

Anlage A Update Zinsen

1. Einleitung

Die Rendite der 10-jährigen Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe (UST10Y) ist am 20.10.2023 auf den höchsten Stand (4,93%) seit Beginn der Subprime-Krise im August 2007 gestiegen.

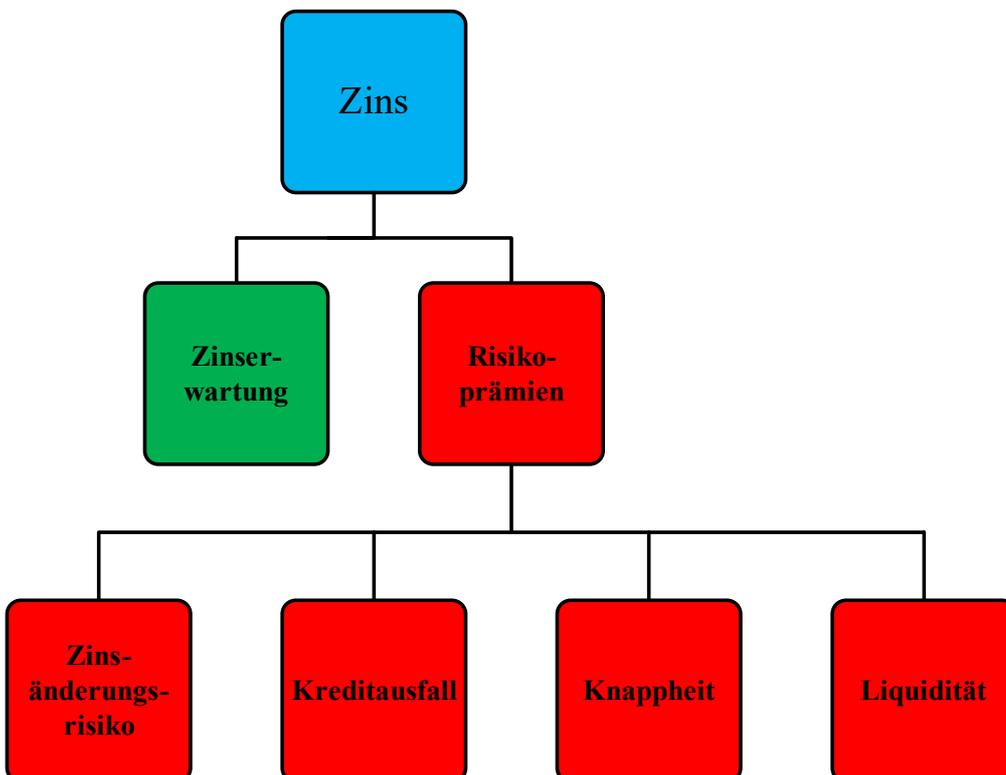


2. Analyse

Worauf ist der Anstieg der langfristigen Zinsen US10Y zurückzuführen?

Der Anstieg der Renditen wird von verschiedenen Faktoren beeinflusst.

Determinanten Zinsentwicklung



Der rasante Anstieg der Anleiherenditen ist aber nicht allein auf die Rhetorik der US-Notenbank „höher für länger zurückzuführen ► **Zinserwartung**.

Der jüngste Markttrend zeigt eine Rückkehr der Laufzeitprämie als **Markttreiber** ► **Risikoprämien**.

Die größte Ungewissheit im Moment liegt nicht in den Wirtschaftsdaten.

Die größte Ungewissheit ist politischer Natur - nicht nur darüber, was in globalen Krisenherden wie der Ukraine und jetzt in Israel geschieht, sondern auch darüber, ob Amerika noch in der Lage ist, eine stabile Regierung zu bilden und sich selbst zu regieren.

Fazit: Die Anleihemärkte verlangen derzeit höhere langfristige Zinssätze, weil es (zumindest kurzfristig) keinen Ausweg aus diesem schwarzen Loch der politischen Unsicherheit zu geben scheint.

3. Zusammenfassung

Eine Reihe von Faktoren, einschließlich der wirtschaftlichen Bedingungen und der politischen Unsicherheit, wirkt sich auf die langfristigen Zinsen US10Y aus.

Es ist nicht das Narrativ (Anm.: Erzählung...) von steigenden Haushaltsdefiziten und der Angst vor steigender Staatsverschuldung.

Fazit: Die Wahrheit ist, dass die langfristigen Zinssätze steigen, wenn die Unsicherheit über die Zukunft zunimmt.

4. Weitere Gedanken - Wie denken die Anleger über den Renditeanstieg bei den Anleihen?

Es gibt zwei Lager hinsichtlich der Bedeutung dieses rasanten Renditeanstiegs für die Wirtschaft und riskante Anlagen.

4.1. Das erste Lager macht die einigermaßen vernünftige Beobachtung, dass bald etwas kaputt gehen wird. Die wichtigsten Fragen sind: Was, wann und wo geht etwas kaputt?

Nach Jahren der Nullzinsen wird eine solch abrupte Straffung zwangsläufig etwas kaputt machen.

Die Renditen von US-Staatsanleihen bewegen sich in Richtung 5% und vielleicht über 5 % und erhöhen das Risiko, dass „etwas kaputt gehen könnte“ ...

Diese „Bis etwas kaputtgeht“-Schlagzeilen beziehen sich auf die Tatsache, dass das Größte, wofür die US Notenbank zuständig ist, bereits kaputt gegangen ist: die Preisstabilität.

Jetzt versucht die US Notenbank, die Lage durch höhere Zinsen wieder in Ordnung zu bringen.

Der nächste Ort, wo etwas kaputt gehen könnte, wird ein Kreditereignis sein, weil das Risiko von Kreditereignissen zunimmt.

Junk Bonds werden zum Haupttreiber des Anleihenmarktes. Die jahrelange Anhäufung von Schulden bei extrem niedrigen Zinssätzen hat die Zahl der Zombie-Unternehmen auf ein unhaltbares Niveau ansteigen lassen, Unternehmen, die unter einem normalen Zinsumfeld wahrscheinlich Schwierigkeiten gehabt hätten, zu überleben. Jetzt treten wir wahrscheinlich in eine Ära anhaltender höherer Zinssätze ein, die viele dieser Namen in den Bankrott treiben wird.

4.2. Die zweite weniger populäre, aber nicht radikale Ansicht ist, dass wir lediglich eine Normalisierung erleben.



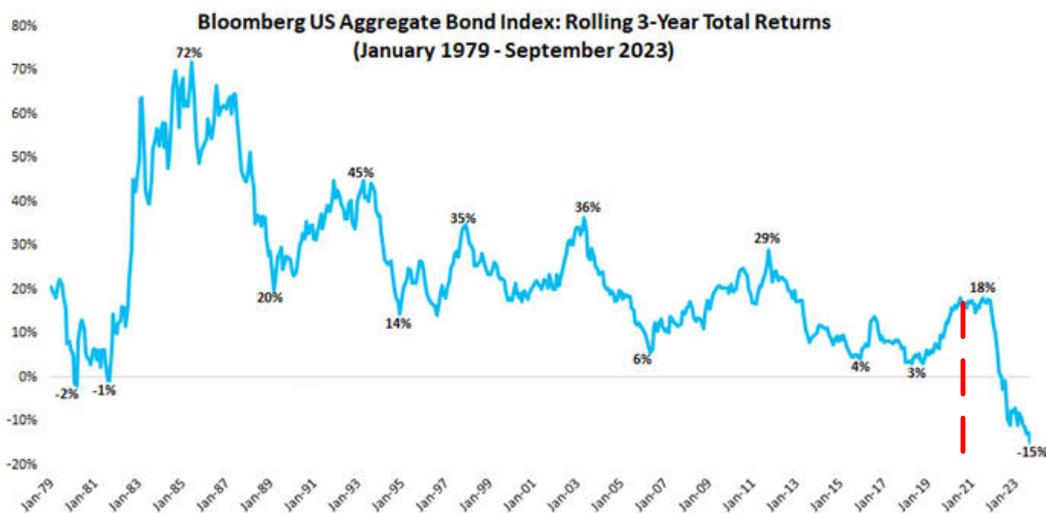
Die Preise waren viel zu niedrig.

Jetzt sind sie zurück in ihrem normalen Bereich und vielleicht war 2010 bis 2019 die Abweichung von der Normalität?

Diese langfristigen Renditen von ca. 5 % sind ein Hinweis darauf, dass dem Anleihenmarkt durch das Wiederaufleben der Inflation und die späte Erkenntnis, dass diese Inflation nicht einfach irgendwie verschwindet, allmählich eine Form der Normalität aufgezwungen wird. Dies ist ein gewaltiger Regimewechsel, nach Jahren der QE- und Zinsrepression durch die US Notenbank.

Fazit: Ich gehöre eher zum zweiten Lager, da ich denke, dass eine Rückkehr zu ordnungsgemäß funktionierenden Kapitalmärkten mit einem Geldpreis von deutlich über 0 % eine Normalisierung ist, auch wenn der Weg dorthin wahrscheinlich beängstigend, kurvenreich und voller Hindernisse ist.

4.3. Verlust am Anleihemarkt



Der Verlust von 15 % am US-Anleihemarkt in den letzten drei Jahren ist beispiellos (Anm.: rote Linie; Stand \$DJCB am 28.12.2020 mit 478,46 Punkten)

Es ist jedoch wichtig, sich daran zu erinnern, dass das, was diesem Rückgang vorausging, ebenfalls beispiellos war – nämlich die niedrigsten Anleiherenditen in der Geschichte.

4.4. Bargeld

Mittlerweile sagt niemand mehr: „Bargeld ist Müll“.

Dreimonatige Schatzanweisungen bringen mittlerweile eine Rendite von 5,53 %. Das ist der höchste Wert, den wir seit 2001 gesehen haben.

Auch in Deutschland gibt es mittlerweile auf Festgeld mit einjähriger Bindung 3,5% - 3,75%.



4.5. 4.5. USA Charttechnische Analyse Zinsen US10Y

Anleihen reagierten auf die Bemerkungen der US Notenbank zur letzten Sitzung vom 01.11.2023 die Zinssätze unverändert zu lassen, mit fallenden Renditen.

Zusätzlich kam die Mitteilung vom US Finanzministerium, dass die Emission längerfristiger Staatsanleihen zwar weiterhin stark ansteigen wird, aber nicht ganz so stark wie befürchtet.

Die Rendite für US Zinsen fiel auf einen Tiefstand von 4,484%, aber der SMA 50 Tage hat gehalten.



Wenn man einen längeren Zeithorizont betrachtet, sieht man, der strukturelle Aufwärtstrend bleibt intakt (höhere Tiefststände; höhere Spitzen).



Fazit: Dieser kurzfristige Rückgang passt perfekt zu den Höhen und Tiefen, die die Volatilität der 10-Jahres-Rendite kennzeichnen, und es wurde kein Muster durchbrochen, und es gab keinen Paradigmenwechsel.

4.6. Zusammenfassung

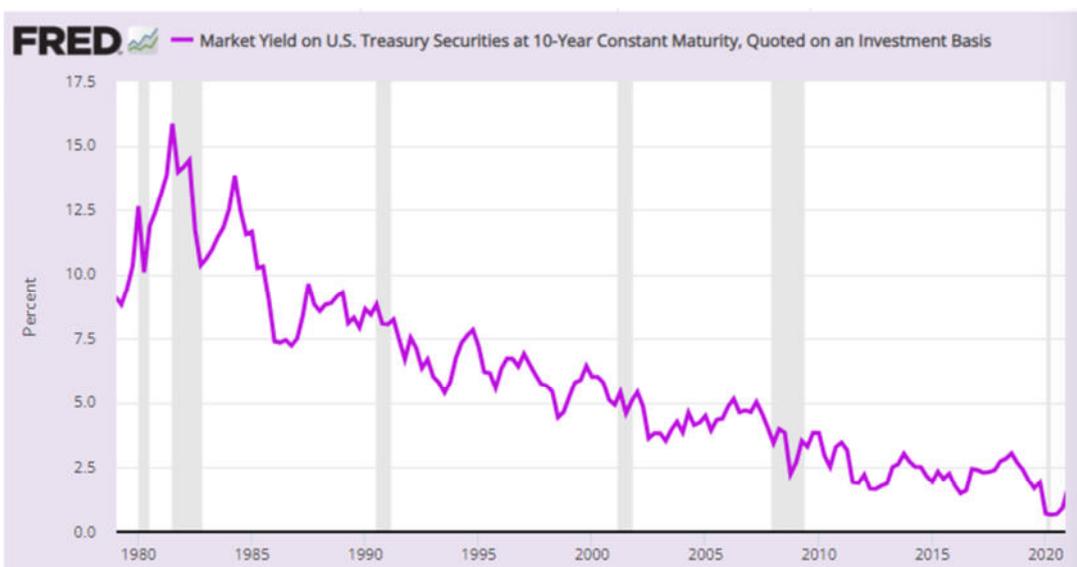
Der wachsende Konsens unter Anlegern und Strategen besteht darin, dass die längerfristigen Anleiherenditen im nächsten Jahr niedriger sein werden.

Makro- (PMIs, Frühindikatoren Konjunktur) und Intermarket-Indikatoren (Kupfer/Gold) bestätigen diese Ansicht.

Insgesamt besteht ein anhaltendes Spannungsverhältnis zwischen dem wachsenden Ausmaß der Rückgänge und der wachsenden Erwartung, dass die Talsohle bei Anleihen erreicht oder nahe ist ... und der unerbittlichen Aufwärtsdynamik, die sich zeigt.

5. Meine persönliche Meinung

5.1. Das wichtigste Ereignis der letzten Jahrzehnte war der Zinsrückgang zwischen 1980 und 2020.



Dieser Trend ist zu Ende und mit ihm die einfachen Zeiten – und das leichte Geld.

Was ist die Botschaft für den Anleger?

Wir erleben eine tiefgreifende Veränderung des Umfelds für Kapitalanlagen.

Das hat Auswirkungen auf die Asset Allokation (Depotzusammensetzung).

Der US-Leitindex S&P 500 hat über lange Zeit eine jährliche Rendite von ca. 10% erzielt.

In Zukunft werden diese Renditen des Aktienmarktes (S&P 500) wahrscheinlich auf 6% fallen.

Anleger in Rentenanlagen können derzeit mit Unternehmensanleihen (Rating BAA) auch diese Rendite verdienen.



Fazit: Die erwarteten Renditen von Anleihen ohne Investment-Grade-Rating nähern sich den historischen Renditen von Aktien an oder übertreffen sie sogar.

5.2. Indikator „Bull or Bear“ für Zinsen US10Y

Mit dem nachfolgenden Indikator verfolge ich den Zyklus (Buy or Sell) der Zinsen US10Y.

ID	Datum	Zins US10j	Zyklus US10 Bull or Bear	Diff. EMA 34 - EMA 13
1194	31.10.2023	4,875	Zyklischer Bär_Zinsen steigen	-0,3899
1195	07.11.2023	4,571	Zyklischer Bär_Zinsen steigen	-0,3724

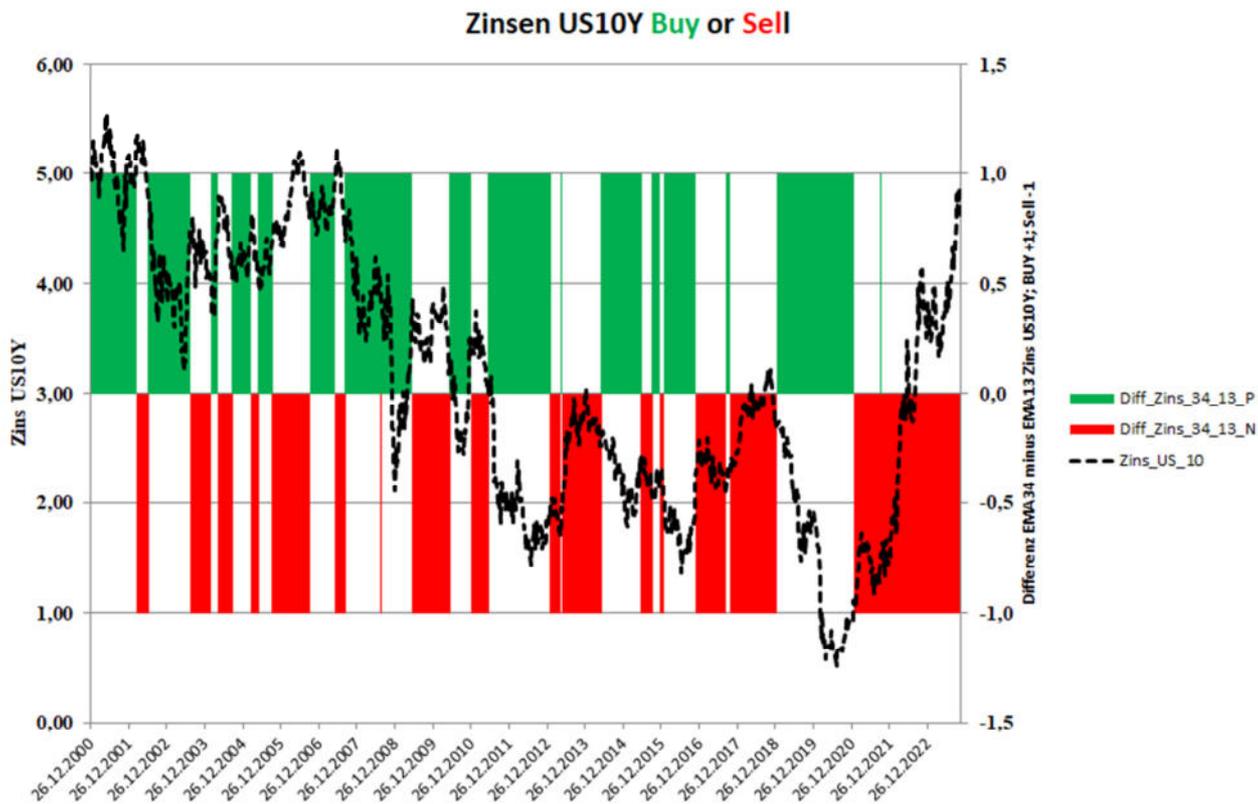
Der Zyklus US 10 Bull or Bear wird ermittelt aus der Differenz des EMA 34 minus EMA13 Weekly für die US Zinsen 10Y.

Ist die Differenz > Null ► Zyklischer Bulle Zinsen sinken; < Null ► Zyklischer Bär Zinsen steigen.

Der letzte Regimewechsel von Bullisch zu Bärish bei den Zinsen erfolgte am 05.01.2021.

Zyklus US10j Bull or Bear				
ID	Datum	Zins US10j	Zyklus US10 Bull or Bear	Diff. EMA 34 - EMA 13
1046	05.01.2021	0,926	Zyklischer Bulle_Zinsen sinken	0,0012
1047	12.01.2021	1,119	Zyklischer Bär_Zinsen steigen	-0,0197

Mit diesem Indikator kann man eine profitable Strategie Long oder Short US Zinsen 10Y aufbauen.



Die grün markierten Flächen bedeuten Long US Zinsen 10Y, die rot markierten Flächen bedeuten Short US Zinsen.

5.3. Wie hoch können die Zinsen US 10Y steigen?

Ich bin skeptisch, was die Macht der US Notenbank angeht, die Zinssätze, insbesondere am langen Ende des Spektrums zu bewegen.

Um einen Überblick über die Höhe und Richtung der langfristigen Zinssätze zu erhalten, halte ich es für nützlicher, einen sogenannten intrinsischen risikofreien Zinssatz zu konstruieren, indem jedes Jahr die Inflationsrate und die reale BIP-Wachstumsrate addiert werden.

Ich verwende folgende Version des intrinsischen risikofreien Zinssatzes: Inflationsrate und reale Wachstumsrate werden quartalsweise addiert und dann wird ein zehnjähriger Durchschnitt gebildet.

Das Ergebnis ist eine geglättete Intrinsic Free Rate.

Die nachfolgende Grafik sendet eine starke Botschaft, dass risikofreie Zinssätze (US10Y...) von der Inflation und den realen Wachstumserwartungen bestimmt werden.

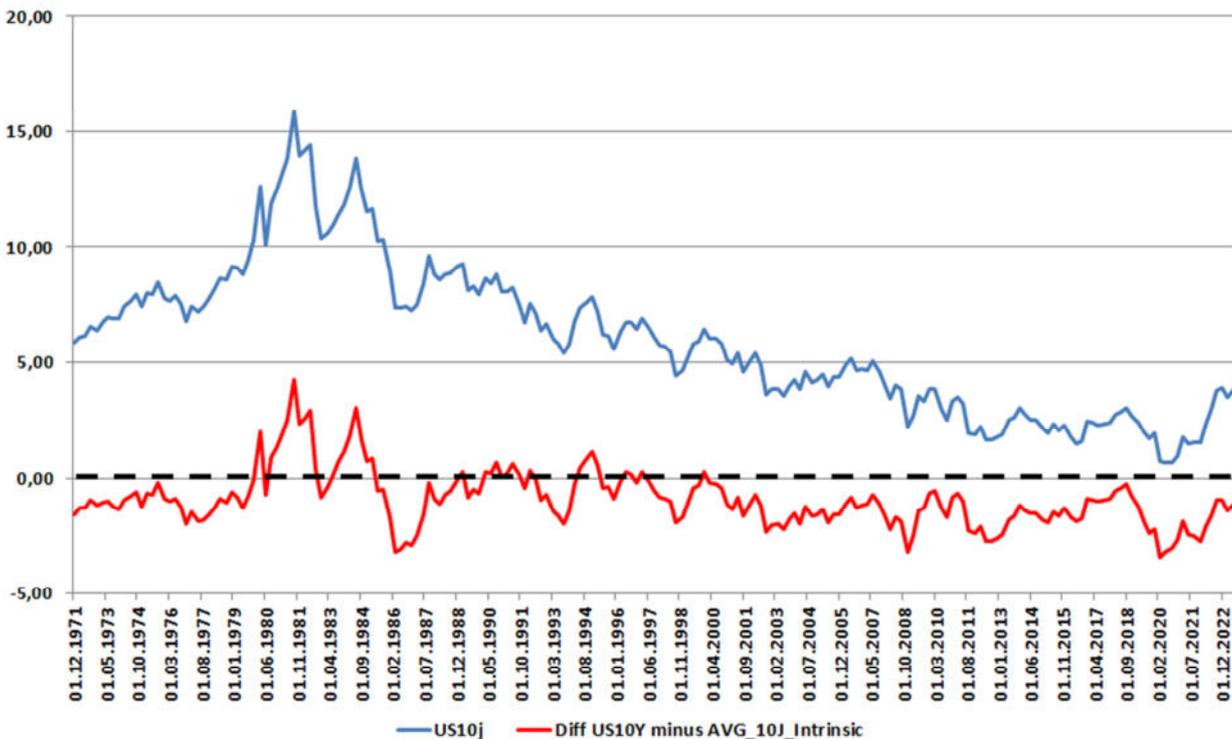
USA: US Zinsen 10Y und Intrinsic Riskfree Rate



Die letzten Werte: Datum 30.09.2023: Zinsen US10Y 4,57%; Intrinsic Free Rate 5,05%

Die nächste Grafik zeigt die Zinsen US 10Y und die Differenz U10Y minus Intrinsic Free Rate.

USA: US Zinsen 10Y und Differenz US Zinsen 10Y minus Intrinsic Free Rate



Man sieht, dass die Zinsen US 10Y nur in seltenen Fällen über der geglätteten Intrinsic Free Rate liegt.

Die geglättete Intrinsic Free Rate und die US Zinsen 10 Y haben sich angenähert (Differenz -0,48%; Zeitpunkt 30.09.2023).

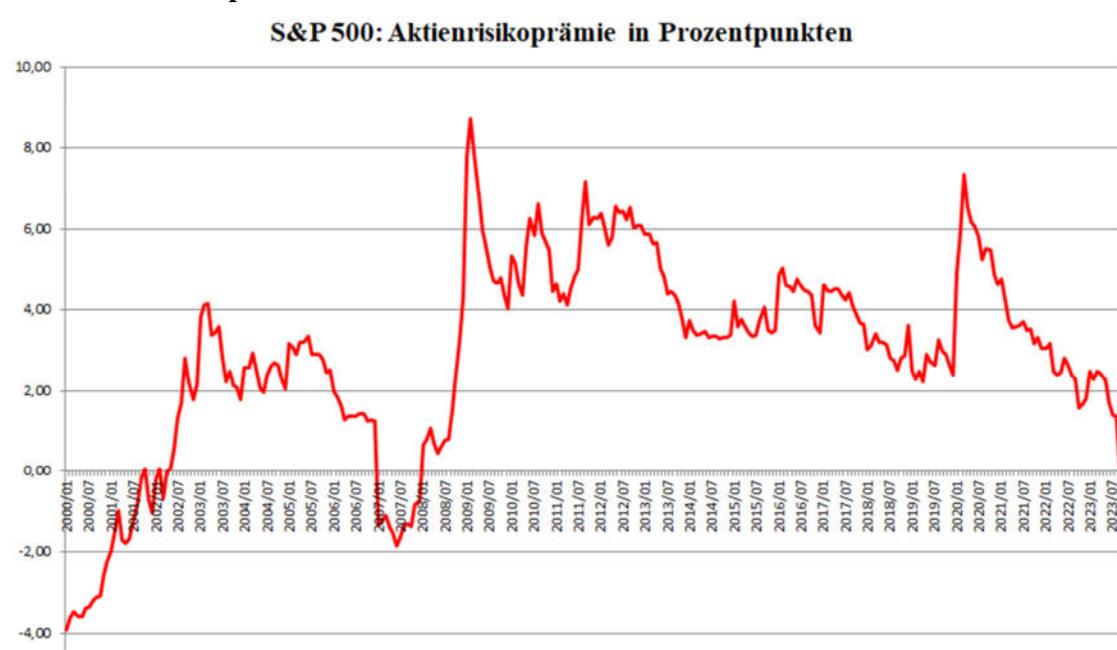
US Zinsen 10Y können ihren Hochpunkt bei etwa 5% - 5,5% erreichen.



Fazit: Solange die Rezession ausbleibt, werden die Zinsen steigen.

5.4. Attraktivität von Aktien relativ zu Anleihen ist nahe Null

Die Aktienrisikoprämie fällt in den USA auf ein 21-Jahres-Tief.



Der Aktionär partizipiert nicht nur am Gewinn, sondern trägt auch markt- und unternehmensbezogene Risiken mit.

Daher sollte die geforderte Rendite einer Aktie stets über der Verzinsung einer risikolosen Anlage liegen.

Diese Differenz als Entschädigung für das eingegangene Risiko nennt man Aktienrisikoprämie. Näherungsweise entspricht sie der Differenz zwischen der Gewinnrendite und der Rendite von Staatsanleihen (zumeist mit zehnjähriger Laufzeit) oder alternativ mit der Inflationserwartung.

Seit 2020 geht es mit der zu erwartenden Überrendite von Aktien gegenüber Anleihen steil bergab (siehe obigen Chart), verursacht durch die Zinswende der Notenbanken.

So ist die US-Aktienrisikoprämie zuletzt auf den tiefsten Stand seit 21 Jahren gefallen. Sie beträgt nun -0,04% Prozentpunkte (Stand 30.09.2023).

Fazit: Das bedeutet, der Aktionär wird in den USA so gut wie gar nicht mehr für sein Risiko entschädigt im Vergleich zu Käufern von US-Staatsanleihen.

5.5. Zusammenfassung - Veränderung der Portfoliogewichte

Sollten Anleger Anleihen gegenüber Aktien bevorzugen?

Die Inflation stellt immer noch ein Risiko für Anleger dar, aber der Zeitpunkt für eine Erhöhung der Duration Ihres Portfolios könnte sich gegen Ende des Jahres nähern, wenn die Zentralbanken gezwungen sein könnten, die Zinssätze zu senken.

Angesichts der weiterhin unsicheren Inflationsaussichten sind kurzfristige Anleihen daher ideal, um Bargeld zu parken und auf ein besseres Anlageumfeld zu warten. Gleichzeitig werden längerfristige Staatsanleihen attraktiv, sobald die Inflation keine Chance mehr hat, wieder anzusteigen.

Märkte verändern sich, und so sollte sich auch Ihr Anlageportfolio verändern.

Bei der Asset Allocation (Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen) lohnt es sich, die jeweiligen Wirtschaftsentwicklungen einzubeziehen.

Die Annäherung der US Zinsen 10Y an das langfristige Ziel von ca. 5% hat erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmärkte.

Sofern meine Annahme richtig ist, dass die Anleiherenditen mit den Aktienrenditen konkurrieren können, ist meiner Meinung nach eine erhebliche Umschichtung von Kapital in Richtung der Zinsmärkte gerechtfertigt.

Fazit: Viele Anleger wollen nicht wahrhaben, dass sich etwas grundlegend verändert hat.

Anleiherenditen signalisieren das Ende der neuen Normalität:



Wir treten in eine Ära höherer und volatilerer Inflation ein, die zu weitreichenden Veränderungen in der Anlagelandschaft führt.

Diese „neue Abnormalität“ wird durch eine höhere und volatilere Inflation sowie eine Rückkehr zu strukturell höheren Zinssätzen gekennzeichnet sein.