

CONCLUSIO^{XL}

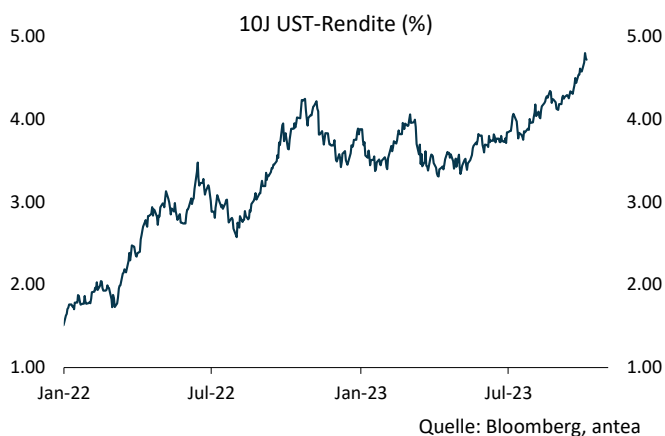
Der Börsenblick von Kornelius Purps, Kapitalmarktstrategie

10 mögliche Gründe für den Zinsanstieg

Am kommenden Sonntag finden in Bayern und Hessen Landtagswahlen statt. Ab 18 Uhr wird für die eine oder andere Partei das große Zittern beginnen: „Reißt die Fünf-Prozent-Hürde?“ Die Marktteilnehmer befassen sich derzeit mit genau derselben Frage, und zittern dürfte hier auch der eine oder andere. Allerdings geht es hier weniger um die Zustimmung des Volkes zu einem (Investment-)Wahlprogramm als vielmehr um die Rendite amerikanischer Staatsanleihen. Im maßgeblichen 10-jährigen Laufzeitsegment spurtet die Rendite dieser Tage zügig in Richtung Fünf-Prozent-Hürde. **Höhere Treasury-Renditen** lasten auf der Bewertung fast aller anderen Anlageklassen. Aber warum steigen die Renditen aktuell so stark? In der heutigen CONCLUSIO präsentiere ich hierfür zehn Erklärungsansätze. Und weil dafür zwei Seiten nicht ausreichen, gibt's die heutige Ausgabe im vierseitigen XL-Format.

Vorab werfen wir einen Blick auf die 10J UST-Rendite. Der jüngste Renditeschub begann Anfang August bei vier Prozent. Aktuell steht der Markt bei einem neuen zyklischen Hoch von 4,88 Prozent.

10J UST-Rendite: Spurt Richtung fünf Prozent



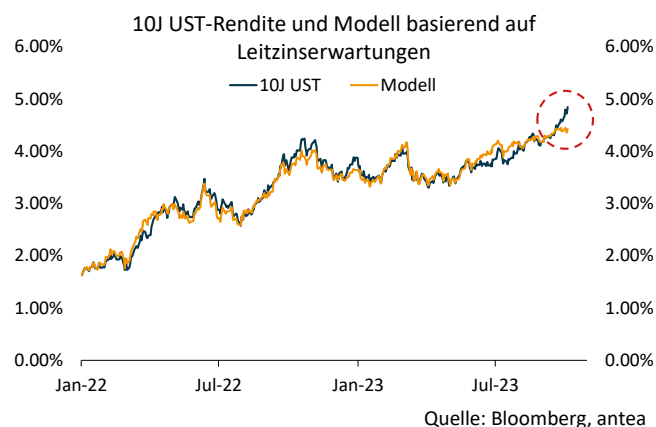
Die Staatsanleiherenditen sind erneut stark angestiegen. Was ist die Ursache? Der Ölpreis? Die Fed? Die Schulden? Diese CONCLUSIO betreibt Ursachenforschung.

Welche Ursachen sind gerade für den jüngsten Renditeschub verantwortlich? Im Folgenden gehe ich auf zehn Argumente ein, die in den Medien als mögliche Triebfaktoren diskutiert werden.

1. Leitzinserwartungen: Je mehr Anhebungen und je weniger Senkungen der durch die Fed festgelegten Leitzinsen erwartet werden, desto höher steigt die 10J-Rendite. Ablesbar sind diese Leitzinserwartungen aus verschiedenen Geld-

markt-Termingeschäften. Vor zwei Wochen zeigte ich an dieser Stelle, wie eng der Gleichlauf zwischen der 10J-Rendite und einer aus den Leitzinserwartungen abgeleiteten Modellberechnung verläuft. In den vergangenen zwei Wochen ist die 10J-Rendite allerdings deutlich stärker angestiegen, als es nach dem Modell gerechtfertigt erscheint. Die 10J-Rendite liegt aktuell 0,4 Prozentpunkte über dem Modellwert. Offensichtlich reichen die Leitzinserwartungen als alleinige Erklärungsvariable für den Anstieg der 10J-Rendite derzeit nicht aus.

10J UST-Rendite: Oberhalb des Modellwertes

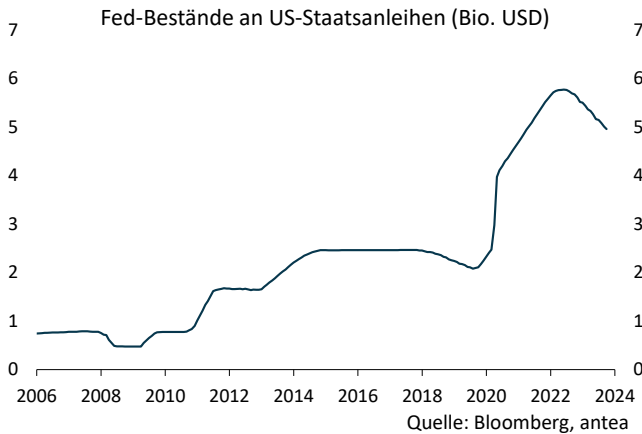


2. Quantitative Straffung („Quantitative Tightening“, QT): Als Teil ihrer geldpolitischen Straffung baut die US-Notenbank Fed seit Mitte letzten Jahres ihre Bestände an US-Staatsanleihen um bis zu 60 Mrd. US-Dollar pro Monat ab. Der „Markt“ muss



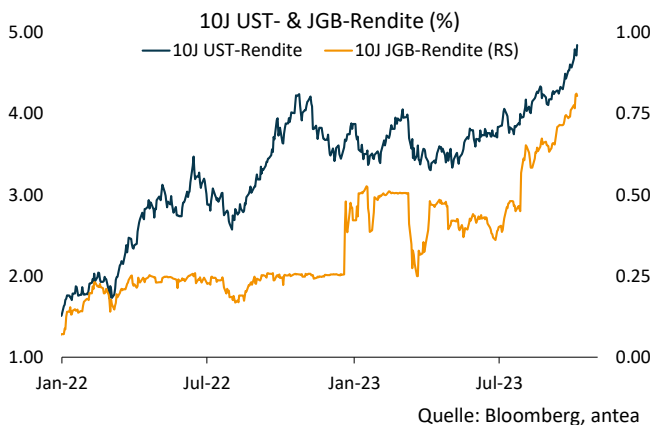
diese Volumina nun aufnehmen – zusätzlich zur hohen Neuverschuldung (siehe Punkt 4.). Der Prozess des Fed-Bilanzabbaus verläuft aber gleichmäßig und berechenbar. Es ist nicht ersichtlich, warum „QT“ für den jüngsten Renditeschub verantwortlich sein sollte.

Fed: „Quantitative Tightening“ seit Juni 2022



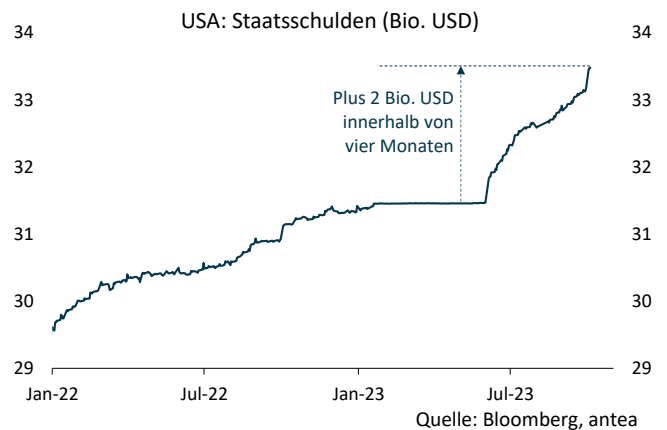
3. Bank of Japan (BoJ): Die BoJ ist seit einigen Monaten dabei, von ihrer ultra-expansiven geldpolitische Ausrichtung abzurücken. Im Rahmen ihres Instruments der Zinskurvenkontrolle („Yield Curve Control“, YCC) „erlaubt“ die BoJ mittlerweile einen Anstieg der 10J-Rendite heimischer Staatsanleihen (JGBs) auf maximal ein Prozent. In den letzten zwei Monaten ist die 10J JGB-Rendite für japanische Verhältnisse kräftig von 0,60 auf 0,80 Prozent angestiegen. Der Gleichlauf mit der 10J UST-Rendite ist dabei frappierend. Höhere JGB-Renditen könnten japanische Anleger dazu veranlassen, Anlagegelder aus den USA in die Heimat zurückzuholen. Insofern ist ein Einfluss der BoJ-Politik auf die 10J UST-Rendite durchaus vorstellbar.

Japan: Renditeanstieg wegen BoJ-Politik



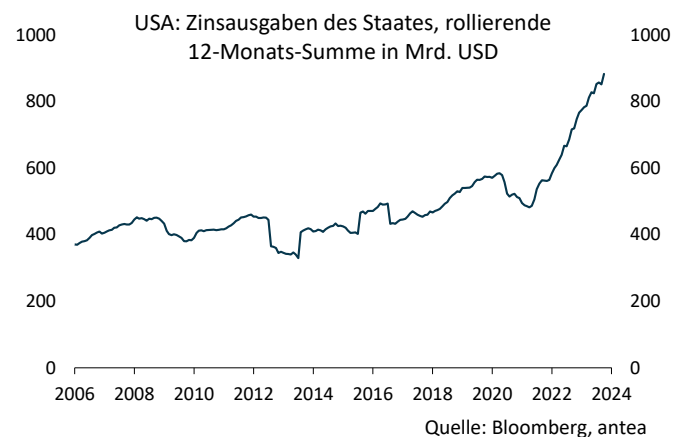
4. US-Staatsschulden: Die amerikanischen Staatsschulden steigen rasant. Alleine in den vier Monaten seit der Einigung im Streit um die Schuldenobergrenze wuchs der Schuldenberg um zwei Billionen US-Dollar. Die Dynamik der Schuldenentwicklung, und insbesondere der vertikale Anstieg in den vergangenen Tagen, überrascht viele Beobachter. Er dürfte daher mitverantwortlich für den Renditeanstieg in den vergangenen Wochen sein.

US-Schulden: Extrem steiler Zuwachs



5. US-Zinsaufwendungen: Wenn die Renditen und die Schulden gleichzeitig klettern, steigen die Zinskosten mit doppelter Schubkraft. Die Grafik veranschaulicht die Folgen. Die jährlichen Zinsaufwendungen dürften bald die Billionengrenze erreichen und übersteigen bereits heute den amerikanischen Wehretat. Anlegersorgen vor einer Schuldenspirale können durchaus als Ursache für den jüngsten Anstieg der Renditen angeführt werden.

US-Zinsausgaben: Drohende Schuldenspirale

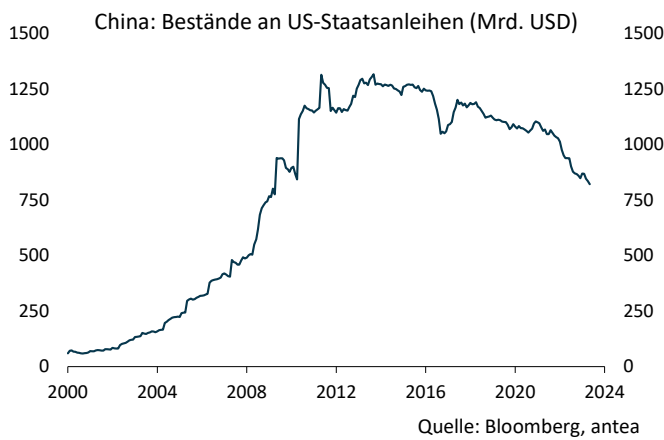


6. Chinas Treasury-Bestände: Viele Jahre lang legte China seine anschwellenden Devisenreserven bevorzugt in amerikanischen Staatsanleihen an. Gewissermaßen finanzierte China auf diese Weise die Haushaltsdefizite der USA. In der Spitze hielt China



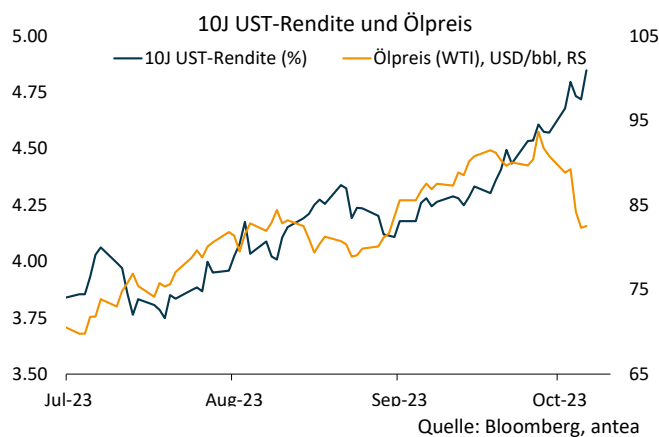
US-Papiere im Volumen von 1,3 Billionen US-Dollar. Mittlerweile sind es nur noch etwas mehr als 800 Milliarden US-Dollar, Tendenz fallend. Das angespannte zwischenstaatliche Verhältnis macht eine Umkehr dieses Abwärtstrends unwahrscheinlich. Das amerikanische Schatzamt verliert seinen besten Kunden. Andere Investoren, die möglicherweise zinsensibler agieren, müssen einspringen. Grundsätzlich könnte Chinas Strategiewechsel ein Grund für höhere US-Staatsanleiherenditen sein. Für eine Erklärung des Renditeanstieg der vergangenen Wochen fehlen aber die Anhaltspunkte.

China: Abnehmendes Interesse an US-Papieren



7. Ölpreis: Grundsätzlich könnte man argumentieren, ein steigender Rohölpreis würde zu höherer Inflation und damit zu steigenden Renditen führen. Empirisch ist ein solcher Nachweis aber nicht überzeugend zu erbringen. In den vergangenen drei Monaten sahen wir zwar einen Anstieg sowohl des Ölpreises als auch der Renditen. Der Absturz der Ölnotierungen in den vergangenen Tagen wurde jedoch nicht von einem entsprechenden Rückgang der Renditen begleitet.

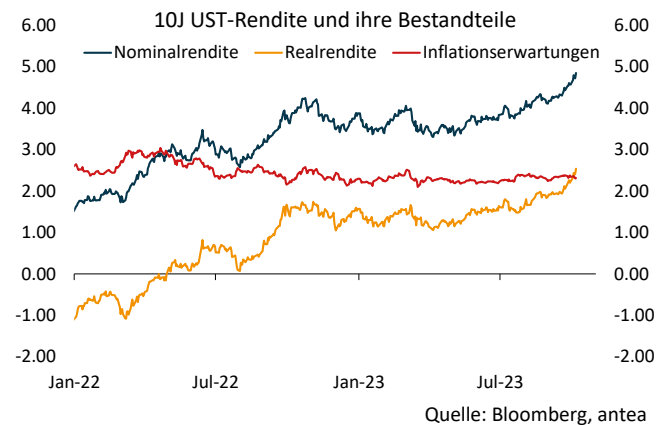
Ölpreis: Rückgang von 10J-Rendite ignoriert



Die Ölpreisentwicklung sollte daher weder in einer lang-, noch in einer kurzfristigen Betrachtung als Erklärungsvariable für die 10J UST-Rendite herangezogen werden.

8. Langfristiger Inflationsausblick: Der Anstieg der amerikanischen Staatsschulden, die Energiewende, die Neuordnung der internationalen Handelsbeziehungen – all dies könnte zu der Erwartung eines langfristig höheren Inflationsniveaus und damit bereits heute zu höheren Renditen führen. So überzeugend die Argumentation ist, so wenig gelingt der Nachweis im Rentenmarkt. Dort setzt sich die Nominalrendite (blaue Linie) additiv aus der Realrendite (gelbe Linie) und den Inflationserwartungen (rote Linie) zusammen. Der Anstieg der Nominalrendite in den vergangenen Wochen erfolgte jedoch ohne Anstieg der Inflationserwartungen. Diese können für den jüngsten Anstieg der 10J-Rendite also nicht verantwortlich gemacht werden.

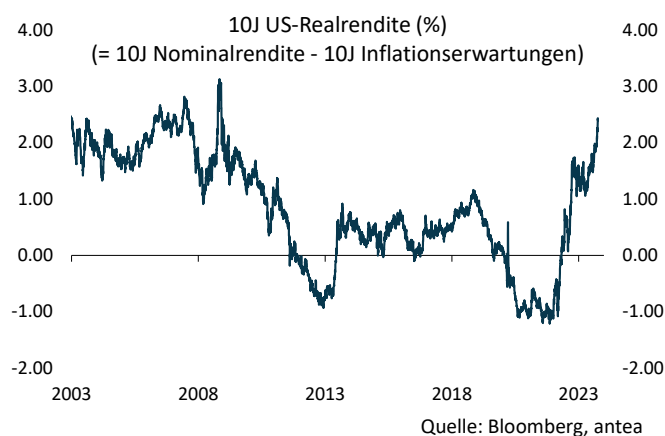
Inflationserwartungen: Seit Jahresbeginn stabil



9. Realrendite: Die vorangegangene Grafik verdeutlicht, dass der jüngste Anstieg der Nominalrendite (auf die meine Betrachtung in dieser CONCLUSIO abzielt) parallel zu dem Anstieg der Realrendite verlief. Für eine höhere Realrendite werden in der Literatur vor allem zwei Gründe angeführt: Die Erwartung eines stärkeren Trendwachstums der Volkswirtschaft und / oder die Erwartung einer global abnehmenden Sparneigung. Beide Faktoren ändern sich nicht von einem auf den anderen Tag. Der Anstieg der Realrendite von minus ein auf plus ein Prozent während des Jahres 2022 kann gut durch die Erwartung steigender Leitzinsen der Fed erklärt werden. Der jüngste Anstieg der Realrendite von 1½ auf fast 2½ Prozent wirft hingegen einige Fragen auf, deren Diskussion den Rahmen dieser CONCLUSIO sprengen würde. Zum Zwecke der heutigen Betrachtung ist es mir wichtig zu betonen,

dass der jüngste Anstieg der Nominalrendite nicht eine Folge höherer Inflationserwartungen ist, sondern nahezu eins-zu-eins von einem Anstieg der Realrendite begleitet wurde. Häufig wird für die Bewertung anderer Anlageklassen die Real- und nicht die Nominalrendite herangezogen. Insofern kann ein Realrendite-getriebener Anstieg der Nominalrendite stärkere Auswirkungen auf andere Anlageklassen haben als ein Inflationserwartungs-getriebener Anstieg der Nominalrendite.

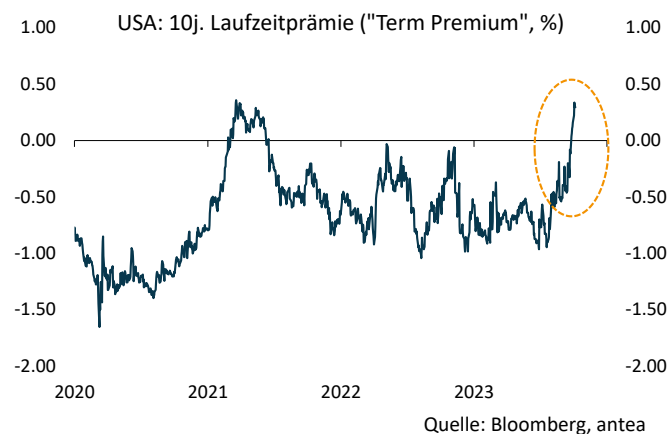
Realrendite: Steiler Anstieg auf fast 2½ Prozent



10. Laufzeitprämie („Term Premium“): Die Laufzeitprämie gibt an, welchen Aufschlag Anleger einfordern, um eine langfristige Zinsanlage einer Serie aufeinanderfolgender Kurzfristanlagen vorzuziehen. Und genau so abstrakt, wie sich diese Definition anhört, ist das Konzept der Term Premium auch. Sie ist nirgendwo direkt ablesbar, sondern wird in anspruchsvollen Modellen aus der gesamten Zinsstrukturkurve abgeleitet. Fachleute taten sich schwer zu erklären, warum in den vergangenen Jahren, die von viel Unsicherheit geprägt waren, die Laufzeitprämie negativ war. Und genau so schwer fällt es, den jüngsten steilen Anstieg der Laufzeitprämie zurück in positives Terrain zu interpretieren. Ich persönlich betrachte die Laufzeitprämie bestenfalls als abhängige Variable: „Die Laufzeitprämie ist infolge des Anstiegs der Nominalrendite gestiegen.“ Ich bin nicht geneigt zu behaupten,

die Kausalität laufe andersherum und die Nominalrendite sei wegen einer höheren Laufzeitprämie gestiegen.

Laufzeitprämie: Umstrittenes Konzept



Conclusio: Der jüngste Anstieg der 10J UST-Rendite ging über das hinaus, was aufgrund der Veränderung der Leitzinserwartungen angemessen gewesen wäre. Die wichtigsten Ursachen für das „Überschießen“ der Rendite dürften zum einen der sehr dynamische Anstieg der amerikanischen Staatsschulden sowie der damit einhergehenden Zinsausgaben und zum anderen die Aussicht auf eine weniger expansive Geldpolitik in Japan sein. Beide Faktoren dürften das Handelsgeschehen weiterhin mitbestimmen. Daher könnte sich der „Renditeaufschlag“ gegenüber dem Niveau, welches sich aus den Leitzinserwartungen ableiten lässt, als nachhaltig erweisen. Jene Leitzinserwartungen werden jedoch über den Tag hinaus der bedeutendste Faktor für den Renditetrend bleiben. Mit sich eintrübenden Konjunkturdaten sollten die Erwartungen von Leitzinssenkungen im kommenden Jahr wieder zunehmen und so das Renditeniveau drücken. Ein vorheriger kurzzeitiger Ausbruch der 10J UST-Rendite bis knapp über die Fünf-Prozent-Hürde kann natürlich nicht ausgeschlossen werden. Für die Märkte sollte das Reißen dieser Marke jedoch weniger Bedeutung haben als ein entsprechendes Ergebnis bei den sonntäglichen Wahlen.

Verfasser: purps@antea.online

Rechtliche Hinweise | Disclaimer

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Sie dient werblichen Zwecken und ausschließlich der Information und wurde mit großer Sorgfalt erstellt, dennoch wird keine Haftung für die Vollständigkeit, inhaltliche Richtigkeit und Aktualität der Informationen übernommen. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt und das Basisinformationsblatt (PRIIP-KIID) zum jeweiligen Wertpapier oder Titel, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die Angaben der CONCLUSIO stellen weder ein Angebot dar noch dienen sie als Grundlage für vertragliche und anderweitige Verpflichtungen und ersetzen nicht die individuelle Beratung. Es handelt sich lediglich um Annahmen und die Meinungen der antea, die tatsächlichen Ereignisse sowie Ergebnisse können von ihnen abweichen. Die frühere Wertentwicklung lässt nicht auf zukünftige Renditen schließen. Quelle aller Daten, soweit nicht anders angegeben: antea ag | Neuer Wall 72 | 20354 Hamburg | www.antea.online

CONCLUSIO noch nicht erhalten?
QR-Code scannen oder klicken

