

NARRATIV IM WANDEL

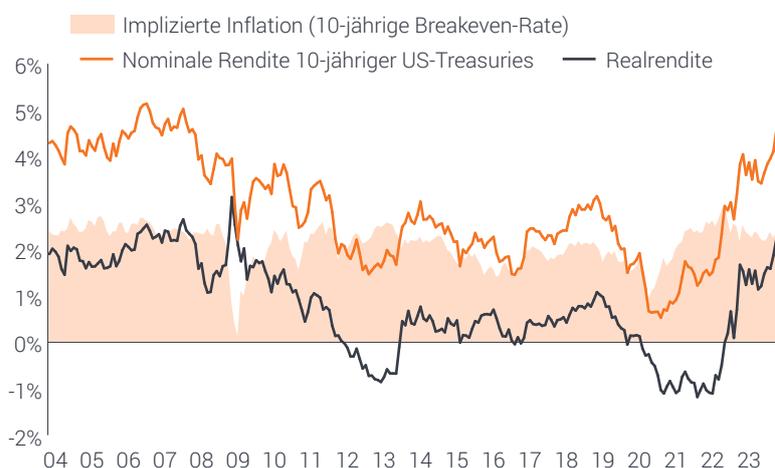
Die Investment Strategy Group (ISG) für Anleihen bringt Anlageexperten aus der globalen Anleihenplattform und anderen Teams von Janus Henderson zusammen und bietet ihnen ein Forum, um über die Anlageklasse der Anleihen zu diskutieren und die bestimmenden Faktoren für die Entwicklung an den Märkten zu erörtern. Die Publikation ISG Insight ist als Zusammenfassung der aktuellen Themen und Diskussionen innerhalb der Gruppe gedacht.

Die Gespräche unter den Teilnehmern drehten sich schwerpunktmäßig um das sich wandelnde Narrativ auf den Märkten. Was können wir an den aktuellen Konjunkturdaten ablesen und sind die Debatten über einen veränderten natürlichen Zinssatz gerechtfertigt? Dies löste mehrere Diskussionen aus: über die Inflations- und Wachstumstreiber, darüber, wie regionale Unterschiede die Reaktion der Politik beeinflussen und ob die Renditen die richtige Höhe haben.

Der Zinsschock ist real

In den letzten Monaten sind die Renditen weiter gestiegen. Über die Gründe dieser Bewegungen gab es verschiedene Vermutungen. Die Ökonomen sind in Bezug auf die Rezessionsrisiken in den USA zurückgerudert. Gleichzeitig wurde erneut das Anleihenangebot hervorgehoben. Könnten weitere strukturelle Faktoren der Grund für den Anstieg der Renditen sein?

Abbildung 1: Reale Renditen auf höchstem Stand seit der globalen Finanzkrise



Quelle: Bloomberg, nominale Rendite 10-jähriger US-Treasuries, Rendite 10-jähriger inflationsgeschützter US-Treasuries (TIPS) (Realrendite). Die 10-jährige Breakeven-Rate ist ein Maß für die erwartete Inflation. Sie impliziert, wo die Marktteilnehmer die in Inflation in den nächsten zehn Jahren durchschnittlich erwarten. Sie ergibt sich aus der Subtraktion der Rendite der TIPS von den Renditen nominaler Anleihen mit derselben Laufzeit. 31. Oktober 2003 bis 31. Oktober 2023. **Renditen können sich im Laufe der Zeit ändern und sind nicht garantiert.**

Anleihen Anleger stürzt das sich wandelnde Narrativ in ein ganz besonderes Dilemma. Eine stärkere Wirtschaft ist potenziell gut für die Fundamentaldaten von Unternehmensanleihen. Diese positive Wirkung wird durch Aufwärtsdruck auf die Renditen jedoch ausgeglichen. Die Realzinsen sind gestiegen und spiegeln eine höhere Laufzeitprämie sowie die Erwartung „längerer Zeit höherer“ Zinsen wider. Sollten wir unsere Einschätzung überdenken, dass wir uns kurz vor dem Höchststand der Renditen befinden?

DIE WICHTIGSTEN SCHLUSSFOLGERUNGEN

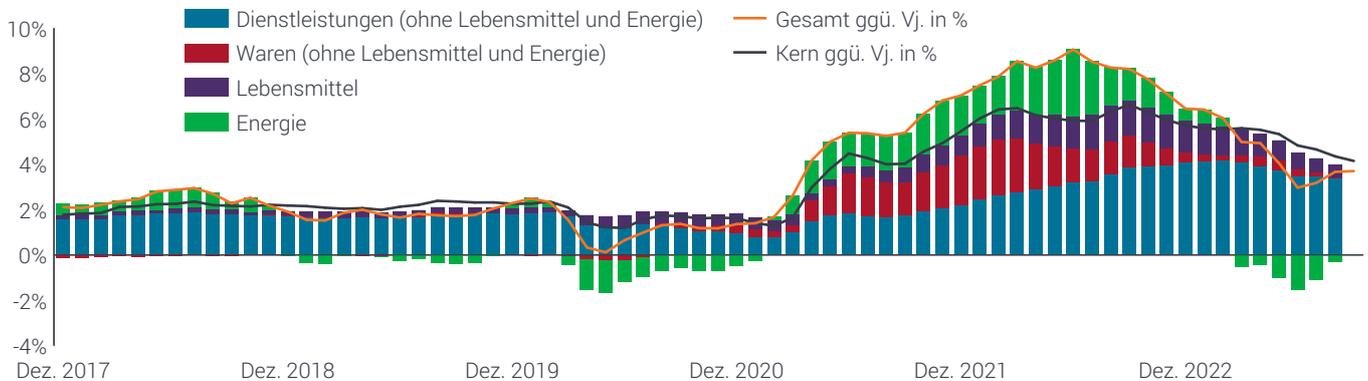
- ▶ Die starken US-Wirtschaftsdaten stellen die Einschätzung auf die Probe, dass die Zinsen die Konjunktur bremsen. Das Narrativ hat sich im letzten Jahr allerdings stark verändert und könnte sich ohne Weiteres erneut grundlegend ändern.
- ▶ Der Schock durch den Anleiheverkauf spiegelt zum großen Teil möglicherweise die niedrige Ausgangsbasis der Zinsen wider (Überbewertung). Doch es scheint sich nun einiges verändert zu haben, wobei der natürliche Zinssatz den Tiefpunkt erreicht hat.
- ▶ Durch die Veränderung der Renditen sind Anleihen aus absoluter und relativer Sicht wieder attraktiver geworden, und die rückläufige Inflation dürfte wiederum die negative Korrelation mit Risikoanlagen wiederherstellen.

Inflation – das letzte Stück des Weges ist das schwerste

Ein entscheidender Aspekt bei der Diskussion über das Narrativ im Wandel waren die Inflationsaussichten. Die Teilnehmer waren sich weitgehend einig, dass sich die Inflation in die richtige Richtung bewegt, der Weg zum 2%-Ziel der US-Notenbank Fed aber voraussichtlich beschwerlich sein wird.

Abbildung 2: Der Weg nach unten dürfte beschwerlicher sein

US-VPI-Beiträge und Veränderung zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg, US-Verbraucherpreisindex (Aufgliederung). 31. Dezember 2017 bis 30. September 2023.

Die verlangsamte Entwicklung der Mieten wurde als ein Faktor angesehen, der zum Rückgang der Inflation in den USA beiträgt. Die Energiepreise, die im Jahr 2022 ein maßgeblicher Inflationstreiber waren, trugen Mitte 2023 zur Disinflation bei. Dieser günstige Effekt dürfte wegen der Drosselung des Ölangebots durch die Opec und der Spannungen in Nahost jedoch abnehmen. Für Europa waren die Basiseffekte indes dramatischer, bedenkt man, wie stark die Gaspreise im letzten Winter in die Höhe geschossen waren. Deshalb dürfte die Inflation im letzten Quartal 2023 noch weiter abnehmen.

Es gab auch Diskussionen über die Wirkung der höheren Energiepreise. Würde sich der Preisschock bei den Faktorkosten wiederholen und eventuell Aufwärtsdruck auf die Produzentenpreise ausüben? Oder würden er sich auf die Verbraucher eher wie eine Steuer auswirken und die Nachfrage dämpfen? Die Hinweise, die die Anleihenmärkte lieferten (die 2-jährige Breakeven-Inflationsrate bewegte sich kaum), deuteten eher auf Letzteres hin.

Abbildung 3: Breakeven-Inflationsrate trotz steigender Ölpreise stabil



Quelle: Bloomberg, Preis für Rohöl der Sorte West Texas Intermediate in USD je Barrel, 2-jährige US-Breakeven-Inflationsrate in %, 31. Oktober 2020 bis 31. Oktober 2023.

Der Verbrauch schien sich jedoch gut zu halten. Das Wachstum der Einzelhandelsumsätze blieb stark – entgegen den Angaben der Verbraucher bei Umfragen. Laut dem US Census Bureau stiegen die US-Einzelhandelsumsätze zwischen Juli und September 2023 um 3,1% gegenüber demselben Vorjahreszeitraum, obgleich der Konsumklimaindex der University of Michigan in den drei Monaten bis Oktober sank und im Vergleich zu den letzten zehn Jahren auf einem relativ niedrigen Niveau verharrte.

Die Teilnehmer merkten an, dass die Verbraucher durch andere Faktoren belastet werden. Studentenkrediten werden nicht mehr gestundet und müssen nun wieder zurückgezahlt werden. Die Sparüberschüsse schrumpfen zusehends, obgleich einige anmerkten, dass die während des Lockdowns angehäuften hohen Ersparnisse noch längst nicht erschöpft seien und sich der wahre Effekt womöglich erst im nächsten Jahr zeigen werde.

+ Die Verbraucher behaupten sich, spüren aber die Belastung durch höhere Finanzierungskosten, das Ende der Stundung von Studentenkrediten in den USA und die rapide sinkenden Sparüberschüsse.

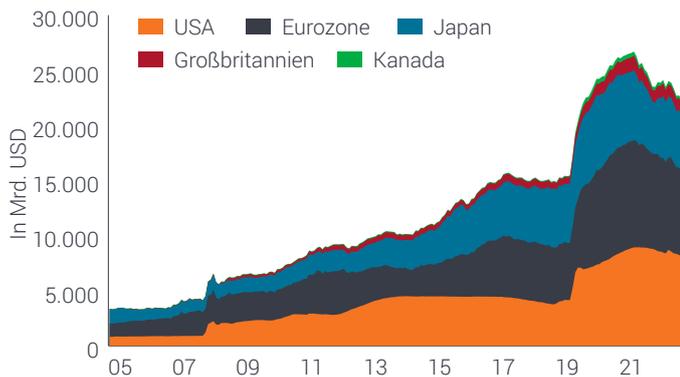
- Der Ölpreise könnte eine zweifache Wirkung haben: Einerseits wirken die höheren Energiekosten wie eine Steuer auf die Verbraucher, andererseits drohen sie den Rückgang der Produzentenpreis-inflation zu stoppen.



Das geldpolitische Rätsel

So wie die Verbraucher weiterhin über Sparüberschüsse verfügen, enthalten die Bilanzen der Zentralbanken noch immer enorme Mittel aus der quantitativen Lockerung (QE). War ein zu starkes Augenmerk auf die Mittelflüsse gelegt worden (die ins Negative drehten, als die Zentralbanken zur quantitativen Straffung übergingen) und wurde nicht ausreichend berücksichtigt, dass das Bilanzvermögen noch immer erheblich höher war als vor Covid?

Abbildung 4: Bilanzvermögen der Zentralbanken



Quelle: Bloomberg, Bilanzvermögen der Fed, der Europäischen Zentralbank, der Bank of Japan, der Bank of England und der Bank of Canada, 30. September 2005 bis 30. September 2023. Die Bilanz ist ein Finanzbericht, der die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten darstellt.

Die meisten Teilnehmer waren davon nicht überzeugt und eher der Ansicht, dass die Mittelflüsse mehr zählten als die Höhe des Bilanzvermögens. Zum Anstieg der Realrenditen leistete der Wegfall eines preissensitiven Grenzkäufers von Staatsanleihen (da die Zentralbanken zur quantitativen Straffung übergingen) wahrscheinlich auch einen Beitrag.

Analysen von Jefferies wiesen jedoch darauf hin, dass die Bilanz der Fed von 2019 – vor der Pandemie – rund 18% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) betrug, heute dagegen 30%. Diese zusätzlichen 12% des BIP bedeuten rund USD 3 Bio., und jeweils USD 100 Mrd. entsprechen potenziell einer Lockerung um 7 Basispunkte (Bp.), insgesamt also 225 Bp.¹ Dadurch wirken die bisherigen Zinserhöhungen der Fed um insgesamt 525 Bp. nicht mehr so gewaltig. Dies könnte bedeuten, dass der neutrale Zins höher sein muss, bis die Bilanz wieder ein neutrales Niveau erreicht hat, was einige Jahre dauern könnte.

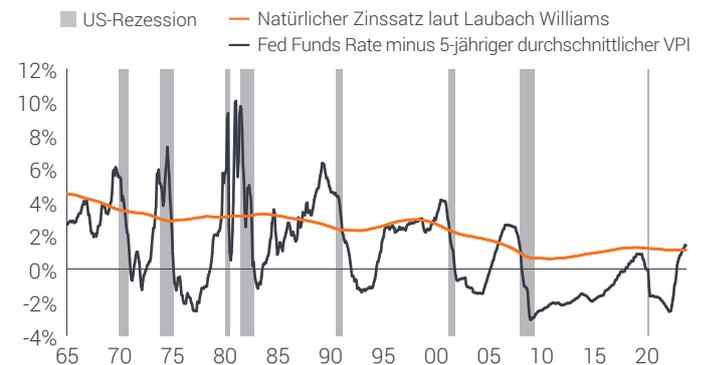
Einige stimmten dieser Argumentation zu, die jedoch der Ansicht zu widersprechen schien, dass die Sorge über Haushaltsdefizite der Grund für den jüngsten Anstieg der Renditen war. Warum befanden sich die Anleihenrenditen dann also seit den 1980er-Jahren, also seit rund 40 Jahren, in einem stetigen Abwärtstrend, während sich die US-Staatsverschuldung gleichzeitig aufblähte? Andererseits traf das höhere Angebot auf eine stärkere Nachfrage – in US-Treasuries flossen

Sparüberschüsse und sie waren ein wichtiger Bestandteil von Altersvorsorgeplänen. Dennoch räumten die Teilnehmer ein, dass die in letzter Zeit hohen Staatsausgaben einer restriktiveren Geldpolitik entgegenwirken könnten.

Der natürliche Zinssatz

Wenn wir noch einmal Abbildung 1 betrachten, war die schwere Anleihenbaisse dann einfach nur das Ergebnis des absurd starken Rückgangs der Zinsen und Renditen – was wahrscheinlich zu einer stärkeren Asymmetrie im Risiko/Rendite-Profil führte? Betrachtet man die Zinsen im Vergleich zum natürlichen Zinssatz, also dem realen kurzfristigen Zins, der gelten würde, wenn die Konjunktur auf Hochtouren läuft und die Inflation stabil ist, könnte man behaupten, dass die Zinsen erst jetzt restriktiv werden.

Abbildung 5: Realzinsen nun leicht restriktiv



Quelle: LSEG Datastream, natürlicher Zinssatz laut Laubach Williams (2-seitig), Fed Funds Rate minus fünfjähriger durchschnittlicher US-Verbraucherpreisindex, Januar 1965 bis September 2025.

Die Teilnehmer entgegneten jedoch, dass das hohe Tempo der Zinserhöhungen zu Zahlungsschocks führen und ihre verzögerte Wirkung die Konjunktur bremsen würde.

Doch können wir dem natürlichen Zinssatz vertrauen, zumal es sich ja um eine Schätzung handelt? Es wurden Argumente vorgebracht, warum der natürliche Zinssatz steigen könnte. Die letzten 20 Jahre standen im Zeichen der extrem hohen Ersparnisse in China und der wachsenden Einkommensungleichheit im Westen in Verbindung mit der niedrigen Produktivität. Alle diese Faktoren hatten die Zinsen gedrückt. Was die Zukunft betrifft, könnten die steigenden Kosten für die Bekämpfung des Klimawandels, die Erhöhung der Produktivität durch Technologie und höhere Staatsausgaben zu einem höheren natürlichen Zins führen. Wäre der natürliche Zins höher, müssten die Leitzinsen möglicherweise auf höheren Niveaus gehalten werden, um wirklich restriktiv zu sein.

Gleichwohl wiesen die Teilnehmer darauf hin, dass das Wachstum der Geldmenge und des eng gefassten Geldmengenaggregats negativ ist – gewöhnlich ein Vorbote eines konjunkturellen Abschwungs und einer niedrigeren Inflation.

+ Ein negatives Geldmengenwachstum ist in der Regel ein Vorbote für einen wirtschaftlichen Abschwung und eine sinkende Inflation

- Ein höherer natürlicher Zinssatz würde höhere Leitzinsen erfordern, um restriktiv zu sein.

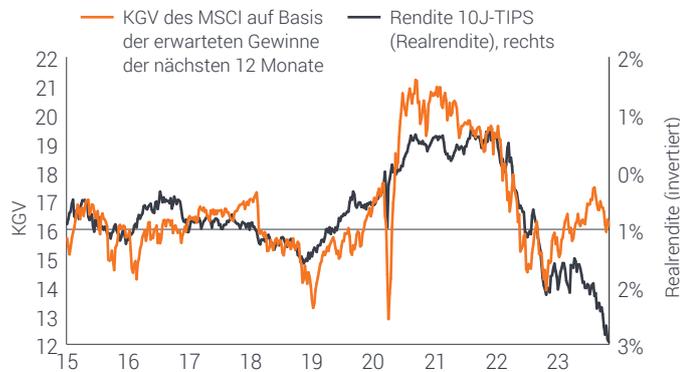


¹ Quelle: David Zervos bei Jefferies, 4. Oktober 2023. Ein Basispunkt (Bp.) entspricht 1/100 Prozentpunkt, 1 Bp. = 0,01%.

Kümmert das irgendjemanden?

Die Teilnehmer merkten an, dass die höheren Zinsen im Jahr 2023 anscheinend kaum eine Wirkung auf die Aktienmärkte hatten. Könnten diese Verwerfungen dauerhaft sein?

Abbildung 6: Kluft zwischen Risiken und Realzinsen

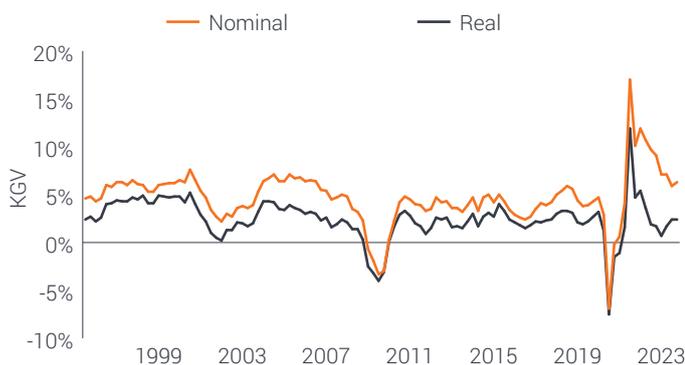


Quelle: LSEG Datastream, MSCI World Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Basis der erwarteten Gewinne der nächsten zwölf Monate, Rendite 10-jähriger inflationsgeschützter US-Treasuries (Realrendite), 1. Januar 2015 bis 25. Oktober 2023. **Renditen können sich im Laufe der Zeit ändern und sind nicht garantiert.**

Nach allgemeiner Ansicht wirken die Realzinsen zwar verzögert, aber sie wirken immer. Der Aktienmarkt könnte einen Rückgang der Realzinsen in den kommenden Monaten einpreisen. Vielleicht bedeutet es aber auch, dass die Aktienmärkte vor einer scharfen Korrektur stehen könnten.

Einige Teilnehmer wiesen auf die Abweichung zwischen den nominalen und den realen Kennzahlen hin. Das Wirtschaftswachstum wird normalerweise real angegeben, während die Unternehmen ihre Gewinne nominal melden. Die Inflation war für viele Unternehmen daher nicht katastrophal – für viele sogar ganz im Gegenteil.

Abbildung 7: Stärke der US-Verbraucher und der US-Unternehmen wurde durch das nominale BIP-Wachstum unterstützt



Quelle: Bloomberg, US-Bruttoinlandsprodukt (BIP) in nominalen US-Dollar, US-BIP in „Chained Dollars“ (reales BIP), prozentuale Veränderung zum Vorjahr, 2. Quartal 1995 bis 2. Quartal 2023. Stand: 30. September 2023.

Starke negative Folgen dürften bei größeren Refinanzierungen zu spüren sein, zum Beispiel beim Hauskauf oder Anschlussfinanzierungen für Hypotheken. Allmählich mehren sich die Belege, dass die höheren Hypothekenkosten den Wohnungsmarkt in den USA und Europa belasten. Die Zahlungsausfälle bei Krediten nehmen ebenfalls zu. Das starke BIP-Wachstum in den USA im 3. Quartal 2023 macht eher den Eindruck eines Ausreißers als eines klaren Richtungswechsels.

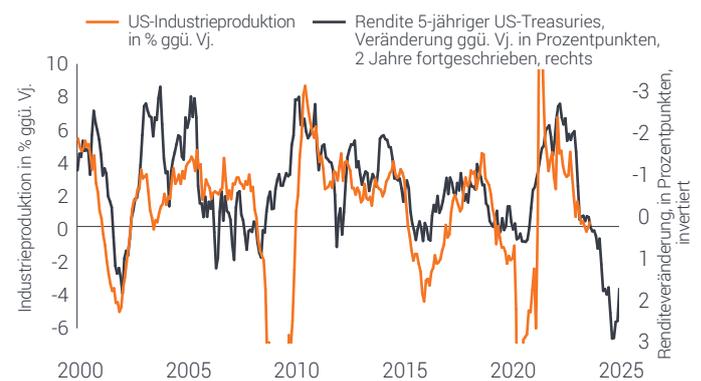
Die Teilnehmer waren sich auch einig, dass wir möglichst nicht zu viel aus einzelnen monatlichen Beschäftigungsdaten herauslesen sollten, weil diese ein nachlaufender Indikator sind. Analysen der US-Notenbank von Kansas City wurden angeführt, denen zufolge die Reaktion der Arbeitsmärkte auf eine Zinsänderung seit 1985 erst 27 Monate später den Höhepunkt erreichte.² Diese Analysen bezogen sich zwar auf Zinssenkungen, wenn wir im Umkehrschluss jedoch Zinserhöhungen und deren Auswirkungen auf die Arbeitslosigkeit betrachten, könnte dies bedeuten, dass der Arbeitsplatzverlust in den USA im 2. Quartal 2024 am stärksten sein könnte (27 Monate nach der ersten Zinserhöhung im März 2022).

Darüber hinaus ist es praktisch normal, dass die Beschäftigungsdaten vor einer Rezession robust sind und die Arbeitslosigkeit dann sprunghaft ansteigt. Die Teilnehmer merkten an, dass durch das Horten von Arbeitskräften nach der Covid-Pandemie und den Anstieg der Löhne wahrscheinlich ein größeres Polster vorhanden ist, das abgebaut werden kann, falls die Unternehmensgewinne unter Druck geraten sollten. Der Arbeitsplatzabbau könnte daher zügig geschehen, sobald er erst einmal begonnen hat.

Es wird kalt draußen

In der nördlichen Hemisphäre wird es allmählich Winter und während die Temperaturen sinken, steigen die Finanzierungskosten. Die Geschichte zeigt, dass zwischen einer langsameren Wirtschaftsaktivität und einem Anstieg der Anleihenrenditen (Kreditkosten) ein enger Zusammenhang besteht.

Abbildung 8: Aktivität folgt einem normalen Pfad



Quelle: LSEG Datastream, US-Industrieproduktion, Rendite der 5-jährigen US-Treasuries, Veränderung innerhalb eines Jahres in Prozentpunkten, zwei Jahre fortgeschrieben, 31. Januar 2000 bis 31. August 2023, Änderung der Anleihenrenditen fortgeschrieben, sodass die Grafik am 30. September 2025 endet.

Die Teilnehmer waren sich einig, dass dies die am deutlichsten angekündigte Rezession aller Zeiten ist. Hätten Sorgen über eine Rezession bedeutet, dass viele Unternehmen vorsorglich

+ Das nominale Wachstum hat die privaten Haushalte und die Unternehmen unterstützt.

- Die Arbeitsmärkte sind ein Spätindikator, sie liefern daher keine verlässlichen, eindeutigen Hinweise auf die Zukunft.



² Quelle: US-Notenbank von Kansas City, „Has the U.S. Economy Become Less Interest Rate Sensitive“, Jonathan L. Willis und Guangye Cao, Economic Review, 2. Quartal 2015. **Es kann nicht garantiert werden, dass sich vergangene Trends fortsetzen oder Prognosen eintreffen.**

Maßnahmen ergriffen hätten, um sicherzustellen, dass die Bilanzen in einer besseren Verfassung gewesen wären? Es herrschte Einigkeit darüber, dass die Fundamentaldaten im Kreditbereich recht gut sind, obgleich die Gewinne vor einer Rezession gewöhnlich am höchsten sind, was die Verschuldungsquoten und die Zinsdeckungsquoten normalerweise in einem guten Licht erscheinen lässt. Anzeichen einer Verschlechterung nehmen jedoch zu, denn die Verschuldungsquoten steigen allmählich und die Zinsdeckung nimmt ab.

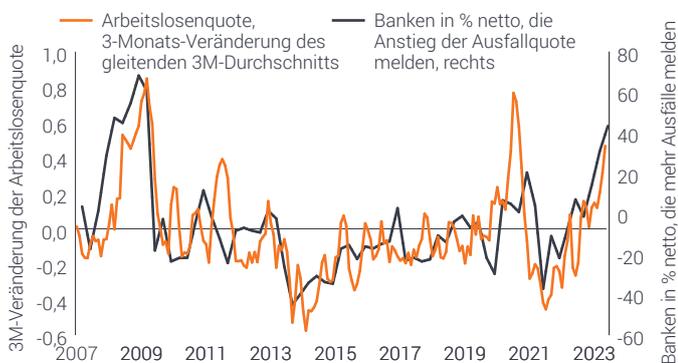
Regionale Unterschiede

Ein Großteil der Diskussionen drehte sich vor allem um die USA – aufgrund ihres enormen Einflusses auf die globalen Märkte. Doch spiegelt die Konjunkturschwäche in Europa eine stärkere Reaktion auf die geldpolitische Straffung wider?

Es gibt zwar einige bestimmte Faktoren, die Europa betreffen, beispielsweise die größere Abhängigkeit von Exporten nach China (die ein schwaches Wachstum verzeichneten). Ein bedeutender Faktor sind jedoch die kürzeren Refinanzierungszeiträume in der Region, sowohl bei den privaten Haushalten als auch bei den Unternehmen.

Anders als in den USA, wo festverzinsliche Hypotheken mit 30 Jahren Laufzeit ganz normal sind, wird der Zins in Großbritannien bei Hypotheken gewöhnlich nur für ein bis fünf Jahre festgeschrieben. Die Geldpolitik zeigt deshalb schneller Wirkung, wie der zügigere Abschwung am Wohnimmobilienmarkt und der schnellere Anstieg der Arbeitslosigkeit im Vergleich zu den USA zeigen. Banken in Großbritannien melden bereits eine Zunahme der Zahlungsausfälle bei besicherten Krediten an private Haushalte.

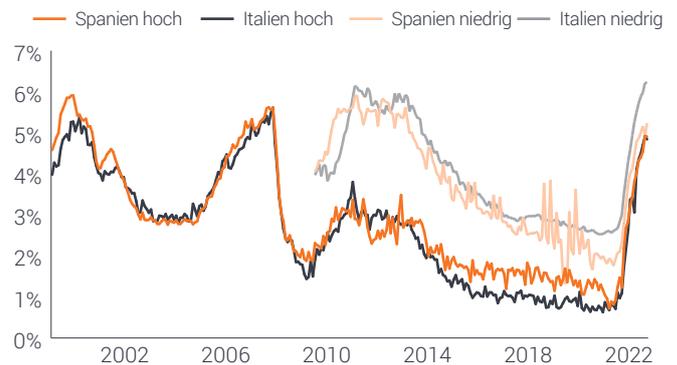
Abbildung 9: Zunahme der Zahlungsausfälle bei Krediten an private Haushalte deckt sich mit Anstieg der Arbeitslosigkeit



Quelle: LSEG Datastream, britische Arbeitslosenquote, Anteil der Banken in % (netto), die Anstieg der Ausfallquote melden, Umfrage der Bank of England zu den Kreditkonditionen, 31. Januar 2007 bis 30. Juni 2023.

Ähnliche negative Effekte sind in Kontinentaleuropa zu verzeichnen. Unternehmen in Europa sind normalerweise stärker auf Bankkredite angewiesen als US-Unternehmen. Die Kosten für Kredite sind seit Ende 2022 stark gestiegen.

Abbildung 10: Kreditkosten in europäischer Peripherie stark gestiegen, Zinsen für Bankkredite in %



Quelle: Europäische Zentralbank, Kosten neuer Unternehmenskredite mit anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr, hoch = Kredite über mehr als EUR 1 Mio., niedrig = Kredite über weniger als EUR 250.000; Januar 2000 bis August 2023.

Analysen von HSBC ergaben, dass in der Eurozone 60% der Unternehmenskredite von Banken eine Zinsbindung von weniger als drei Monaten und über 80% der Darlehen eine Zinsbindung von unter einem Jahr aufweisen. Dagegen sind laut Daten der Bank of England 80% der Unternehmenskredite in Großbritannien zinsvariabel.³ Bis zu einem gewissen Grad gleichen staatliche Zuschüsse für Kredite (zum Ausgleich des Inflation Reduction Act in den USA und der bestehenden Hilfen aus der Covid-Zeit) zusammen mit den höheren Geldmarktzinsen in den Bilanzen den Anstieg der Finanzierungskosten aus.

Doch die Teilnehmer waren sich einig, dass ein Szenario mit „längere Zeit höheren Zinsen“ voraussichtlich seinen Tribut fordern würde. An den Anleihenmärkten werden europäische Schuldtitel in der Regel mit kürzeren Laufzeiten begeben, wie die Tabelle des gewichteten Durchschnitts der Laufzeiten zeigt. Eine Refinanzierung erfolgt deshalb alles in allem früher. Zusammen genommen erleben die privaten Haushalte und die Unternehmen in Europa, dass sich die höheren Zinsen schneller bemerkbar machen.

Abbildung 11: Durchschnittliche Laufzeit an den Märkten für Unternehmensanleihen

Region und Bonität	Jahre bis Fälligkeit (gewichteter Durchschnitt)
Europäische Hochzinsanleihen	3,5
US-Hochzinsanleihen	4,8
Europäische Investment Grade-Anleihen	5,0
US-Investment Grade-Anleihen	9,8

Quelle: Bloomberg, ICE BofA Euro High Yield Index, ICE BofA US High Yield Index, ICE BofA Euro Corporate Index, ICE BofA US Corporate Index, durchschnittliche Jahre bis Fälligkeit, Stand: 31. Oktober 2023.

+ Das US-Wachstum scheint sich gut zu halten

- Die Übertragungseffekte scheinen in Europa stärker zu sein; dort sind in einigen Gebieten bereits Merkmale einer Rezession zu erkennen.



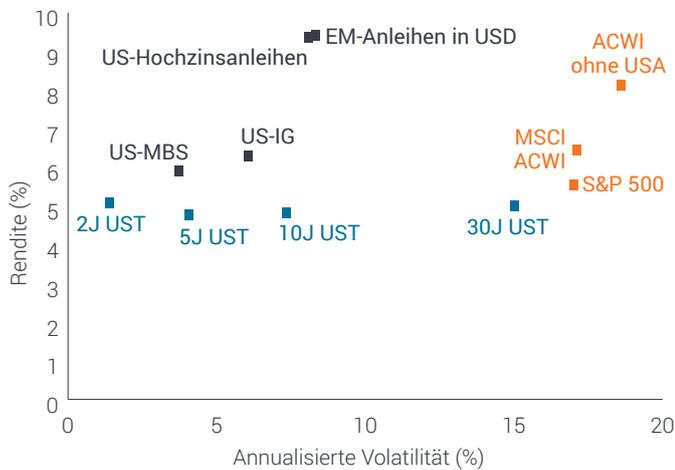
³ Quelle: HSBC, Counting the cost of capital, 5. September 2023.

Zeit für eine optimistische Haltung gegenüber Anleihen?

Anleihen scheinen das Schlimmste überstanden zu haben – da die führenden Zentralbanken eine Zinspause einlegen / das Zinshoch erreichen, die Inflation sinkt und die Renditen wieder auf Niveaus sind, die im Vergleich zu Geldmarkt- und Risikoanlagen wettbewerbsfähig erscheinen. Ist es also an der Zeit für eine optimistischere Haltung gegenüber Anleihen?

Um nicht den Eindruck zu erwecken, dass wir unsere eigenen Hausaufgaben benoten, stellten wir diese Frage unseren Multi-Asset-Kollegen, die an der Veranstaltung teilnahmen. Sie machten deutlich, dass Anleihen im Vergleich zu Aktien günstig wirken. Anleger können mit Anleihen Renditen erzielen, die mit den Gewinnrenditen von Aktien vergleichbar sind – bei einer erheblich geringeren Volatilität.

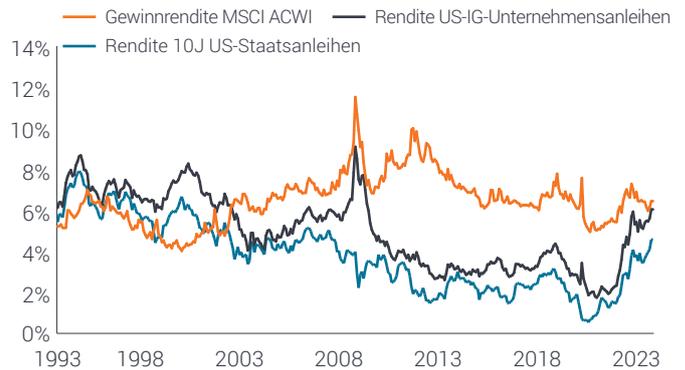
Abbildung 12: Renditen von Anleihen vergleichbar mit Gewinnrenditen von Aktien



Quelle: LSEG Datastream, annualisierte Volatilität (auf Basis der Standardabweichung wöchentlicher Kursbewegungen über 20 Jahre bis 31. Oktober 2023) und Renditen per 31. Oktober 2023. Gewinnrendite im MSCI All Countries World Index, MSCI All Countries World Index ex US, S&P 500® Index; Yield to Worst im Bloomberg U.S. Corporate High Yield Bond Index, Bloomberg U.S. Backed Securities Index, Bloomberg U.S. Corporate Index (Investment Grade), J.P. Morgan EMBI Global Diversified; Rückzahlungsrendite für 2-, 5-, 10- und 20-jährige US-Benchmarkindizes für Staatsanleihen. Stand: 31. Oktober 2023. **Renditen können sich im Laufe der Zeit ändern und sind nicht garantiert.**

Die Anleger müssen im Kreditspektrum auch gar nicht allzu weit nach unten blicken, denn beispielsweise US-Investment-Grade-Anleihen bieten vergleichbare Renditen wie globale Aktien. Und dies in einer Zeit, in der die Gewinne börsennotierter Unternehmen nach Ansicht vieler schon fast Höchststände erreicht haben. Darüber hinaus ist die Aktienrisikoprämie (erwartete Rendite am Aktienmarkt abzüglich risikofreiem Zins) niedrig, was in der Vergangenheit in der Regel ein Vorbote für niedrige Aktienerträge in den folgenden zehn Jahren war.

Abbildung 13: Rendite von IG-Unternehmensanleihen vergleichbar mit Gewinnrendite von Aktien



Quelle: LSEG Datastream, Gewinnrendite im MSCI ACWI, Yield to Worst für Bloomberg US Corporate Investment Grade (IG), Rückzahlungsrendite der 10-jährigen US-Benchmark-Staatsanleihe. 31. Oktober 1993 bis 31. Oktober 2023. **Renditen können sich im Laufe der Zeit ändern und sind nicht garantiert.**

Doch lohnt es sich, das zusätzliche Kreditrisiko einzugehen? Spricht etwas für Anlagen in Hochzinsanleihen? Diese Fragen führen wieder zurück zu der früheren Bemerkung zur Bedeutung des Ausgangspunkts. Liegt die Rendite von US-Hochzinsanleihen über 9%⁴, müssten erst einige negative Annahmen eintreten (massive Spread-Ausweitung und/oder hohe Ausfallquoten), ehe die Rendite negativ wird. Unmöglich ist das nicht – und eine US-Rezession könnte ohne Weiteres die Stimmung kippen lassen und eine Spread-Ausweitung bewirken. Doch dieser Teilsektor des Anleihenmarkts ist heute eindeutig attraktiver.

Greifen die Anleger aber wieder zu Anleihen, wenn Hedge Funds noch immer netto short positioniert sind? Viele Vermögensverwalter fühlen sich zudem nach wie vor wohler mit dem Kauf eher kurzfristiger Anleihen. Würde ein Rückgang der Geldmarktzinsen dazu führen, dass die Anleger in Anleihen umschichten und zudem die Duration verlängern? Es herrschte breite Einigkeit, dass leistungsorientierte Vorsorgepläne in Anleihen umschichten. Wie sich die Lage bei beitragsorientierten Vorsorgeplänen darstellt, ist dagegen noch alles andere als klar. Für viele private Haushalte sind Anleihen eine Anlageklasse, die sie weniger gut verstehen, und die Erfahrungen der letzten zehn Jahre zeigen, dass es sich gewöhnlich lohnt, Aktien bei Schwäche zu kaufen. Die Renditen von Anleihen werden jedoch reizvoller. Und es werden mehr Schuldtitel ausgegeben, sodass sie der Definition nach auch irgendjemand kaufen muss. Dies warf eine zentrale Frage in Bezug auf die Renditen und die Diversifizierung auf.

+ Die Anleihenrenditen können mit den Gewinnrenditen von Aktien mithalten, während sich die Gewinne börsennotierter Unternehmen noch immer auf Höchstständen bewegen.
Die geringere Volatilität von Anleihen bedeutet auf risikobereinigter Basis, dass Anleihen noch attraktiver erscheinen.

- Aktien könnten schlicht überbewertet sein, denn niedrige Aktienrisikoprämien (wie aktuell) führten in der Regel zu niedrigen zukünftigen Erträgen von Aktien.



⁴ Quelle: ICE BofA US High Yield Index, Yield to Worst per 31. Oktober 2023. **Renditen können sich im Laufe der Zeit ändern und sind nicht garantiert.**

Unterschiedliche Wege

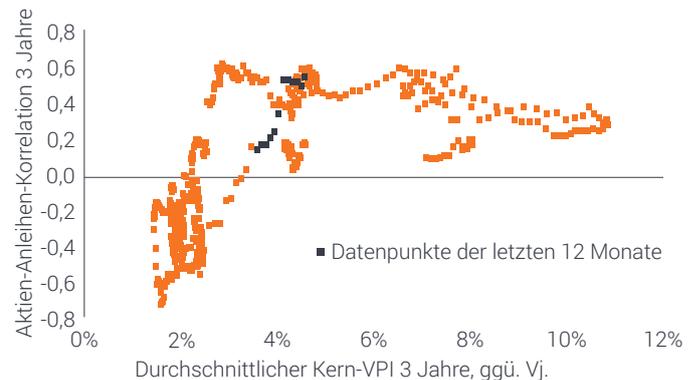
Zu einer besonderen Herausforderung wird die jüngste Vergangenheit durch die enge Korrelation zwischen Anleihen und Aktien. US-Treasuries hatten Mühe, ihrer traditionellen Rolle als diversifizierendes Gegengewicht zu Risikoanlagen gerecht zu werden. Auch dies spiegelt die niedrigen Anfangsrenditen wider. Das Potenzial, positive Kapitalerträge aus sinkenden Renditen zu erwirtschaften, ist also gering. Abbildung 14 zeigt, dass in Phasen wie aktuell, in denen die Zinsen steigen, die Korrelationen nicht selten positiv waren, zum Beispiel in den Jahren 2000, 2006 bis 2007 und 2013. Abbildung 15 zeigt, dass die Korrelation normalerweise negativ war, wenn die Inflation durchschnittlich unter 3% lag.

Abbildung 14: Korrelation zwischen US-Aktien und der Rendite 10-jähriger US-Treasuries



Quelle: Morgan Stanley, gleitende 52-Wochen-Korrelation des S&P 500® Index mit der Rendite 10-jähriger US-Treasuries, 13. Oktober 1999 bis 13. Oktober 2023. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die zukünftigen Erträge.**

Abbildung 15: Die Korrelation dürfte wieder negativ werden, wenn der Kern-VPI unter 3% sinkt



Quelle: Bloomberg, 3-Jahres-Korrelation des Bloomberg US Treasury Total Return Index mit dem S&P 500® Total Return Index, US-Kern-VPI, monatliche Datenpunkte, Februar 1976 bis Oktober 2023. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die zukünftigen Erträge.**

Die Inflation sinkt wieder in Richtung des Trendniveaus, sodass Zentralbanken beginnen können sollten, das kurze Ende der Renditekurve nach unten zu drücken. Die Korrelationen sollten sich dadurch normalisieren. In einem solchen Umfeld dürften Kernstaatsanleihen wieder ihre Funktion als wichtiges diversifizierendes Gegengewicht zu Risikoanlagen erfüllen.

Die Teilnehmer spekulierten, was die Korrelation im Gegensatz zum eher allmählicher Rückgang der Inflation schnell wieder ins Negative kippen lassen könnte. Die meisten dachten dabei an ein finanzielles Ereignis (z. B. eine erneute Krise wie bei der Silicon Valley Bank, nur noch größer) oder die Wende am Arbeitsmarkt. Dies dürfte zwar für zinsensensitive Wertpapiere günstig sein, doch die Auswirkungen auf eher kreditsensitive Wertpapiere würden voraussichtlich negativ sein.

Ein schwieriger Ausgang

Unter dem Strich scheint die Aussicht auf eine sanfte Landung für die USA realistischer zu sein als für Europa, wo bereits erste Anzeichen für Schwierigkeiten sichtbar sind. Die umfangreichere fiskalpolitische Unterstützung in den USA und die weniger unmittelbare Sensitivität gegenüber höheren Zinsen scheinen die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung verzögert / gedämpft zu haben. Die Realrenditen bewegen sich indes auf restriktiven Niveaus, und die meisten Teilnehmer räumten ein, dass ein Abschwung im Jahr 2024 für die USA durchaus noch möglich ist.

Die Teilnehmer stimmten überein, dass das durchwachsene Bild für einen neutralen Ansatz für Kreditrisiko-Beta und für eine nach wie vor selektive Herangehensweise an Wertpapiere spricht. Was die Duration betrifft, führt der Anstieg der Renditen – nach dem „Bear Steepening“ (steigende Zinsen, steilere Renditekurve) vor allem am längeren Ende – letztlich zu einem zunehmend asymmetrischen Risiko/Rendite-Profil, das geduldige Anleger wahrscheinlich belohnen wird. Die Anlagemärkte sind von zahlreichen Widersprüchen gekennzeichnet, und mit der Zeiten dürften sich wieder die historischen Beziehungen einstellen. Die große Unbekannte bleibt die Geopolitik, nicht zuletzt die Ereignisse in Nahost. Sie könnten die Situation rund um die Inflations- und Wirtschaftswachstumsaussichten in aller Welt grundlegend verändern.

➕ **Rückkehr des Diversifikationspotenzials**, da eine auf 3% oder tiefer sinkende Inflation die Bedingungen schafft, damit die Korrelationen wieder negativ werden können.

➖ **Das instabile geopolitische Klima** besitzt das Potenzial, etablierte Trends zu beeinträchtigen.



WEITERE INFORMATIONEN FINDEN SIE UNTER JANUSHENDERSON.COM

Wichtige Hinweise

Festverzinsliche Wertpapiere unterliegen Zins-, Inflations-, Kredit- und Ausfallrisiken. Der Anleihemarkt ist volatil. Wenn die Zinsen steigen, sinken in der Regel die Anleihekurse, und umgekehrt. Die Rückzahlung des Kapitals ist nicht garantiert, und die Kurse können sinken, wenn ein Emittent seine Zahlungen nicht pünktlich leistet oder wenn sich seine Bonität verschlechtert.

Hochzinsanleihen oder Junk Bonds sind mit höheren Ausfallrisiken und einer größeren Volatilität verbunden, sodass ihre Kurse plötzlich oder drastisch schwanken können.

Hypothekenbesicherte Wertpapiere (MBS) reagieren möglicherweise empfindlicher auf Zinsänderungen. Sie sind einem Verlängerungsrisiko, wenn Kreditnehmer die Laufzeit ihrer Hypotheken bei steigenden Zinsen verlängern, und dem Risiko einer vorzeitigen Rückzahlung ausgesetzt, wenn Kreditnehmer ihre Hypotheken bei sinkenden Zinsen früher tilgen. Diese Risiken können den Ertrag mindern.

Diversifizierung gewährleistet weder eine Gewinnerzielung noch den Ausschluss von Verlustrisiken.

Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries ist der Zinssatz für US-Staatsanleihen, die zehn Jahre nach dem Kaufdatum fällig werden. Die Volatilität misst das Risiko anhand der Streuung der Renditen für eine bestimmte Anlage. Der MSCI All Country World IndexSM spiegelt die Aktienmarktentwicklung der globalen Industrie- und Schwellenländer wider. Der S&P 500[®] Index spiegelt die Wertentwicklung der US-amerikanischen Large-Cap-Aktien wider und bildet die Performance des breiten US-Aktienmarktes ab. Der Bloomberg U.S. Corporate High Yield Bond Index gibt die Entwicklung des Marktes für festverzinsliche, auf US-Dollar lautende Hochzins-Unternehmensanleihen wieder. Der Thomson Reuters/University of Michigan Consumer Sentiment Index ist ein Barometer für die US-Wirtschaft, das auf einer monatlichen Befragung von Verbrauchern zu ihrer Einschätzung der aktuellen Lage und ihren Erwartungen zur zukünftigen wirtschaftlichen Aktivität basiert. Der Bloomberg U.S. Mortgage Backed Securities (MBS) Index bildet die Entwicklung festverzinslicher hypothekenbesicherter Agency Passthrough Securities ab, die durch Ginnie Mae, Fannie Mae und Freddie Mac garantiert sind. Der Bloomberg U.S. Corporate Index ist ein Maßstab für festverzinsliche, steuerpflichtige Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating. Der J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index bildet die Entwicklung liquider, auf US-Dollar lautender festverzinslicher und zinsvariabler Schuldpapiere von staatlichen und quasistaatlichen Emittenten aus Schwellenländern ab. Der ICE BofA Euro High Yield Index bildet die Wertentwicklung von auf EUR lautenden Unternehmensanleihen mit einem Rating unterhalb von Investment Grade ab, die am Euro-Markt oder am Eurobond-Markt öffentlich begeben wurden. Der ICE BofA US High Yield Index bildet die Wertentwicklung von auf USD lautenden Unternehmensanleihen mit einem Rating unterhalb von Investment Grade ab, die am US-Markt öffentlich begeben wurden. Der ICE BofA Euro Corporate Index bildet die Wertentwicklung von auf EUR lautenden Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating ab, die am Eurobond-Markt oder an den Märkten der Mitgliedstaaten der Eurozone öffentlich begeben wurden. Der ICE BofA US Corporate Index bildet die Wertentwicklung von auf US-Dollar lautenden Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating ab, die am US-Markt öffentlich begeben wurden.

Die hier wiedergegebenen Einschätzungen entsprechen dem Stand am Tag der Veröffentlichung. Sie sind nur zur Information gedacht und dürfen nicht als Anlageberatung, rechtliche oder steuerrechtliche Beratung genutzt oder verstanden werden, auch nicht als Angebot zum Verkauf, als Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder als Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers, einer Anlagestrategie oder eines Marktsegments. Keiner der Inhalte dieser Publikation ist als direkte oder indirekte Erbringung von Anlageverwaltungsleistungen im Hinblick auf die spezifischen Erfordernisse eines Kunden zu verstehen. Hier wiedergegebene Meinungen und Beispiele sind lediglich zur Veranschaulichung allgemeiner Themen gedacht; sie sind kein Hinweis auf beabsichtigte Transaktionen und können sich ändern. Sie geben möglicherweise nicht die Einschätzungen anderer Personen innerhalb des Unternehmens wieder. Zur Veranschaulichung genannte Beispiele sind nicht als Hinweis oder implizite Bestätigung zu verstehen, dass diese jetzt oder in der Vergangenheit in einem Portfolio enthalten sind bzw. waren. Für Prognosen kann keine Garantie übernommen werden und es ist nicht garantiert, dass die bereitgestellten Informationen vollständig oder aktuell sind. Außerdem besteht keinerlei Gewähr im Hinblick auf die Ergebnisse, die bei deren Verwendung erzielt werden. Quelle der Daten ist Janus Henderson Investors, sofern nicht anders angegeben. Informationen und Daten, die von Dritten bezogen werden, werden von Janus Henderson Investors in gutem Glauben als verlässlich erachtet. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die zukünftigen Erträge. Anlagen sind mit Risiken verbunden, darunter mögliche Kapitalverluste und Wertschwankungen.**

Nicht alle Produkte oder Dienstleistungen sind in allen Ländern verfügbar. Dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen können gesetzlichen Beschränkungen unterliegen, dürfen ohne ausdrückliche schriftliche Einwilligung nicht vervielfältigt oder zitiert werden und nicht in Ländern oder unter Umständen verwendet werden, in bzw. unter denen diese Verwendung rechtswidrig wäre. Janus Henderson trägt keine Verantwortung für eine rechtswidrige Weitergabe dieser Publikation oder von Teilen davon an Dritte. Der Inhalt dieser Publikation ist nicht von einer Aufsichtsbehörde geprüft und genehmigt worden.

Janus Henderson Investors ist der Name, unter dem Anlageprodukte und -dienstleistungen von den nachstehend genannten Körperschaften in den jeweiligen Ländern bereitgestellt werden: (a) **in Europa** von Janus Henderson Investors International Limited (Reg. Nr. 3594615), Janus Henderson Investors UK Limited (Reg. Nr. 906355), Janus Henderson Fund Management UK Limited (Reg. Nr. 2678531) (jeweils registriert in England und Wales unter der Adresse 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE und reguliert von der Financial Conduct Authority) und Janus Henderson Investors Europe S.A. (Reg. Nr. B22848, 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburg, reguliert von der Commission de Surveillance du Secteur Financier); (b) in den **USA** von bei der SEC registrierten Anlageberatern, die Tochtergesellschaften der Janus Henderson Group plc sind; (c) in **Kanada** von Janus Henderson Investors US LLC nur für institutionelle Anleger in bestimmten Ländern; (d) in **Singapur** von Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (Firmenregister-Nr. 199700782N). Diese Werbung oder Veröffentlichung wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft; (e) **in Hongkong** von Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Dieses Material wurde nicht von der Securities and Futures Commission of Hong Kong geprüft; (f) in **Südkorea** von Janus Henderson Investors (Singapore) Limited nur für qualifizierte professionelle Anleger (im Sinne des Financial Investment Services and Capital Market Act und seiner Untervorschriften); (g) in **Japan** von Janus Henderson Investors (Japan) Limited, reguliert durch die Financial Services Agency und registriert als Unternehmen für Finanzinstrumente, das in den Bereichen Anlageverwaltung, Anlageberatung und -vermittlung tätig ist und Transaktionen mit Finanzinstrumenten des Typs II betreibt; (h) in **Australien und Neuseeland** von Janus Henderson Investors (Australia) Limited (ABN 47 124 279 518) und den mit ihr verbundenen Unternehmen, einschließlich Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) und Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268); (i) **im Nahen Osten** von Janus Henderson Investors International Limited, reguliert durch die Dubai Financial Services Authority als Repräsentanz. Dieses Dokument bezieht sich auf ein Finanzprodukt, das keiner Regulierung oder Genehmigung seitens der Dubai Financial Services Authority („DFSA“) unterliegt. Die DFSA ist nicht dafür verantwortlich, mit diesem Finanzprodukt in Verbindung stehende Prospekte oder andere Dokumente zu überprüfen oder zu verifizieren. Folglich hat die DFSA dieses Dokument oder sonstige damit zusammenhängende Dokumente nicht genehmigt und keine Schritte unternommen, um die Angaben in diesem Dokument zu verifizieren, und ist dafür nicht verantwortlich. Das Finanzprodukt, auf das sich dieses Dokument bezieht, ist unter Umständen illiquide und/oder unterliegt möglicherweise Beschränkungen hinsichtlich seines Wiederverkaufs. Potenzielle Käufer sollten hinsichtlich des Finanzprodukts ihre eigene Due Diligence durchführen. Falls Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie sich an einen zugelassenen Finanzberater wenden. Im Nahen Osten werden keine Transaktionen vorgenommen, und Anfragen sind an Janus Henderson zu richten. Telefongespräche können zum gegenseitigen Schutz aufgezeichnet werden, um den Kundenservice zu verbessern und um die Einhaltung behördlicher Aufzeichnungspflichten zu gewährleisten.

Außerhalb der USA: Nur für institutionelle, professionelle, qualifizierte und erfahrene Investoren, qualifizierte Vertriebspartner, Wholesale-Investoren/-Kunden nach jeweils geltendem Recht. Nicht zur Wiedergabe oder Weitergabe in der Öffentlichkeit. Marketing-Anzeige.

Janus Henderson, Knowledge Shared und Knowledge Labs sind Marken der Janus Henderson Group plc oder einer ihrer Tochtergesellschaften. © Janus Henderson Group plc.