

Bond-Märkte – Zentrum des Risikos

Description

Don Coxe ^[1] warnt im [Interview](#) davor, dass der Bull-Markt bei Anleihen auf sein Ende zusteuert. Die jüngsten Extrem-Bewegungen beim deutschen Bund lassen ihn darauf schließen, dass die Entwicklung der Bond-Kurse nun in ihre manische Phase eingetreten ist. Er fühlt sich da 1999 erinnert, als er riet, sich aus Technologie-Aktien zu verabschieden. Sie hatten sich in den neun Monaten danach zwar nochmals verdoppelt, aber er blieb bei seinem Rat und hatte letztlich recht. Er hätte es damals nicht für möglich gehalten, dass das Aktien-KGV im Nasdaq auf 120 steigen konnte.

Solche manische Phasen folgen ihrem eigenen Momentum (siehe auch [hier!](#)). Für ihn steht außer Zweifel, dass dieses Stadium erreicht ist, seit die Rendite der zehnjährigen deutschen Bunds, der nach den US-Treasuries zweitwichtigsten Staatsanleihe weltweit, jüngst [innerhalb einer Woche um das 18-fache gestiegen](#) ist. Jetzt sei ein Gebiet wilder finaler Spekulation betreten worden mit der Tendenz zu [negativen Zinsen](#).

20 Unternehmen managen 70% der Bond-Versorgung weltweit. Diese Risiko-Konzentration geht weit über das hinaus, was wir gesehen haben in der Endphase der Spekulation mit dem Müll der Subprime-Hypotheken und deren Verbriefungen. In der jetzt angebrochenen Phase des Bond-Marktes könnte man märchenhafte Mengen an Geld verlieren, zu gewinnen gäbe es nichts mehr.

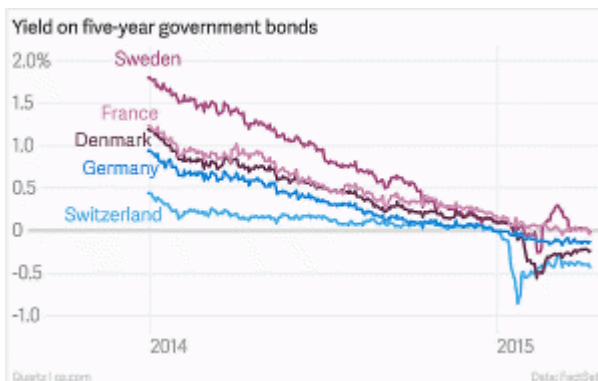
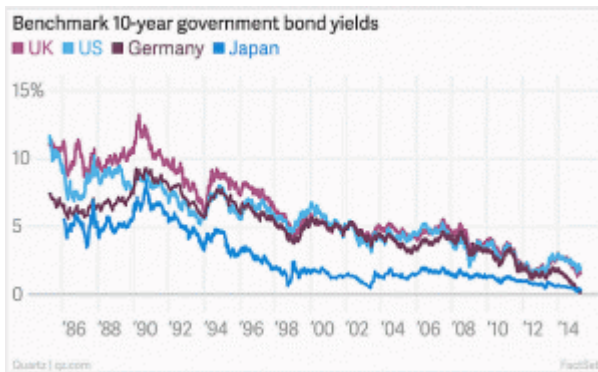
In den zurückliegenden 12 Monaten sind 60% der Junk-Bonds in den USA mit "Cov-Lite"-Modalitäten ausgegeben worden. Normal war bisher eine Quote von zehn Prozent und weniger. Mit "Cov-Lite" werden Darlehensformen bezeichnet mit geringeren Auflagen bei der Bereitstellung von Sicherheiten. Häufig werden solche Kredite ausgegeben, um hochgradig fremdfinanzierte Unternehmenskäufe durch Private Equity Fonds zu ermöglichen. Ähnlich wie bei Subprime-Krediten werden auch diese Kredit-Formen gebündelt und deren Verbriefungen gehandelt. Da ist sie wieder, die exzessive Risiko-Neigung...

Auch das ist ein Hinweis darauf, dass der Anleihemarkt jetzt das Zentrum des Risikos ist. Viele Pensions-Fonds und individuelle Investoren haben zehnjährige TNotes als Anker der Stabilität angesehen. Aber das ist vorbei, sagt Coxe, sie sind jetzt eine Quelle von Instabilität.

Wer sind bei der erwähnten Konzentration im Bond-Markt die Käufer, wenn sich große Akteure von ihren Bond-Positionen trennen wollen? Möglicherweise fehlen die dann erst einmal. Zuletzt hatte es diese Situation um 1980 gegeben, als die Treasury-Kurse fielen ohne ein einziges Gebot am Handelstag. Das dürfte sich in nicht allzu ferner Zukunft wiederholen, sagt Coxe. Und das greift dann über auf den Aktienmarkt.

Mehr als 100% des Cashflow von Unternehmen werden aktuell für Aktienrückkäufe eingesetzt werden, damit fehlen dann Mittel, um den Bond-Markt zu stützen. Die großen Akteure an den Bond-Märkten wiederum können sich ihre Bond-Positionen nur gegenseitig verkaufen, weil es eben nicht mehr als 20 große Spieler gibt. Dieser "Ringelpiez" kommt irgendwann zum Stillstand, dann folgt der Absturz der Bond-Kurse. Und dann bleiben nur noch die Notenbanken als Retter in der Not, aber die haben ihre Bilanzen bereits heftig strapaziert.

Es gibt für die Zinsentwicklung nicht mehr viel Raum nach unten (für die Kurse nach oben), die Zinsen waren selbst in den früheren schweren Depressionen wie etwa nach 1929 nie so niedrig wie aktuell. Zudem fehlt die Erfahrung der heutigen Bond-Manager mit wirtschaftlichen Depressionen. Das erhöht das Risiko zusätzlich, sagt Coxe abschließend. Und: "Die Einbahnstraße bei Bonds geht historisch zu Ende."



[Die beiden Charts sind dieser [Quelle](#) entnommen]

Die Renditen von US-Treasuries sind im Vergleich zu denen anderer industrialisierter Länder immer noch hoch (sehen wir einmal von Griechenland und anderen Wackelkandidaten ab). Das dürfte zunächst noch Kapital aus anderen Bond-Märkten anziehen, die US-Renditen drücken und cet.par. den Dollar stärken.

Die Entscheidung der EZB, im Mai und Juni (und eventuell im September (...und vielleicht auch noch im Juli und August???) das Volumen ihrer monatlichen QE-Käufe über den Planwert von 60 Mrd. Euro hinaus auszuweiten, ist ein klarer Hinweis, dass die Bank vom Bond-Markt ausgehende Turbulenzen für möglich hält.

Das Ende des Bull-Markts bei Anleihen, insbesondere bei Staatsanleihen, ist schon oft ausgerufen worden. In den zurückliegenden Wochen und Monaten mehren sich allerdings die Hinweise, dass dies keine historisch ferne Möglichkeit mehr ist. Aber wie nah ist es? Der Verlauf solcher nach Coxe manischen Phasen ist schwer vorherzusagen. Nehmen wir das jüngste Vorbild für eine solche Entwicklung: Die Subprime-Krise ließ sich im Frühjahr 2007 nicht länger übersehen (siehe [hier!](#)), dann kam es im Sommer desselben Jahres zu ersten größeren Turbulenzen (siehe [hier!](#)). Aktien ignorierten die Entwicklung (siehe [hier!](#)), sie erreichten im Spätjahr 2007 ihr damaliges zyklisches Topp. Dann dauerte es immer noch bis zum September 2008, bis die Schuldenblase endgültig platzte. Historische Parallelen sind immer problematisch – ich sehe gewisse Ähnlichkeiten zwischen heute und dem Frühjahr/Sommer 2007.

Bitte vergleichen Sie zum sehr langfristigen Bild der Zinsentwicklung auch: "[Zinswende voraus?](#)"

Fußnoten:

1. Don Coxe ist Chef von Coxe Advisors. Er hat 1981 den Beginn des Bull-Marktes bei Bonds richtig vorhergesehen und zum massiven Einstieg geraten. Heute, 34 Jahre später, sagt er sein Ende



voraus mit einer finalen manischen Phase bei negativen Zinsen. [\[?\]](#)