jahren einen zuverlässigen Hedge bietet. Weichen die Laufzeiten im Portfolio zu stark von jenen der zur Lieferung akzeptierten Papiere ab, so bestehen Chancen und Risiken infolge einer Verschiebung der Zinskurve. Für eine funktionierende Absicherung benötigt man deshalb für jedes Laufzeitspektrum die passenden Futures.

Für mittlere Laufzeiten von 4,5 bis 5,5 Jahren eignet sich beispielsweise der Euro-BOBL-Future, dessen aktueller Kurs genau den Preis darstellt, den ein Investor am Markt für eine deutsche Bundesanleihe mit genau fünfjähriger Laufzeit bei einem Kupon von 6,0 Prozent bezahlen müsste. Besonders langlaufende deutsche Staatsanleihen mit Restlaufzeiten von 24 bis 35 Jahren können noch mit Short-Positionen im Euro-BUXL-Future, einer synthetischen Bundesanleihe mit einem Kupon von 4,0 Prozent und einer Laufzeit von 30 Jahren, abgesichert werden.

Die Zinskurve wird – ähnlich wie in den USA – auch in Europa zunehmend steiler. Das bedeutet Kursverluste am langen Ende des Laufzeitspektrums, während sich kurze bis mittlere Laufzeiten (maximal 5,5 Jahre) noch relativ stabil verhalten. Doch das niedrige Zinsniveau mahnt davor, sich weiterhin auf eine durch Umschichtungen in kürzere Laufzeiten induzierte Stabilisierung des Kursniveaus zu verlassen, weshalb neben dem BOBL-Future noch der Euro-Schatz-Future zur Absicherung von Laufzeiten zwischen 1,75 und 2,25 Jahren in Frage kommt.

Alle vier genannten Absicherungsinstrumente werden als Euro-Fixed Income Futures bezeichnet und an der EUREX gehandelt. Der Nominalwert eines ihrer Kontrakte liegt bei 100.000 Euro. Die Initial Margin (Sicherheitsleistung, die bei Positionseröffnung bei der Clearingstelle zu hinterlegen ist bzw. auch „Erst-Einschuß“ genannt) liegt bei 2.012 Euro im Bund-Future, 1.387 Euro im Bobl-Future und 612 Euro im Schatz-Future.

Darüber hinaus besteht noch die Möglichkeit auch spekulativ auf einen Kurseinbruch bei US-Treasuries mit Laufzeiten von 10 oder 30 Jahren zu setzen. Man shortet einfach an der Chicago Board of Trade (CBOT) die entsprechenden U.S. Treasury Bonds Futures. Der Nominalwert pro Kontrakt liegt bei jeweils 100.000 US-Dollar. Kleinere Depotvolumina bestehend aus diversen europäischen Staatsanleihen bzw. entsprechenden Anleihenfonds können über folgenden standardisierten Short-ETF auf europäische Staatsanleihen aus 11 Ländern abgesichert werden: Short iBoxx Euro Sovereigns Eurozone Total Return Index ETF (ISIN: LU0321463258). Die Performance läuft spiegelverkehrt zum zugrundeliegenden Index. Darüber hinaus erhöhen noch Geldmarktzinsen den Ertrag. Erwähnenswert ist auch die Tatsache, dass die besonders Staatsanleihen-crashgefährdeten Länder Italien, Portugal und Griechenland im Index mit über 30 Prozent gewichtet sind.

Die einfache pragmatische Alternative zu den genannten Absicherungen wäre ein Portfolio bestehend aus:

60 % Tagesanleihe des Bundes (Deutschland); ISIN: DE0001030070; Verzinsung: zwischen 2,00 und 6,00 Prozent im Taggeldsatz EONIA: EONIA X 0,925; darunter bzw. darüber Pauschalabschläge von jeweils 0,15 bzw. 0,45 Prozentpunkten.

28 % Österreichische Bundesschatze mit Laufzeiten von 3, 6 oder 12 Monaten (www.bundesschatz.at)

12 % Gold- und Silbermünzen wie beispielsweise der Gold- oder Silberphilharmoniker