

## Monatsbericht September 2010

Strategiebericht des Fondsmanagers

### Wann platzt die Obligationen-Blase?



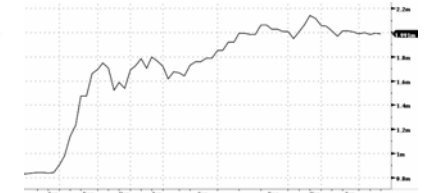
Zu den Grundpfeilern des Kapitalismus zählen freie Märkte, auf denen sich über Angebot und Nachfrage Preise für Güter bilden können. Steigende Preise für Güter können dabei entweder mit einer steigenden Nachfrage oder einem sinkenden Angebot zusammenhängen. Im Falle der Obligationenmärkte ist es sogar so, dass seit einigen Quartalen aufgrund von Neuemissionen das Angebot wieder steigt, die Nachfrage nach dieser Anlageklasse aber noch stärker zu steigen scheint. Im Ergebnis sind die Renditen bereits auf so tiefe Niveaus gesunken, dass es nicht mehr abwegig ist, von einer Blase zu sprechen.

Doch was können die Beweggründe für einen Run auf Obligationen sein? Üblicherweise fallen Obligationen-Renditen, wenn die Risikoaversion der Marktteilnehmer steigt und sie verstärkt einen sicheren Hafen für ihr Vermögen suchen. Dies würde erklären, warum Staatsobligationen wie z.B. die zehnjährigen Eidgenossen mit aktuell 1.1% Rendite auf Verfall so tiefe Niveaus erreicht haben, dass man meinen könnte, es werde in Zukunft nie wieder Inflation geben. In der Vergangenheit war Inflation jedoch ein treuer Begleiter von Wirtschaftswachstum. Wer also in seine Überlegungen keine Inflation einpreist, erwartet demnach auch langfristig kein Wirtschaftswachstum. Oder unterschätzt diese Gefahr ganz einfach. Das ARVEST-Anlagekomitee war zwar in den letzten Jahren stets sehr kritisch, was den Wirtschaftsverlauf und das Ausmass der erwarteten Erholung anging. Aber so pessimistisch wie der Obligationenmarkt sind selbst wir nicht!

Die Interpretation der tiefen Renditen an den Obligationenmärkten als Ausdruck einer hohen Risikoaversion ist zudem nicht ganz schlüssig. Wäre dem so, so würden tiefe Renditen bei Staatsobligationen von soliden Staaten Sinn machen. Es macht aber keinen Sinn, dass Obligationen von Unternehmen mit Ramsch-Status ebenso tief rentieren wie zuletzt vor Ausbruch der Krise in 2007. Wer risikoavers ist, investiert nunmal nicht in Unternehmen mit sehr schlechter Bonität. Zumal beim pessimistischen Wirtschaftsszenario Deflation zu erwarten wäre, was die realen Fremdkapitalschulden von diesen ohnehin hoch verschuldeten Unternehmen weiter in die Höhe treiben und deren Refinanzierbarkeit weiter erschweren würde. Eine intelligente und durchdachte Flucht in Sicherheit sieht jedenfalls anders aus.

Die vereinfachte Erklärung einiger Marktkommentatoren, wonach sich die Optimisten auf den Aktien- und die Pessimisten auf den Obligationenmärkten tummeln, greift daher eindeutig zu kurz. Doch wie lässt sich die offensichtliche Schizophrenie der Kapitalmärkte in Europa und den USA sonst erklären?

Die stark erhöhte Notenbankgeldmenge könnte eine Erklärung für die undifferenzierte Nachfragezunahme bei Obligationen sein. Die US-Notenbankgeldmenge ist immerhin seit Mitte 2008 von 840 Mia. USD um stolze 137% auf zuletzt 1991 Mia. USD gestiegen (siehe Chart rechts). 1.15 Bio. USD mehr Papiergeld sind sicherlich nicht zu verachten. Jedoch muss hier einschränkend erwähnt werden, dass im gleichen Zeitraum die Geldumlaufgeschwindigkeit, die für die effektive Geldmenge ebenfalls berücksichtigt werden muss, stark gefallen ist. Unter Mitberücksichtigung dieser Umlaufgeschwindigkeit ergibt sich eine effektive Geldmengenausweitung um „nur noch“ 25% oder 340 Mia. USD.



Käufer, die wegen einer etwas höheren Rendite langfristige Anleihen kaufen, aber nicht über gleich lange Verbindlichkeiten oder einen kürzeren Anlagehorizont verfügen, verletzen aus Gier und/oder Notstand die goldene Bilanzregel der Fristenübereinstimmung. Dieses Geschäftsmodell hat sich in der Vergangenheit nur gelohnt, wenn am Ende des Tages ein grosser Bruder wie z.B. der Staat zugegen war, um einen auf Kosten Dritter zu retten.

Auch wenn das ARVEST-Anlagekomitee die Ursachen für die ungewöhnlich tiefen Obligationen-Renditen nicht abschliessend benennen kann. Klar ist, dass die Renditen vor allem am langen Ende viel zu tief sind und in keinsten Weise für die eingegangenen Risiken entschädigen. Aus dieser Perspektive betrachtet kann man die unverhältnismässig tiefen Renditen bei vielen Obligationen mit tiefer Bonität durchaus als Ausdruck einer Blasenentwicklung deuten. Diese wird mit Sicherheit platzen, wenn die eingegangenen Risiken in einem volatileren Marktumfeld wieder sichtbar werden.

Wohl dem, der bei einer wirklich aktiven Vermögensverwaltung über genügend Freiheiten verfügt und nicht um jeden Preis alle Risiken, die sich im Markt aufbauen, in seinem Portfolio halten muss.

31.08.2010  
ARVEST Funds AG,  
Beyzade Han, Fondsmanager