

Sind Anleihen zurück im Spiel?

Anleihen könnten im Jahresverlauf interessant werden, lautete eine unserer Prognosen im Jahresausblick 2023. Ist es nun soweit?

Sind Anleihen nach den Renditeanstiegen der letzten Wochen jetzt attraktiv? Immerhin befinden sich die Renditen langlaufender Staatsanleihen in den USA (zeitweilig über 4,25 %) und Deutschland (deutlich über 2,5 %) auf Niveaus, die sie zuletzt 2011 erreicht hatten.

Zur Beantwortung dieser Frage lohnt es sich, zunächst einige Treiber hinter den gestiegenen Renditen zu untersuchen. Warum sind die Renditen von Anleihen zuletzt so stark gestiegen, obwohl sich am Horizont zunehmend klarer ein Ende der Zinserhöhungszyklen der wesentlichen Zentralbanken abzeichnet?

- Bei Aufteilung der nominalen Rendite von Staatsanleihen in eine Prämie zur Vergütung von



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist, Global
Economics & Strategy

Inflationsrisiken (im Finanzjargon „Break-even“, Inflation genannt) und eine sogenannte Realrendite, zeigt sich: Der Renditeanstieg wurde zuletzt fast vollständig von der Realrendite getrieben. Diese ist in den USA auf rund 2 % gestiegen und hat sich in Deutschland aus tief negativem Terrain knapp zurück in positive Gefilde bewegt. Das spiegelt eine Normalisierung, weg von der extrem lockeren Geldpolitik der letzten Jahre, wider. Zudem haben die Anleger damit Vertrauen in eine robuste Wirtschaft ausgedrückt, während die Sorge vor Inflation sich zumindest nicht mehr verstärkt hat. Dazu gab es vorwiegend in den USA Anlass. Hier lassen sich aber weiter ein robuster Konsum und eine subventionsgetriebene Sonderkonjunktur rund um den Bau von Fabriken beobachten („Inflation Reduction Act“). Sollte sich die Wahrnehmung robusteren Wachstums bestätigen, würde dies für den zukünftigen Zinspfad bedeuten, dass die Zinsen für länger als erwartet erhöht bleiben müssen („higher for longer“).

- In den USA dürfte ein höher als erwartetes Budgetdefizit die Anleihemärkte kurzfristig zusätzlich belastet haben. Dies erhöht das Angebot an Anleihen, die am Markt einen Käufer suchen. Gleichzeitig verkauft die US-Notenbank jeden Monat Staatsanleihen im Volumen von ca. 60 Mrd. US-Dollar, was das

Aktuelle Publikationen

→ Dimensionen der Disruption: Deglobalisierung

Die Welt verändert sich in einer nie gekannten Geschwindigkeit. Im ersten Teil der „Dimensionen der Disruption“ geht es um die Deglobalisierung.

→ Aktienrente: Gut gemeint, schlecht gemacht?

aus der Aktienrente alles hätte werden können, ihre 3 größten Nachteile und wie sie richtig aufgestellt werden könnte. Dr. Hans-Jörg Naumer im Gespräch mit Aktionär-TV.

→ Die Vermessung der Nachhaltigkeit – Teil 2

Die Nachhaltigkeitskriterien ESG haben einen Siegeszug um die Finanzwelt angetreten. In was genau aber investieren die Anleger, die auf Nachhaltigkeit setzen und dafür hohe ESG-Ratings als Auswahlkriterium wählen?

Angebot nochmals erhöht bzw. dem Markt Liquidität entzieht. Auch die EZB und andere Zentralbanken schrumpfen schrittweise ihre Bilanz.

- Für die globalen Geldströme auf den Anleihemärkten spielt zudem die Entscheidung der japanischen Zentralbank eine Rolle, die Renditen der einheimischen 10-jährigen Staatsanleihen nicht mehr mit Markteingriffen bei maximal 0,5 % zu begrenzen. Dies macht es beispielsweise für japanische Anleger attraktiver, heimische Staatsanleihen zu kaufen, entsprechend würden sie währungsgesicherte Positionen in europäischen oder amerikanischen reduzieren.

All das sind vorwiegend Treiber, welche eher kurzfristige Entwicklungen widerspiegeln. Eine langfristige Investition in Staatsanleihen macht für die meisten Anleger aber nur Sinn, wenn diese auf lange Sicht mehr Rendite als die Inflation abwerfen. Das ist vor allem in der Eurozone eher fraglich. Am Beispiel deutscher Bundesanleihen zeigt sich: Selbst unter der günstigen Annahme, die EZB werde mittelfristig ihr Inflationsziel von 2 % „nur“ um einen halben Prozentpunkt verfehlen, ist mit den derzeitigen Renditen um die 2,5 % für 10-jährige Anleihen gerade einmal der Kaufkraftverlust zu sichern. In den USA erscheint die Wahrscheinlichkeit inzwischen allerdings hoch, eine positive Realrendite erreichen zu können.

Zusammenfassend lässt sich sagen, Anleihen sind derzeit für solche Anleger interessant, die in absehbarer Zeit auf wieder fallende Zinsen und damit auf Kursgewinne setzen. Dies wäre vor allem bei einem merklichen Konjunkturabschwung wahrscheinlich. Dann hätten die Zentralbanken mit ihrer verschärften Geldpolitik schlussendlich die Nachfrage gedrosselt und die Inflation gedämpft.

Insgesamt gilt: Die Anleihemärkte können nicht mehr abfällig als zinsloses Risiko bezeichnet werden, sie sind für alle Beobachter hoch interessant. Richtig attraktiv sind sie aber noch nicht.

Das legt derzeit folgende Überlegungen zur Vermögensallokation nahe:

- Aufgrund gestiegener Renditen haben Staatsanleihen ihre relative Attraktivität gegenüber anderen Assetklassen erhöht. Für Langfristinvestoren erscheint das Erreichen von Erträgen über dem Kaufkraftverlust allerdings mit Aktien weiterhin wahrscheinlicher. Taktisch dürften Anleihen die höchsten Erträge im Szenario eines Konjunkturabschwungs mit einhergehenden Zinssenkungen abwerfen.
- Kurzfristig bleiben die Aktienmärkte weiterhin korrekturanfällig. Gestiegene Bewertungen und optimistische Gewinnschätzungen nehmen eine sanftere Landung der Konjunktur vorweg – also rückläufige Inflation ohne das Abgleiten in eine Rezession.

- Vor allem in China und Europa haben sich die Konjunkturdaten zuletzt merklich eingetrübt. In den USA erscheint die Konjunktur gerade äußerst robust, aber verschiedene Unterstützungsfaktoren dürften sich auch hier bald abschwächen (Bautätigkeit im Verarbeitenden Gewerbe, viele Anlässe Geld im Kultur- und Freizeitsektor auszugeben).
- Kurzfristig dürfte der Abwärtstrend bei den Inflationsraten zudem holpriger werden. Gestiegene Ölpreise und weniger günstig wirkende Basiseffekte im Vergleich zum Vorjahr könnten den Rückgang der Inflationsraten bremsen. Die gestiegenen Ölpreise reflektieren zu einem wesentlichen Teil Angebotsverknappungen von Seiten der OPEC+-Länder.
- Der US-Dollar konnte sich zuletzt festigen. Taktisch sollte er von der starken US-Konjunktur und einem unruhigeren Marktumfeld profitieren.

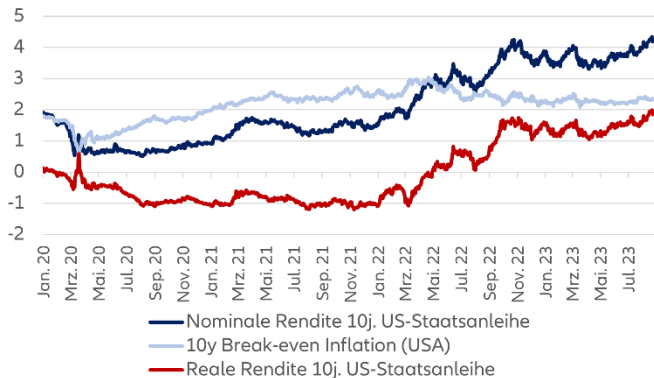
Ich wünsche Ihnen einen schönen Spätsommer,
Stefan Rondorf

Marktüberblick, Stand 29.08.2023

Aktienindizes		
DAX		15.931
Euro Stoxx 50		4.316
S&P 500		4.498
Nasdaq		13.944
Nikkei 225		32.333
Hang Seng		18.483
Zinsen in %		
USA	3 Monate	5,68
	2 Jahre	5,14
	10 Jahre	4,21
EWU	3 Monate	3,77
	2 Jahre	3,11
	10 Jahre	2,54
Japan	3 Monate	0,07
	2 Jahre	0,01
	10 Jahre	0,64
Währungen		
USD/EUR		1,080
Rohstoffe		
Öl (Brent, USD/Barrel)		85,5

Renditeanstieg bei US-Staatsanleihen zuletzt von Realrendite getrieben

Renditebestandteile in %



Quelle: AllianzGI Global Economics & Strategy, Bloomberg,
Stand: 29. Aug 2023

Investmentthema: Risiko & Rendite

- Die Niedrig-/Negativzinsphase ist vorbei. Bei Anleihen gibt es (endlich) wieder einen Kupon zu verdienen. Eine ganze Vermögensgattung, die Anleihen, ist endlich wieder „da“.
- Wer jedoch auf die Realrendite schaut, also auf das, was nach Abzug der Inflation von der Nominalrendite bleibt, und sich dabei auf eine längere Phase erhöhter Inflation einstellt, zu der u. a. **Deglobalisierung** und **Dekarbonisierung** beitragen sollten, wird sich fragen, ob er strategisch nicht Anlageformen mit einer höheren Renditeerwartung beimischen sollte.
- Wer mehr Rendite will, muss aber auch bereit sein, mehr Risiken einzugehen.
- Die strategische Perspektive setzt dabei nicht an der schnellen, kurzfristig orientierten Taktik an, sondern fragt, wie das Portfolio langfristig ausgerichtet sein soll. Um die strategische Allokation herum können dann taktische Anpassungen vorgenommen werden.
- Aus strategischer Sicht ist der Blick in die Vergangenheit interessant.
- Auf Basis langer Datenreihen¹ zeigt sich: Von 1801 bis 2022 haben US-Staatsanleihen im Durchschnitt der Jahre 3,3 % Rendite erbracht. US-amerikanische Aktien erzielten 6,88 %. Die Risikoprämie von 2,84 % machte den Unterschied. Ein US-Dollar zu Beginn der Reihe investiert, hätte in Anleihen etwas mehr als 1.300 US-Dollar gebracht. In Aktien wären daraus mehr als 2,4 Mio. US-Dollar geworden. Diese lange Zeitphase überdauert natürlich niemand, aber interessant ist auch: Mit Ausnahme von zwei Fällen haben Aktien in allen 30-Jahreszeiträumen eine Risikoprämie erwirtschaftet. 30 Jahre sind z. B. ein Zeitraum, der für die eigene Altersvorsorge genutzt werden kann.
- Die frühere Wertentwicklung lässt nicht auf zukünftige Renditen schließen, sie kann auch nicht über die vor uns liegenden Risiken hinwegtäuschen. Aber sie bestätigt: Für das „Zittern“ gab es in der Vergangenheit auch eine „Zitterprämie“.

POLITISCHE EREIGNISSE 2023

September	FR	Senatswahlen
6. September	CA	Sitzung der Bank of Canada
9. – 10. September	G20	G20 Gipfel in Indien
14. September	EZ	EZB Ratssitzung
20. September	US	Sitzung des US-Offenmarktausschusses (FOMC)
21. September	GB	BoE Ankündigung und Protokoll
22. September	JN	Sitzung der Bank of Japan

→ Übersicht politische Ereignisse (hier klicken)

¹ Quellen: Jeremy Siegel, database 1801 – 1900; Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton, 1900 – 2009; Datastream, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research; Stand: Dezember 2022.

Impressum

Allianz Global Investors GmbH, Bockenheimer Landstraße 42–44, 60323 Frankfurt am Main
Global Capital Markets & Thematic Research, Dr. Hans-Jörg Naumer

Falls nicht anders erwähnt, stammen die Daten und Informationen von Thomson Reuters, Refinitiv Datastream.

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und Erträge daraus können sinken oder steigen. Investoren erhalten den investierten Betrag gegebenenfalls nicht in voller Höhe zurück. Die dargestellten Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Veröffentlichungszeitpunkt und können sich – ohne Mitteilung darüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus verschiedenen Quellen und wurden zum Veröffentlichungszeitpunkt als korrekt und verlässlich bewertet. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang. Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die für den Vertrieb ihrer Organismen für gemeinsame Anlagen getroffenen Vereinbarungen im Einklang mit den geltenden Vorschriften für die Beendigung der Notifizierung zu beenden. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet; es sei denn dies wurde durch Allianz Global Investors GmbH explizit gestattet.

Für Investoren in Europa (exklusive Schweiz)

Dies ist eine Marketingmitteilung herausgegeben von Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.de, eine Kapitalverwaltungsgesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland; Sitz: Bockenheimer Landstr. 42-44, 60323 Frankfurt/M., Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt/M., HRB 9340; zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Zusammenfassung der Anlegerrechte ist auf Englisch, Französisch, Deutsch, Italienisch und Spanisch unter <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> verfügbar. Allianz Global Investors GmbH hat eine Zweigniederlassung errichtet in Großbritannien, Frankreich, Italien, Spanien, Luxemburg, Schweden, Belgien und in den Niederlanden. Die Kontaktdaten sowie Informationen zur lokalen Regulierung sind hier (www.allianzgi.com/Info) verfügbar.

Für Investoren in der Schweiz

Dies ist eine Marketingmitteilung, herausgegeben von Allianz Global Investors (Schweiz) AG, einer 100%igen Tochtergesellschaft der Allianz Global Investors GmbH.