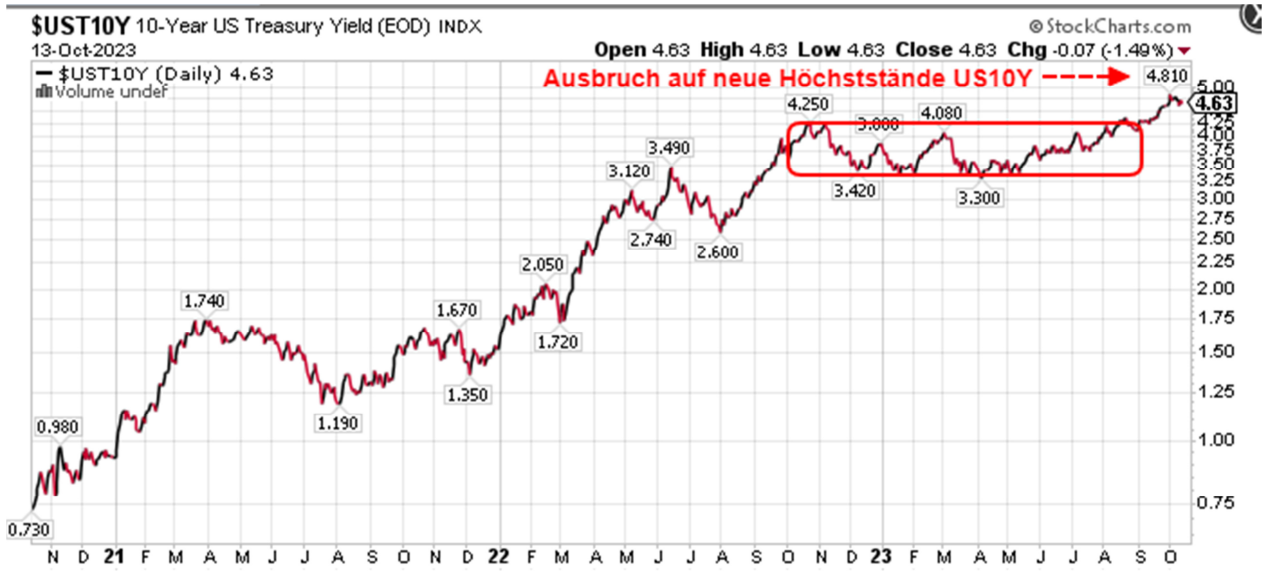


Anlage C zu Gedanken zu den Märkten Update Zinsen

1. Einleitung

1.1. Zusammenbruch des Anleihemarktes

Die Talfahrt an den Märkten für Staatsanleihen verschärfte sich, als die US-Renditen 10Y am 03.10.2023 mit 4,81% den höchsten Stand seit 16 Jahren erreichten.



Historischer Zusammenbruch bei Long-Anleihen

Die Verluste bei Staatsanleihen mit längerer Laufzeit können mit einigen der berüchtigtsten Markteinbrüche in der Geschichte der USA mithalten. Nachfolgend ein Beispiel.

Ein ETF mit längerfristigen Anleihen hat seit seinen Hoch am 27.07.2020 bei 156,02 bei einem Wert von 65,02 am 13.11.2023 einen Verlust von -55,89% bezogen auf das Hoch erlitten.



Der Rückgang des ETF für langfristige Anleihen im Zeitraum 2020-23 ist mittlerweile genauso groß wie der Rückgang der Aktien während der Finanzkrise 2008 (Anm.: -57%).

Während des säkularen Bullenmarktes bei Anleihen bestand die Strategie der letzten Jahrzehnte darin, einfach zu kaufen wenn die Renditen steigen. Dieser Trend ist eindeutig zu Ende.



Fazit: säkularer Bullenmarkt zu Ende

1.2. Problemstellung

Was ist das wahrscheinliche Szenario, wenn sinkende Anleihekurse aufgrund anhaltend hoher Zinsen beginnen, die Aktienkurse zu drücken und die Realwirtschaft ins Stocken gerät?

Wahrscheinlich höhere Staatsausgaben. Dies verschlechtert jedoch die Schuldenquote und könnte die langfristigen Zinssätze erhöhen, da die Inflationserwartungen und die Laufzeitprämien (Entschädigung für das Halten langfristiger Anleihen) steigen.

2. Analyse

2.1. Ursachen für den Crash am Anleihemarkt

Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen erreichte am 03.10.2023 ein neues 16-Jahres-Hoch und stieg auf einen Höchststand von 4,802 %.

Es kursieren zahlreiche Erklärungen, die von der knapp abgewendeten Schließung der Regierung über die Liquidation eines großen Hedgefonds bis hin zum ausländischen Verkaufsdruck aufgrund des starken Dollars und zum Verkaufsdruck von Privatkunden und institutionellen Anlegern aufgrund des erwarteten massiven Angebotsüberhangs von zukünftige Staatsemissionen reichen.

Auch die Auswirkungen der restriktiven Rhetorik der US Notenbank und der anhaltenden quantitativen Straffung sowie die Auflösung des Yen-Carry-Trades werden als Ursache für den Crash am Anleihemarkt genannt.

Alle scheinen sehr plausible Erklärungen zu sein, aber es ist auch unwahrscheinlich, dass sie einzeln für sich genommen eine so tiefgreifende Wirkung haben.

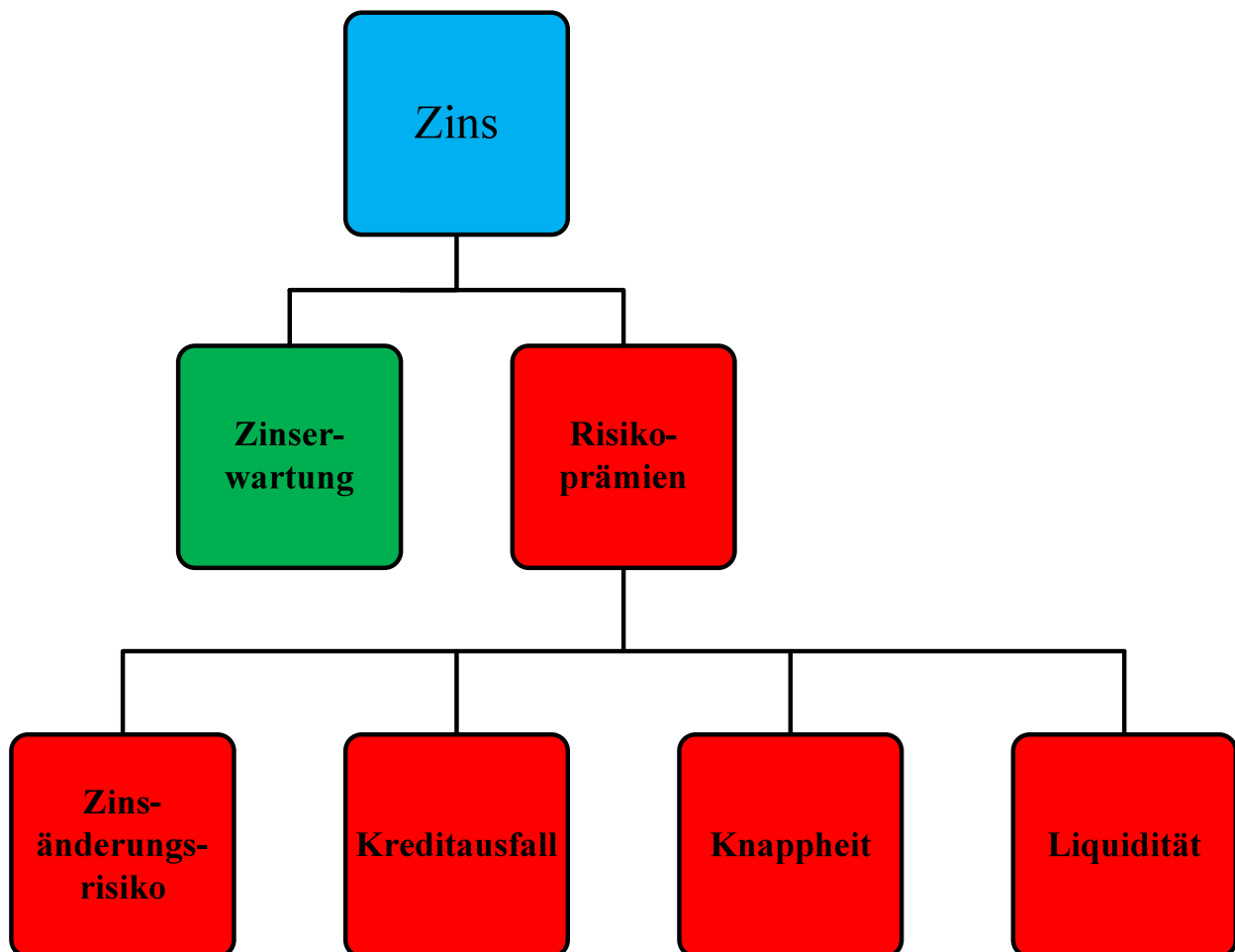
Fazit: Höchstwahrscheinlich handelt es sich um eine Kombination aller oben genannten Gründe.

2.2. Um wie viel höher können die Zinsen steigen?

Die Analyse von Zinsen ist wesentlich komplexer als die Analyse eines Aktienindizes.

Nachfolgend sehen sie auch warum.

Determinanten Zinsentwicklung



Nachfolgend ein paar ausgewählte Schwerpunkte.

2.3. Risikoprämie US Staatsanleihen – Emission von Staatsanleihen als Treiber

Anleger erhielten derzeit keine Entschädigung in Form einer Risikoprämie.

Ende August 2023 habe diese nach Schätzung der US Notenbank sogar minus 0,5 Prozentpunkte betragen – gegenüber einem historischen Durchschnitt von plus 1,5 Prozentpunkten.

Diese Risikoprämie beziehe sich im Fall amerikanischer Staatsanleihen ausschließlich auf das Inflationsrisiko. Ein Bonitätsrisiko (Ausfallrisiko) gebe es für die USA – anders als für den Euroraum – nicht, da diese sich in der eigenen Währung verschuldeten und daher die Notenbank jederzeit Geld drucken könne, indem sie Staatsanleihen aufkaufe.

Damit sei für Staatsanleihen der USA ein ungewöhnlich guter Zusammenhang zwischen Inflationstrend und der Risikoprämie für Anleihen zu beobachten.

Den USA stehe aber in den kommenden Jahren ein merklicher Anstieg der Staatsschulden bevor und die Risikoprämie könnte in den kommenden zwölf Monaten um etwa einen Prozentpunkt steigen und zwar unabhängig von der Entwicklung der Fundamentaldaten.

Fazit: Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen könnte wegen der zu erwarteten Steigerung der Risikoprämie bis auf 5,5 Prozent klettern, auch bei einem stabilen Inflationstrend.

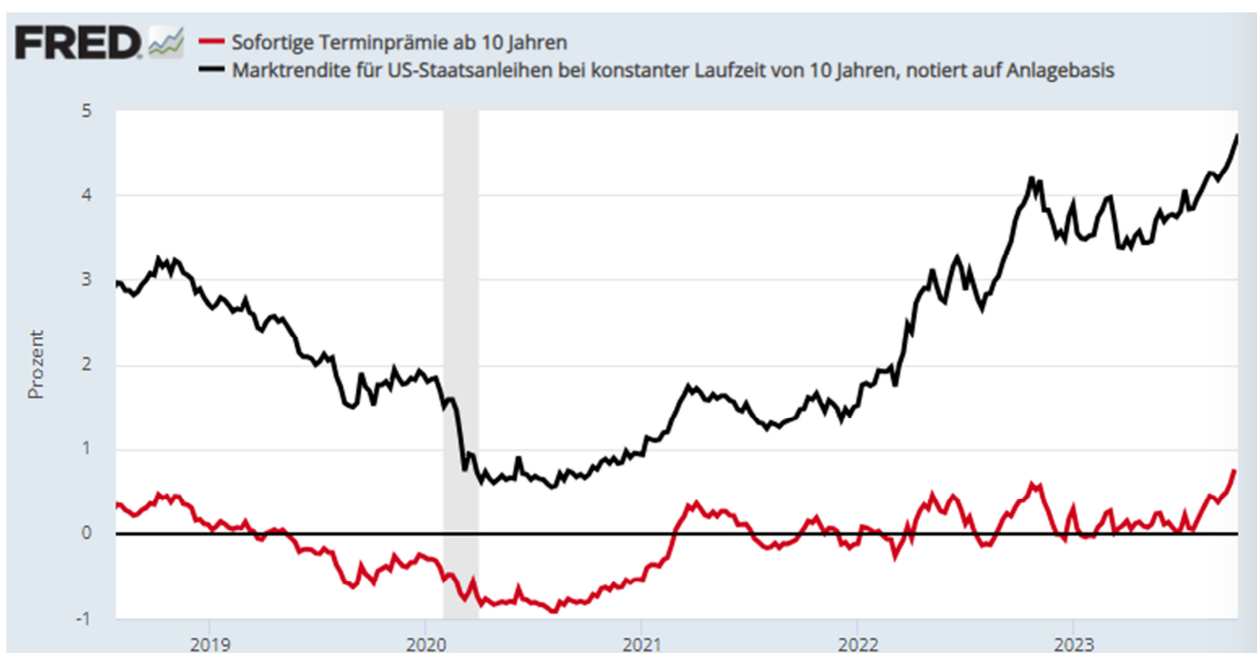
2.4. Zinsänderungsrisiko - Beitrag der Laufzeitprämie zur Renditeveränderung von Anleihen

Anleiherenditen kann man meist in zwei bewegliche Teile abbilden:

a) erwartete zukünftige Leitzinsen über die Laufzeit der Anleihe

b) eine Laufzeitprämie

Die Laufzeitprämie ist definiert als die Entschädigung, die Anleger dafür benötigen, dass sie das Risiko tragen, dass sich die Zinssätze während der Laufzeit der Anleihe ändern.



Die Laufzeitprämie wurde durch niedrige Inflation, Haushaltsüberschüsse usw. gesenkt. Jetzt kehrten sich alle Faktoren um und die Laufzeitprämie (Chart oben rt) wird wieder positiv.

Fazit: Zwei Elefanten (steigende US Zinsen 10Y sw; steigende Kaufzeitprämie rt) im Raum – Problem für Anleger?

2.5. Liquidität

2.5.1. QT der US Notenbank (Geldpolitik)

Eine Schlüsselrolle im aktuellen Anstieg der Anleiherenditen spielt die US Notenbank durch ihre Politik der quantitativen Straffung (QT; Quantitative Tightening). Im Gegensatz zur quantitativen Lockerung (QE; Quantitative Easing), bei der die US Notenbank Anleihen kauft, um die Geldmenge zu erhöhen und die Zinsen zu senken, verkauft die Fed nun aktiv ihre Anleihebestände.

Dieses Vorgehen macht die **US Notenbank zu einem Nettoverkäufer von Staatsanleihen und erhöht das Angebot dieser Papiere auf dem Markt.**

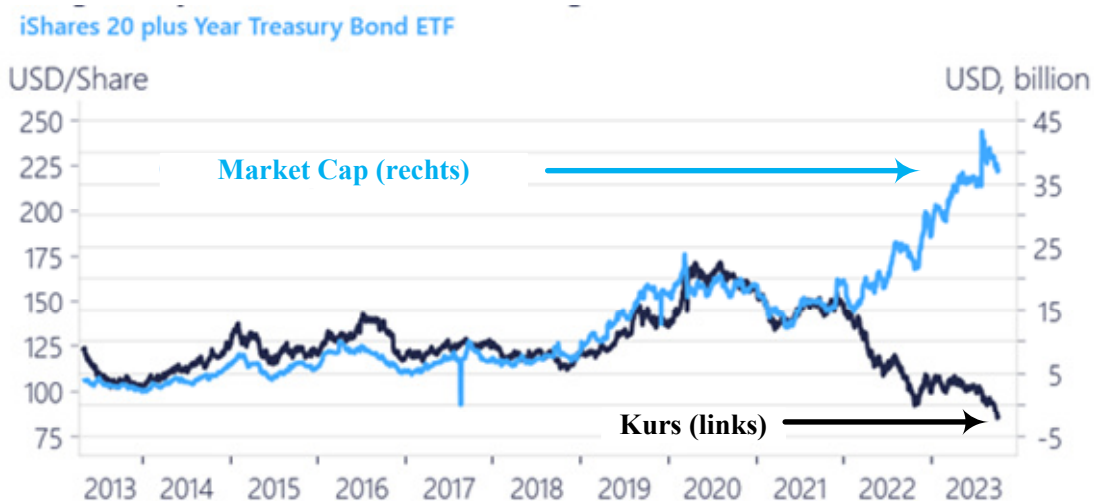
Ein erhöhtes Angebot bei gleichbleibender oder sinkender Nachfrage führt zu zum Preisverfall mit steigenden Renditen.

2.5.2. Nachfrage ausländischer Käufer von US Staatsanleihen

Ausländische Käufer (China, Saudi-Arabien.....), scheinen sich unter anderem wegen geopolitischer Überlegungen, vom Markt für amerikanische Staatsanleihen zurückzuziehen.

2.5.3. US Haushalte

Die US-Haushalte sind derzeit die einzigen großen Nettokäufer von Anleihen, während die Nachfrage bei allen anderen Spielern (US Notenbank, Ausländer....) weg ist.



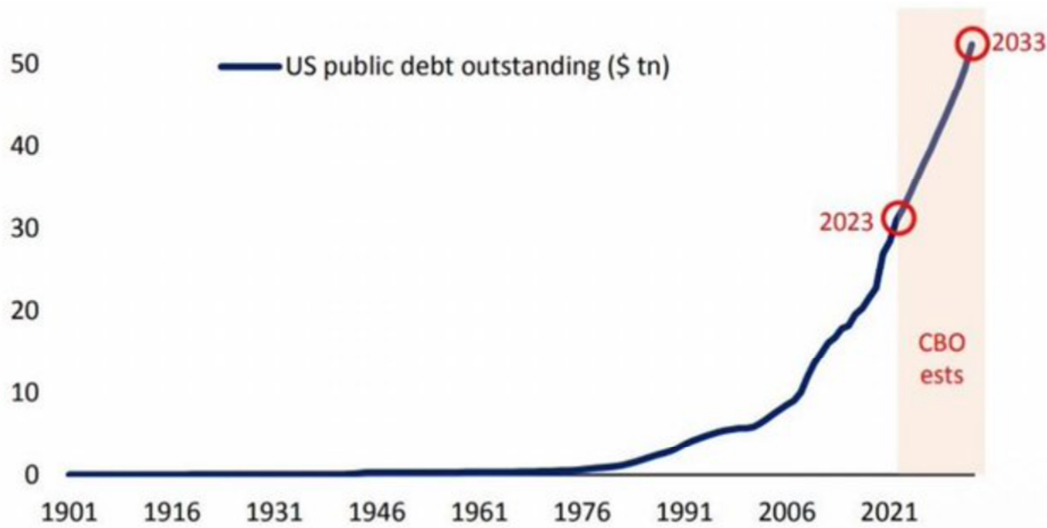
US Haushalte glauben immer noch auf niedrigere Zinssätze, trotz einer schrecklichen Leistung bei der Wertentwicklung.

2.6. Knappheit - US Regierung (Fiskalpolitik)

Steigende Haushaltsdefizite: Das Haushaltsdefizit der US-Regierung hat sich in diesem Jahr deutlich verschlechtert.

Der Inflation Reduction Act (IRA) und der CHIPS and Science Act von 2022 wird in der in Kraft getretenen Fassung das Defizit in den nächsten Jahren um über 1 Billion US-Dollar erhöhen.

Das US Congressional Budget Office (CBO) prognostiziert, dass sich das jährliche Defizit der US-Regierung sich über die nächsten 10 Jahre "fast verdoppeln" werde.



Allein die Zinsaufwendungen dürften 3 Milliarden US-Dollar pro Tag erreichen.

Das bedeutet, dass von der Fiskalpolitik (US Regierung) ein hohes Angebot an US Schuldtiteln auf den Anleihemarkt treffen wird.

2.7. Kreditausfall

Unter „Kreditausfall“ versteht man uneinbringliche Forderungen gegenüber Kreditnehmern, die in Zahlungsschwierigkeiten geraten sind und nun ihre Zins- und Tilgungsleistungen ganz oder teilweise nicht mehr besorgen können.

Zahlungsschwierigkeiten äußern sich in Kredit-Spreads (Differenzen).

Zur Zeit kann man Kreditausfall vor allem auf zweierlei Art messen:

a) Spread für Hochzinsanleihen



Trotz des weltweiten Blutbads bei festverzinslichen Wertpapieren scheinen die Spreads von Hochzinsanleihen für Unternehmen unhaltbar unterdrückt zu sein.

Ich denke eine Ausweitung der Kredit-Spreads dürfte die nächste Entwicklung sein.

b CDS (Credit default Swaps)

Das Kreditrisiko lebt in CDX-Spreads wieder auf (HY Hochzinsanleihen, IG Unternehmensanleihen (d. h. Anleihen mit einem Rating von BBB- und höher)).



3. Zusammenfassung

Der Rückgang der Staatsanleihen im Zeitraum 2020-23 ist mittlerweile schlimmer als der Rückgang der Aktien während der Finanzkrise 2008.

Steigende Realrenditen und Veränderungen der Geldpolitik der BoJ (Bank of Japan) waren ein wesentlicher Treiber für den jüngsten Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen.

Die geringere Nachfrage seitens des Auslandes (China....) und der US Notenbank hat zum Anleiherückgang beigetragen.

Bärenmärkte für Anleihen enden normalerweise erst, wenn eine Krise eintritt (Anleihebullen müssen glauben, dass eine Krise/Rezession und/oder eine Kehrtwende der US Notenbank bevorsteht).

Insgesamt gibt es im Nachhinein viele Gründe, den jüngsten Anstieg der Renditen zu erklären, und derzeit ist die Dynamik eindeutig einseitig.

Auch in Bezug auf Anleihen wird die Stimmung im Konsens immer pessimistischer, in manchen Fällen sogar sehr pessimistisch.

Die Preisanpassung bei Anleihen war bereits erheblich (katastrophal) und Anleihen sehen günstig aus.

Irgendwann wird es also enorm sinnvoll sein, Anleihen zu kaufen.

Aber Anleger sollten in den Charts Folgendes sehen: bessere technische Daten, eine Änderung der makroökonomischen Spannung vom Inflationsrisiko zum Wachstumsrisiko (Krise/Rezession) und eine Änderung der Fed-Politik.

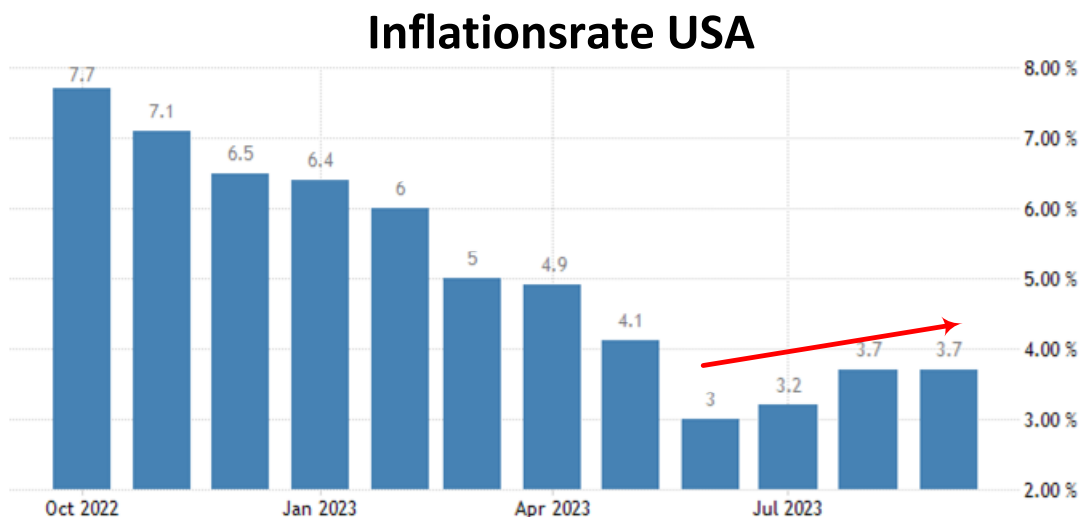
Bis dahin werden die Turbulenzen an den Anleihemärkten weitergehen, bis sich die Stimmung verbessert.

4. Meine persönliche Meinung

Es gibt immer noch ein paar wichtige Punkte für Anleger:

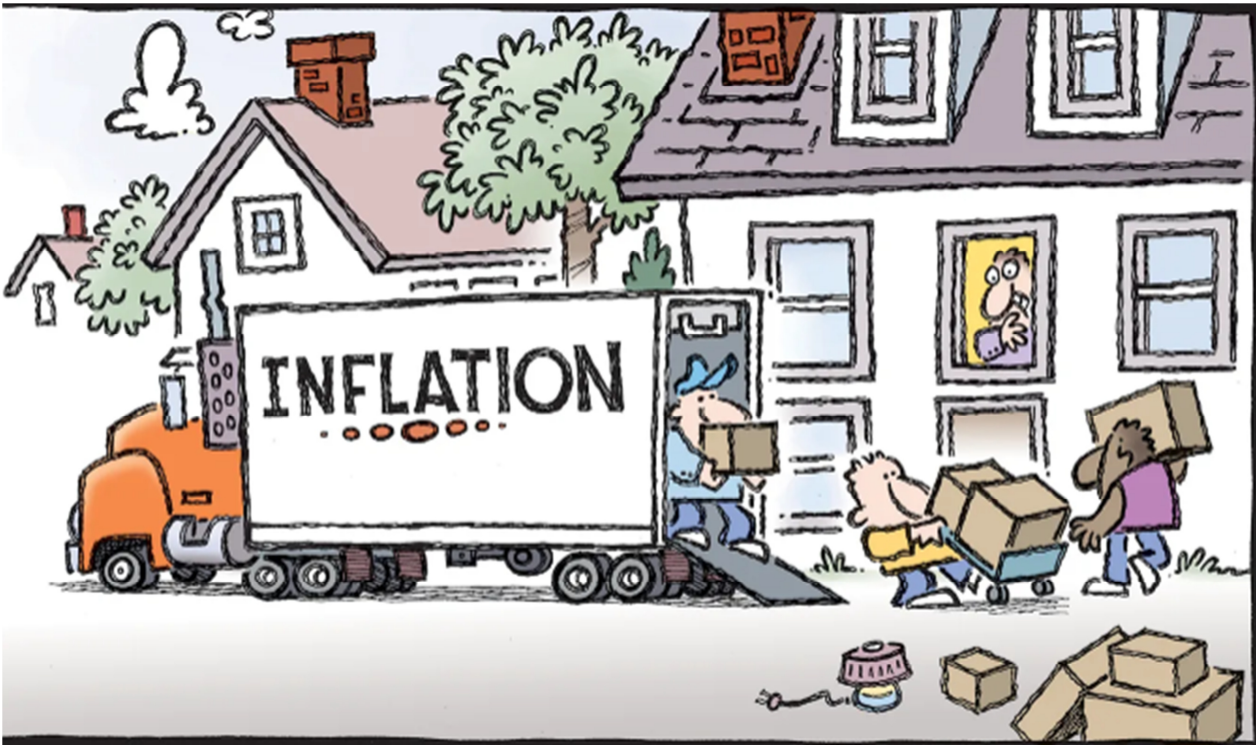
a) Inflation USA – Inflationsgeschichte ist noch nicht vorbei

Es ist keine Spekulation mehr. Wir haben gerade den vierten Monat in Folge eine Inflationsbeschleunigung erlebt. Nicht gut für die Menschen und für die langfristigen Anleihen (US10Y....).



Es geht nicht mehr darum, wann der Höhepunkt der Inflation erreicht wird, sondern darum, wohin die Inflation sinken wird.

Von 7,7 % auf 4,1 % war der einfache Teil. Von 4,1 % auf 3 % wird es schwierig. Von 3 % auf 2 %? Bisher sehe ich nichts, was uns dorthin bringt?



Fazit: CPI (Inflation USA) weigert sich Entwarnung zu geben

b) Warum Anleihen in einer Rezession möglicherweise nicht steigen

Wichtige mögliche Gründe, warum Anleihen in einer Rezession möglicherweise nicht steigen:

1. Eine Rezession wird mit einer hohen Inflation (Stagnation) einhergehen
2. Das Angebot an Anleihen während der Rezession wird im Verhältnis zur Nachfrage zu hoch sein.
3. Die Unsicherheit und damit die Laufzeitprämie werden hoch sein

Fazit: Das Szenario „Anleihen erholen sich nicht“ scheint ein erhebliches Risiko zu sein.

c) Überdenken der 60/40 Portfoliostrategie – Anleiheanteil reduzieren?

Die traditionelle 60/40-Anlagestrategie, die zu 60 % aus Aktien und zu 40 % aus Anleihen besteht, ist seit Jahrzehnten ein fester Bestandteil für Anleger.

Anleihen verfügten über zwei Eigenschaften, die sie für 60/40 Portfolio Anleger nahezu unverzichtbar machten:

- Sie fungierten als Portfolio-Absicherung für Aktien;
- Sie schützten vor Rezessionen.

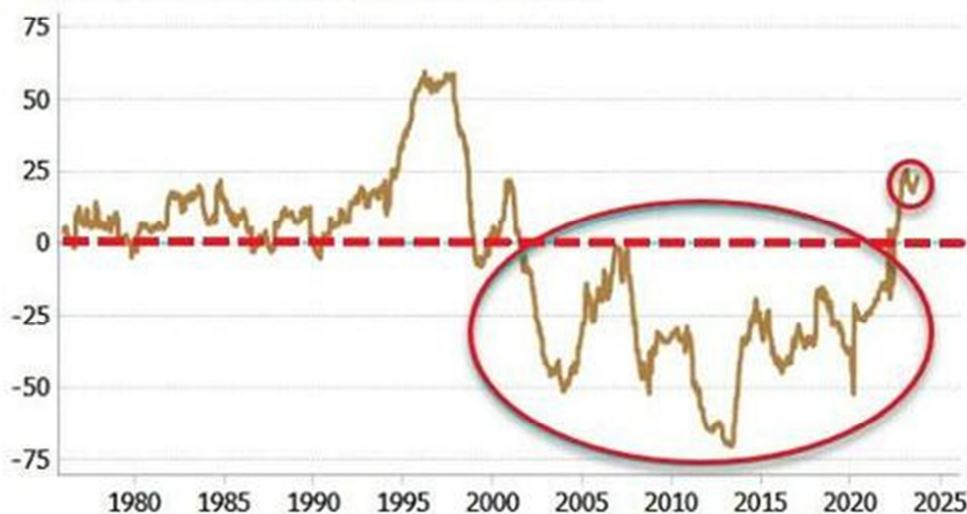
Aber beide Merkmale werden im gegenwärtigen Regime erhöhter und instabiler Inflation zunehmend in Frage gestellt.

Die Aktien-Anleihen-Korrelation ist nun positiv, nachdem sie jahrelang negativ war.

Sollte die Anlagestrategie 60/40 wegen der Korrelation Aktien zu Anleihen überdacht werden?

Stock-Bond Correlation Now Positive Again

— Stock-Bond Correlation (2y rolling of 1w changes)



Die Ära der 60/40-Anlagestrategie geht wahrscheinlich zu Ende.

Es kann einige Zeit dauern, bis der Umstrukturierungsprozess dieser traditionellen Anlagestrategie sichtbar wird.

Diese Verschiebung dürfte andere Marktsegmente begünstigen, die in der Vergangenheit über einen längeren Zeitraum nicht so gefragt waren.

Fazit: Harte Vermögenswerte (Gold; US-Dollar; Mega-Cap-Tech-Aktien ...) dürften einer der Hauptnutznießer dieses neuen Makroregimes sein.

d) Zusammenfassung

Ein globaler Anleihenmarkt, der bereits mit US-Schulden überlastet ist, könnte einem Verkaufsdruck ausgesetzt sein, der die Zinsen in die Höhe treibt,

Das US-Finanzministerium wird große Mengen an Anleihen verkaufen müssen, da die Staatsdefizite in die Höhe schnellen.

Wenn Anleger jedoch keinen ausreichend hohen Realzins erhalten, werden sie Anleihen verkaufen.

Kommt es zu Verkäufen, steigen die Zinssätze weiter an, da der Markt Anleihekäufer anlocken muss.

Nun zur Frage wann sollte man Long-Positionen in langfristigen US Anleihen (US10Y...) eingehen.

Im aktuellen Kontext gibt es drei logische mögliche Auslöser:

- Schwäche auf dem Arbeitsmarkt, z. B. ein Anstieg der Arbeitslosenansprüche

Weitere finanzielle Belastungen, z. B. durch US-Regionalbanken

Ein möglicher Wandel hin zu einer restriktiveren Finanzpolitik (Fiskalpolitik US Regierung)

Wenn die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen tatsächlich einen Paradigmenwechsel erfahren hat, können sich Anleihen nicht länger auf ihren Lorbeeren als „Hafen im Sturm“ ausruhen. Sie müssen einen echten Mehrwert bieten.

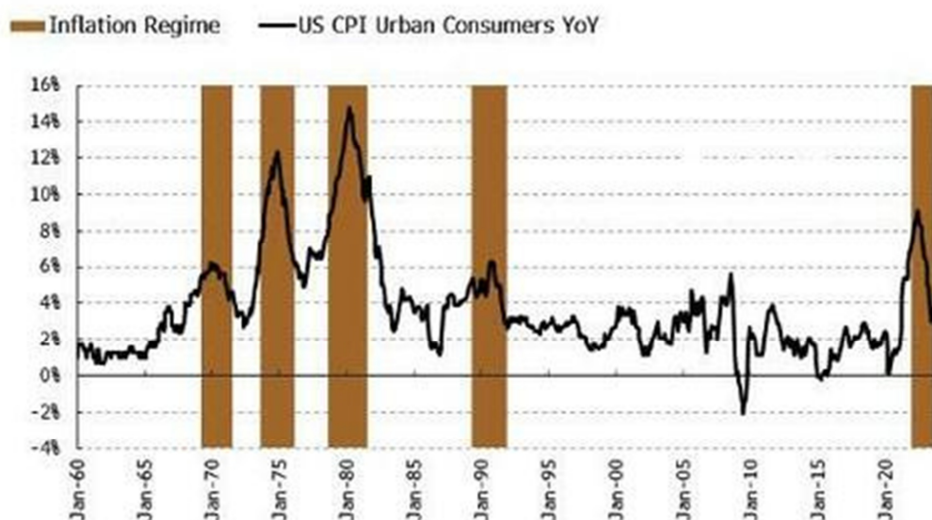
Anleger sollte dabei etwas Wichtiges beachten ► Wie sich verschiedene Vermögenswerte in Zeiten niedriger und hoher Inflation entwickelt haben.

Denn in einem Inflationssystem kann ein Wachstumsschock von einem Inflationsschock begleitet sein, was bedeutet, dass Aktien und Anleihen gleichzeitig fallen.

Das ist es, was Anleger berücksichtigen in ihrem 60/40 Portfolio berücksichtigen sollten.

Und gegenwärtig befinden wir uns in einem Regime hoher Inflation

Inflation Regimes 1960 to 2023



Reale Vermögenswerte – Rohstoffe, Gold und TIPS – eignen sich besser als Anleihen im 60/40 Portfolio und als **Absicherung gegen eine Rezession in Zeiten erhöhter Inflation.**

Fazit: Trotz steigender Renditen in den USA sind langfristige US Anleihen (US 10 Y.....) (noch) kein Kauf, erst bei niedriger Inflation.