

CSR-KOMMENTAR Nr. 9/2019

„Bekommen wir japanische Verhältnisse?“

Diese und ähnliche Fragen sind in den letzten 12 Monaten immer wieder gestellt worden. Mindestens genauso oft wurde gefragt: „Wie lange bleiben die Zinsen noch so tief?“

Nun, beide Fragen treffen nicht den Kern des Problems, spiegeln aber eine Wunschvorstellung des Fragestellers, daher möchten wir in drei Schritten verdeutlichen, was das Kernproblem ist. Im ersten Schritt möchten wir eine Standortbestimmung vornehmen, im zweiten Schritt werden wir versuchen, wenn das überhaupt möglich ist, ein paar Erklärungsansätze aufzuzählen, um dann im letzten Teil mögliche Zukunftsszenarien zu skizzieren, die sich aus der Interpretation der Äußerungen von der Zentralbank und der Politik ergeben könnten.

Die Zinsen in Deutschland liegen heute bereits deutlich unter den japanischen Zinsen, wie Sie der beigefügten Grafik I entnehmen können, womit schon klar wird, dass wir bei der Zinsstrukturkurve Japan bereits „unterholt“ haben – erlauben Sie uns diese Wortschöpfung, da sich die Welt grundlegend verändert hat. Aber wie sieht es mit Wachstum oder der Staatsverschuldung aus? Hier gibt es sicherlich Unterschiede, die man kurz aufzählen darf. Die Staatsverschuldung ist mit fast 240 % des BIPs in Japan mehr als vier Mal so hoch wie in Deutschland, aber das Wachstum ist gleichzeitig seit Jahren erheblich geringer als in Deutschland. Die japanische Zentralbank kauft Staatsanleihen nach der „Staubsaugermethode“ und macht auch keinen Hehl daraus, dass sie im Zweifel alle ausstehenden Staatsanleihen aufkaufen würde. Wenn wir aber nur diese beiden Staaten betrachten, so greift das sicherlich zu kurz. Es gibt noch ein drittes exportstarkes und Leistungsbilanzüberschuss-Land, das hier ins Bild passt und daher auch erwähnt werden sollte. Es sind unsere Nachbarn in der Schweiz. Merken Sie etwas? Ja, es sind die „fleißigen“ drei Staaten, deren Währungen gegen alle anderen Währungen nach dem zweiten Weltkrieg aufgewertet haben. Werden hier gerade die „Streber“ bestraft? In der Schweiz ist der Zins noch tiefer als in Deutschland; die Staatsverschuldung spielt hier keine Rolle, da bei Problemen bisher die Schweizer Nationalbank als „Ausputzer“ auf den Plan trat. Ihr internationales Wertpapiervermögen ist größer als das BIP, finanziert durch das „Drucken“ des Schweizer Frankens, um die Währung gegen zu kräftige Kurssteigerungen zu verteidigen. Die Faktenlage können Sie dem hohen Anteil der roten Fläche in der Grafik I entnehmen, die zeigt, dass in den meisten Ländern der westlichen Welt die Zinsen nicht nur niedrig, sondern deutlich negativ sind, sodass Sie heute keinen Zinsertrag mehr kaufen können, sondern als Sparer vielmehr eine implizite Steuer beim Erwerb von Anleihen zahlen „dürfen“.

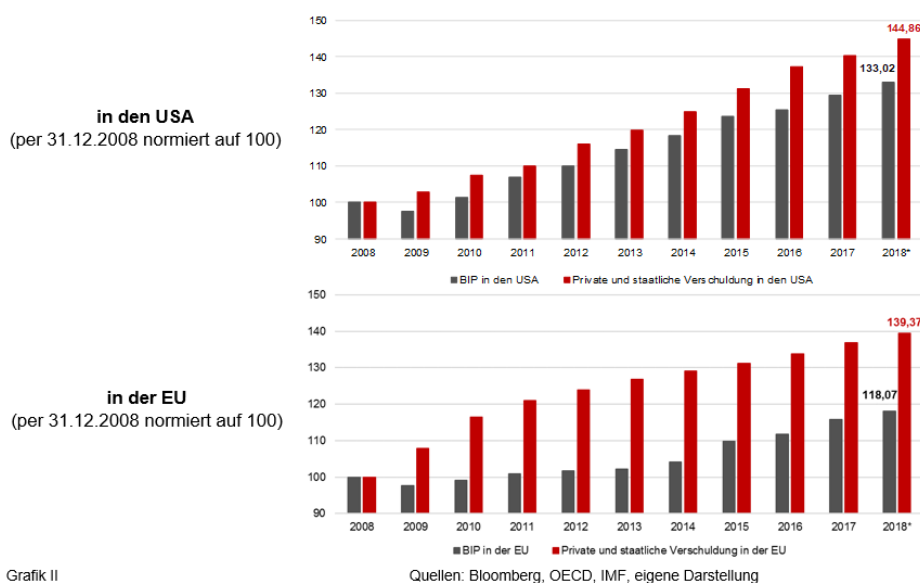
Staatsanleihen	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre	5 Jahre	6 Jahre	7 Jahre	8 Jahre	9 Jahre	10 Jahre	Spread 10 - 2
Schweiz	-0,89	-0,91	-0,92	-0,91	-0,91	-0,87	-0,85	-0,81	-0,82	-0,79	0,12
Deutschland	-0,68	-0,77	-0,81	-0,82	-0,77	-0,77	-0,74	-0,69	-0,63	-0,57	0,20
Dänemark	--	-0,82	--	-0,81	-0,75	--	--	-0,68	--	-0,55	0,27
Niederlande	--	-0,75	-0,79	-0,77	-0,69	-0,64	-0,60	-0,53	-0,49	-0,42	0,32
Österreich	-0,63	-0,68	-0,68	-0,65	-0,57	-0,54	-0,47	-0,43	-0,40	-0,32	0,36
Finnland	-0,65	-0,71	-0,71	-0,67	-0,66	-0,55	-0,52	-0,43	-0,38	-0,31	0,40
Frankreich	-0,63	-0,70	-0,73	-0,71	-0,64	-0,57	-0,50	-0,43	-0,37	-0,28	0,43
Schweden	--	-0,59	--	-0,62	-0,60	-0,54	--	-0,45	--	-0,26	0,33
Belgien	--	-0,67	-0,69	-0,63	-0,55	-0,52	-0,47	-0,40	-0,32	-0,25	0,42
Japan	-0,31	-0,32	-0,35	-0,36	-0,36	-0,36	-0,36	-0,35	-0,30	-0,22	0,10
Irland	-0,55	-0,28	-0,14	-0,54	-0,48	-0,37	-0,29	--	-0,13	-0,04	0,24
Spanien	-0,51	-0,52	-0,47	-0,36	-0,30	-0,18	-0,08	0,00	0,07	0,14	0,66
Portugal	-0,43	-0,61	-0,45	-0,32	-0,29	-0,13	-0,05	0,00	0,09	0,16	0,76
UK	0,46	0,36	0,29	0,28	0,28	0,21	0,26	0,32	0,40	0,48	0,12
Italien	-0,25	-0,27	-0,12	0,00	0,21	0,24	0,49	0,58	0,63	0,82	1,09
USA	1,74	1,62	1,56	--	1,54	--	1,61	--	--	1,66	0,04

Grafik I

Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung – Stand 30.09.2019

Wie konnte es überhaupt zu dieser negativen Zinslandschaft kommen?

Während man in Japan sicherlich mit der Immobilienblase Ende der 80er Jahre des letzten Jahrhunderts anfangen könnte, reicht es, für die Schweiz und Deutschland ins Jahr 2008 zurückzugehen. Es mag zwar aus der damaligen Sicht alternativlos gewesen sein, das Banken- und Finanzsystem zu retten, aber die Folgen dieser Rettung verspüren wir bis heute. Wir sind auch keineswegs aus dieser Krise raus, sondern wir halten den „Patienten“ nur mit Hilfe der niedrigen und jetzt sogar negativen Zinsen auf „Wachstumskurs“⁴⁴. Die Verschuldung rund um den Globus ist in dieser Krise stärker gestiegen als das nominale Wachstum, was auf Dauer keinen Sinn machen kann (siehe Grafik II). Und obwohl die Zinsen nun negativ sind, kommt es nicht – wie im Lehrbuch nachzulesen ist – zu einer kräftigen Inflation. Lassen Sie uns den letzten Punkt von drei Seiten betrachten. Richtig ist, dass die Inflation der Warenkörbe weit hinter der theoretischen Anstiegshöhe zurückgeblieben ist; gleichzeitig darf nicht übersehen werden, dass es gerade in den letzten Jahren zur Asset-Preis-Inflationen bei Immobilien, Oldtimern, Kunst, Wein, etc. gekommen ist. Diese Art von Inflation heizt nebenbei dann die Diskussionen über die (Um-)Verteilung an. Den dritten Blickwinkel bezüglich der Inflationserwartungen sollten Sie bitte einmal selbst beantworten: Wie gut konnten Sie (als Produzent bzw. Anbieter) in den letzten 5 Jahren und insbesondere in den letzten 12 Monaten Preiserhöhungen bei Ihren Produkten durchsetzen? Oder gehören Sie auch zu denen, die eher im globalen Wettbewerb dem Preisdruck nach unten standhalten müssen? Bei all den schlechten Gefühlen, die wir bei negativen Zinsen entwickelt haben, darf man den alten Spruch von Amschel Meyer Rothschild nicht vergessen: „Das Geld ist nicht weg, es ist nur woanders.“



Grafik II

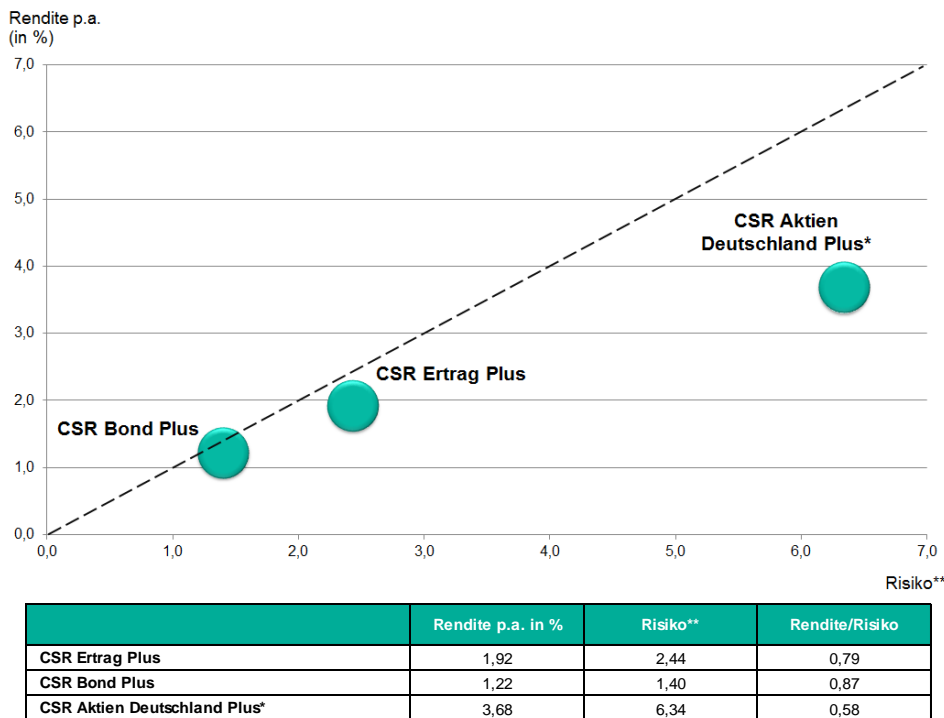
Wie es scheint, haben wir in den letzten 10 Jahren das Wachstum in der westlichen Welt nur mit Hilfe des sehr niedrigen und nun negativen Zinses, der steigenden Verschuldung und, wenn das nicht reichte, durch Steuererleichterungen oberhalb der Nullgrenze gehalten, was nicht von Stärke zeugt. Hier scheint auch der implizite Auftrag aller Zentralbanken zu liegen. Die gesamte Diskussion über die Höhe der Inflationsraten soll lediglich vom eigentlichen Problem des Wachstums ablenken!

Mit diesem Wissen fällt es dem Betrachter schwer, in die „Zins-Glaskugel“ zu schauen. Offenbar können (oder dürfen) die Zinsen aus dieser Falle nicht wie Phönix aus der Asche aufsteigen. An viel zu vielen Stellen unseres Wirtschaftssystems sind Preise oder Indexstände an die historische Zinsentwicklung gekoppelt: Ob es die Berechnung eines Immobilienwertes betrifft, das Abdiskontieren eines Aktienwertes (korrekt müsste es aufgrund des negativen Zinses eigentlich „Aufdiskontieren“ lauten), die Berechnung eines Firmenwertes bei Fusion oder Übernahme, und (nicht zu vergessen) die großen Bestände an festverzinslichen Wertpapieren bei Banken, Sparkassen, Versicherungen und Pensionskassen, die dann erhebliche Abschreibungen hinnehmen müssten. Andersherum gesprochen: Wenn die (Welt-)Wirtschaft es schaffen würde, einen selbsttragenden Aufschwung zu erreichen, bei dem die Unternehmen auch wieder aktiv ihre Investitionen ausbauen würden, dabei gleichzeitig die Margen ausweiten könnten, um dann die gesamtwirtschaftlichen Verschuldungsquoten zurückzuführen, dieses Umfeld auch zu einem moderaten

Lohnanstieg führen könnte, an den sich dann in einem gewissen Abstand eine leichte Inflationserhöhung anschließen würde, dann könnten wir uns auch durchaus wieder „normalere“, wenn auch nicht mehr wirklich hohe Zinsen vorstellen. Aber in dieser endlosen Wenn-Dann-Reihe gibt es noch zwei Faktoren, die bis hierher nicht erwähnt wurden und über die die Fachleute noch so sehr streiten, dass wir sie lediglich der guten Ordnung halber erwähnen möchten: Erstens scheint das demographische Problem die Märkte zu belasten und zweitens kann keiner der Experten einschätzen, welche Auswirkung Digitalisierung, KI und Automatisierung in den nächsten Jahren auf das oben dargestellte Idealszenario haben würde. Zusammenfassend möchten wir festhalten, dass Sie sich eher darauf einstellen sollten, dass wir alle noch lange Zeit mit diesen negativen Zinsen werden leben müssen; dafür werden EZB-Präsidentin Lagarde und ihre Mitstreiter in Tokio, Zürich und Washington sehr wahrscheinlich sorgen. Kleiner Trost: auch für diese Damen und Herren ist das aktuelle Zinsumfeld Neuland und wohl ein Langfrist-Projekt.

Quelle: https://de.wikipedia.org/wiki/Liste_der_Länder_nach_Staatsschuldenquote

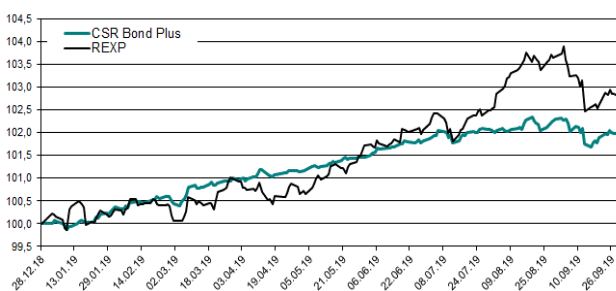
Rendite und Risiko der CSR-Fonds auf einen Blick (31.12.2013 - 30.09.2019)



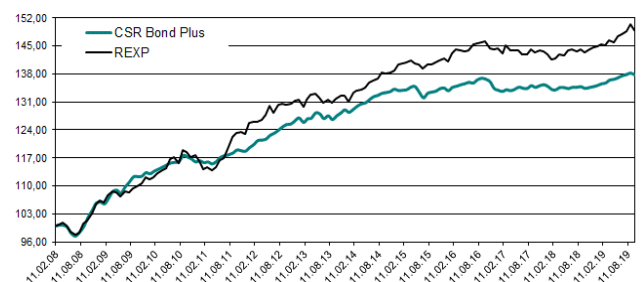
* bis 02.01.2017 CSR „AS – Equity D“ wikifolio, ab 02.01.2017 CSR Aktien Deutschland Plus Fonds ** monatliche Volatilität der Renditen (annualisiert)

Quelle: www.wikifolio.de, Bloomberg, eigene Darstellung

Performance des CSR Bond Plus

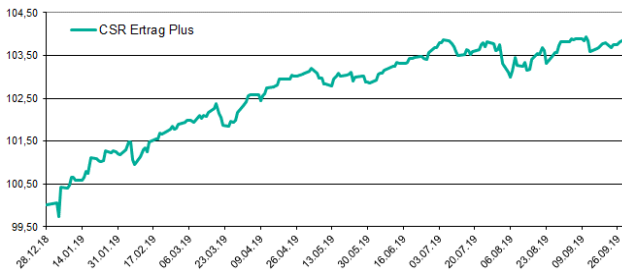


in 2019: **+1,97 %** (REXP: +2,78 %)

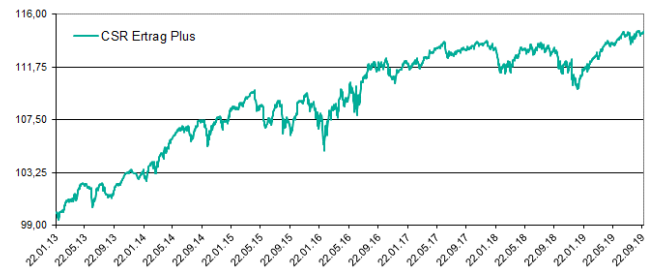


seit Auflage: **+37,78 %** (REXP: +49,04 %)

Performance des CSR Ertrag Plus

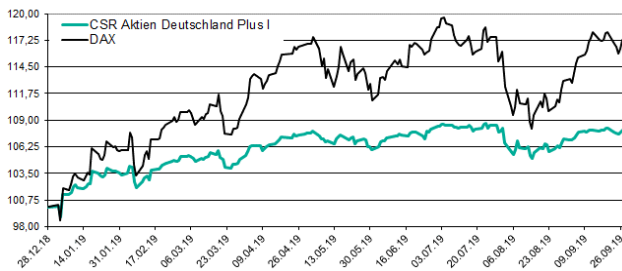


in 2019: **+3,88 %**

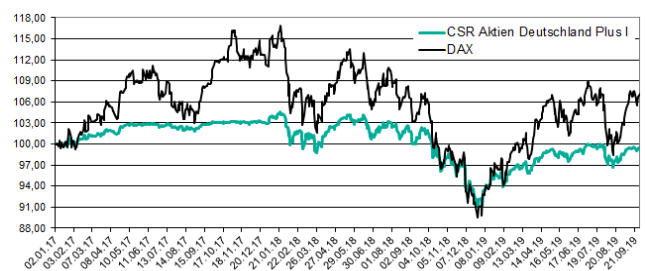


seit Auflage: **+14,61 %**

Performance des CSR Aktien Deutschland Plus I



in 2019: **+8,07 %** (DAX: +17,70 %)



seit Auflage: **-0,50 %** (DAX: +7,15 %)

Links zu den aktuellen Factsheets unserer CSR-Fonds:

<https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-bond-plus.html>

<https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-ertrag-plus.html>

<https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-aktien-deutschland-plus.html>

Marktentwicklung und Zusammenfassung

- Der DAX konnte im September deutlich an Wert zulegen (+4,09 %), während der REXP einen ebenso deutlichen Verlust zu verzeichnen hatte (-0,87 %), da die 10-jährige Bundrendite im vergangenen Monat wieder anzog und zuletzt bei -0,57 % notierte. Der Euro verlor gegenüber dem US-Dollar weiter an Wert (-0,76 %).
- Unsere Fonds konnten sich in diesem Umfeld stabil halten. Die aktuelle Jahresperformance beträgt per Ultimo September:
CSR Bond Plus: +1,97 %, CSR Ertrag Plus: +3,88 %, CSR Aktien Deutschland Plus: +8,07 % (I-Tranche) bzw. +7,76 % (R-Tranche).