



Zinswende – Langfristig hohe Renditen sichern

Die Zeit scheint reif, sich für eine Zinswende zu positionieren. Wir empfehlen daher, die durchschnittliche Restlaufzeit der Anleihen (Duration) in Portfolios zu erhöhen. Die Inflationsunsicherheit in den USA hat deutlich abgenommen, und wir rechnen auch in Europa mit leicht sinkenden Anleiherenditen. Zudem bieten Anleihen mit einer längeren Restlaufzeit einen höheren Schutz vor adversen Szenarien – wie etwa einer US-Rezession – als Anleihen mit kürzeren Laufzeiten. Auch vor dem Hintergrund der politischen Unsicherheit im Euroraum sind Bundesanleihen mit einer längeren Restlaufzeit als Absicherung attraktiv.

Die US-Treasury-Rendite der zehnjährigen Anleihen ist von der jüngsten Spitze Ende Mai bei 4,60 % auf etwa 4,20 % gefallen. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen ging im selben Zeitraum um rund 20 Basispunkte (Bp) auf 2,50 % zurück. Die Haupttreiber waren schwächere Konjunkturdaten, ein niedriger Anstieg der US-Verbraucherpreise jenseits des Atlantiks und eine erhöhte Nachfrage nach sicheren Anleihen nach der Europawahl hierzulande.

Zwei Schwalben zum Sommerstart in den USA

In den USA herrscht große Erleichterung, dass die Inflationsdaten für den Monat Juni positiv ausgefallen sind. Dies ist nun der zweite Monat in Folge mit einem überraschend niedrigen Preisanstieg, insofern sind die Investoren aktuell zuversichtlich, dass sich die Inflation tatsächlich mäßigt. Im Juni legten die Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel im Vergleich zum Mai 2024 lediglich um 0,1 % zu. Dies ist der niedrigste Anstieg seit 2021. Die Inflationsdynamik ist somit im zweiten Vierteljahr niedriger ausgefallen als zu Jahresbeginn.

Die Konjunkturdaten deuten zudem an, dass die Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal etwas langsamer gewachsen sein dürfte. Dies senkt in den Augen der meisten Volkswirte und Marktteilnehmer zudem die Inflationsrisiken für die kommenden zwölf Monate. Insbesondere mehren sich die Anzeichen, dass die Arbeitskräftenachfrage das Angebot nicht mehr auf nationaler Ebene übersteigt, sodass der Lohnauftrieb nachlassen dürfte.

Benchmarkrenditen gesunken



Quelle: Bloomberg; 10-j. US-Treasury- und Bund-Renditen, in %

Zinssenkungen in den USA voraus

Durch die **nachlassende Unsicherheit über den US-Inflationsverlauf** hat die amerikanische Zentralbank Fed Spielraum gewonnen, um die Leitzinsen zu senken. Die Zuversicht, dass ein Zinssenkungszyklus ansteht, ist dabei in unseren Augen wichtiger als der genaue Zeitpunkt der Zinssenkungen: Unsere Volkswirte erwarten aufgrund der jüngsten Kommentare von Fed-Chef Jerome Powell, der weiter Daten abwarten zu wollen scheint, einen ersten Zinsschritt im Dezember.¹ Der Markt preist aktuell bereits eine Zinssenkung um 25 Bp für September ein.

Entscheidend für den Rentenmarktausblick ist zum einen, wie sich die Erwartungen an die Leitzinsen auf Sicht von 12 bis 24 Monaten verhalten, und zum anderen, ob die Notenbanken gleichzeitig glaubhaft bei der Inflationsbekämpfung bleiben. Denn wenn die

¹ Vgl. Economics Kompakt vom 12. Juli 2024: <https://www.hal-privatbank.com/news>

Leitzinsen gesenkt würden, obwohl die Marktakteure nicht von nachhaltig niedrigeren Inflationsraten überzeugt sind, würden sie für dieses Inflationsrisiko entschädigt werden wollen. In einem solchen Fall könnten die Marktrenditen im Zuge fallender Leitzinsen sogar steigen. Man spricht im Marktjargon von einer Laufzeitenprämie, die die Marktteilnehmer für das Halten von langlaufenden Anleihen erhalten. Diese steigt bei einer erhöhten Unsicherheit über die Inflation oder in Abhängigkeit von den Wachstumserwartungen.

Renditen mit Abwärtspotenzial

Aktuell sind die Inflationserwartungen beiderseits des Atlantiks gut verankert. Die Inflationserwartungen, die aus den inflationsgeschützten fünfjährigen Anleihen abgeleitet werden, bewegen sich in den USA seit Monaten um 2,2 %, nachdem sie 2022 noch Inflationserwartungen von mehr als 3 % auf 5-Jahres-Sicht suggeriert hatten (siehe Grafik).

Inflationserwartungen verankert



Quelle: Bloomberg; 5-j. Breakeven-Raten des US-Treasury-Marktes, %

Wir gehen davon aus, dass der **US-Zentralbank gelingen wird, die Zinsen zu senken, ohne dass die Inflationserwartungen in die Höhe schnellen**. Die Fed hat in den vergangenen Wochen und Monaten durch ihre abwartende Haltung klar gemacht, dass sie nicht nur auf ihre mittelfristigen Inflationsmodelle schaut, die sie im Vorfeld der jüngsten Inflationswelle im Stich gelassen haben, sondern auch auf die aktuelle Inflationsdynamik. Unser Basisszenario sieht folgendermaßen aus: Der Fed wird es trotz der monat-

lich auch weiterhin schwankenden Inflationsraten gelingen glaubhaft zu kommunizieren, dass sie ihre Geldpolitik gegen Jahresende etwas weniger restriktiv gestalten kann. Die US-Treasury-Renditen sollten im Zuge dessen fallen. Wir erwarten, dass die zehnjährigen Renditen zumindest zeitweise die 4,0 % unterschreiten werden.

Neben dem zinsdämpfenden Effekt eines niedrigeren Preisauftriebs und einer schwachen Konjunktur werden die Renditen dadurch gedrückt, dass die sogenannte Erwartungshypothese wirkt: Nach dieser ist der langfristige Zinssatz ein Durchschnitt der erwarteten künftigen kurzfristigen Zinsen. Da die kurzfristigen Zinsen mit den Leitzinsen perspektivisch sinken dürften, reduziert dies auch die Renditen im längeren Laufzeitenbereich.

Duration ausweiten!

Wir haben schon länger wohlwollend geprüft, die Duration in unseren Portfolios auszuweiten. Denn die Zinswende ist in den Fokus der Marktteilnehmer gerückt, aber die Inflation hat immer wieder für Rückschläge gesorgt. Unseres Erachtens ist die Unsicherheit mit Blick auf den weiteren Verlauf der Verbraucherpreise nun ausreichend zurückgekommen, um eine Duration höher als in der jeweiligen Benchmark zu empfehlen. Denn der beste Zeitpunkt, um die Duration zu erhöhen, war in der Vergangenheit immer dann, wenn die kurzfristigen Zinssätze ihren Höchststand erreicht hatten.

Die erwarteten Zinssenkungen der Notenbanken haben zudem bereits dazu geführt, dass sich die Konditionen auf Tagesgeldkonten verschlechtert haben. **Eine Kassehaltung**, die viele Privatanleger außerhalb ihrer Vermögensverwaltung und Anlageaktivitäten managen, **wird zunehmend unattraktiver**. Dadurch wird der Anreiz erhöht, sich langfristig am Finanzmarkt relativ hohe Erträge beispielsweise durch ein Anleiheportfolio zu sichern. November und Dezember 2023 haben gezeigt, dass diese Anlegerbewegungen zu zwischenzeitlich rasch steigenden Anleihekursen, sprich fallenden Renditen führen können.

Haben die Portfolios eine längere Duration, profitieren sie stärker von solchen Phasen steigender Anleihekurse. Nehmen wir an, wir würden eine zehnjährige Bundesanleihe kaufen. Mit dieser erzielen Anleger aktuell bis zur Endfälligkeit eine jährliche Rendite von 2,5 %. Wenn die Renditen in den kommenden zwölf Monaten um 50 Bp sinken würden, hätte dies zur Folge, dass diese Anleihe in diesem Jahr einen Ertrag von 7 % einfahren würde.² Dieser Ertrag setzt sich zusammen aus den Kurssteigerungen und den Couponzahlungen. Eine zweijährige Bundesanleihe würde bei einem Renditerückgang von 50 Bp in den kommenden zwölf Monaten nur einen Ertrag von 2,9 % erzielen. Wir erwarten zwar steilere Renditekurven, d. h. dass die Renditen kurzlaufender Anleihen stärker fallen dürften als die Renditen längerlaufender Anleihen, aber die Wirkung der längeren Restlaufzeit ist massiv. Sollten die zwei jährigen Renditen in zwölf Monaten um 150 Bp fallen (und die zehnjährigen um 50 Bp – wie gehabt), läge der Ertrag auch nur bei 3,8 %.

Absicherung der Aktienpositionen

Neben dem Blick auf das Anleihe-Universum hat die Laufzeitwahl der Anleihen aber auch eine Funktion im Gesamtportfolio. Denn Anleihen mit einer längeren Restlaufzeit bieten einen höheren Schutz vor Risiko-Szenarien. Sollte einer der aktuell schwelenden geopolitischen Konflikte eskalieren, wären erstklassige Staatsanleihen gefragt. Gleiches gilt bei aufkommenden Rezessionsorgen. Je länger die Restlaufzeit, desto eher könnte der Anleihebestand Kursverluste auf der Aktienseite ausgleichen.

Rallye am Staatsanleihemarkt mit Gegenwind

Unsere Einschätzung zur Duration treffen wir im Rahmen der taktischen Asset Allokation für die kommenden vier bis acht Wochen. Mittelfristige Faktoren können im Herbst wieder in den Vordergrund rücken und werden genau beobachtet: So gibt es gewichtige Faktoren, welche erwarten lassen, dass die Inflation mittelfristig höher bleiben dürfte als in den 2010er Jahren. Dazu gehören (i) die grüne Transformation, (ii) hohe Staatsausgaben und (iii) der Arbeitskräftemangel, der durch die demografische Entwicklung in

vielen Ländern verschärft wird. In Europa könnten die anstehenden CO₂-Preis-Erhöhungen einen erneuten Impuls für breitere Preiserhöhungen geben.

In den USA und Frankreich haben die vergangenen Wochen zudem gezeigt, dass Investoren aus Sorge vor mittelfristig ausufernden Staatsausgaben eine höhere Rendite auf Staatsanleihen verlangen. Wenn die Wahrscheinlichkeiten für die eine oder andere Steuer-, Zoll- oder Ausgabenpolitik adjustiert wird – wie jüngst nach dem Attentat auf Ex-Präsident Trump –, sind immer wieder Dämpfer für den Renditerückgang denkbar. Am amerikanischen Markt dürfte jedoch letztlich die Aussicht auf niedrigere Leitzinsen die Anleihepreise dominieren.

Mittelfristig positiv wirkt die relative Bewertung von Aktien zu Anleihen. Die Bewertung der globalen Aktienmärkte ist historisch hoch. Daraus lässt sich zwar kurzfristig keine relative Schwäche bei der Performance ableiten, aber mittel- bis langfristig haben Anleihen durch das Ende des Nullzinsumfeldes deutlich an Attraktivität gewonnen (vgl. Grafik unten). Dies zeigt sich sowohl im Vergleich von Renditen im Unternehmensanleihesegment mit Aktienkennzahlen – beispielsweise Dividendenrenditen – als auch bei den hohen realen Zinsen.

Relative Attraktivität von Anleihen erhöht



Quelle: Bloomberg; 10-j. Spread von italienischen Staatsanleihen gegenüber Bunds gleicher Laufzeit, Basispunkte

² Bei steigenden Renditen in dem Szenario einer erneuten Inflationswelle würden Anleihen mit einer höheren Restlaufzeit zwar auch mehr verlieren. Allerdings wären Chancen und Risiken asymmetrisch verteilt, d.h. die Kursgewinne mit einem Jahr mehr Duration wären höher als die Kursverluste bei einer Parallelverschiebung der Renditekurven um jeweils beispielsweise erneut 100 Bp.

Appendix

Performance Aktien



Quelle: Bloomberg, Index: Juli 2019=100, Stand: 15.07.24

Bewertung Aktien



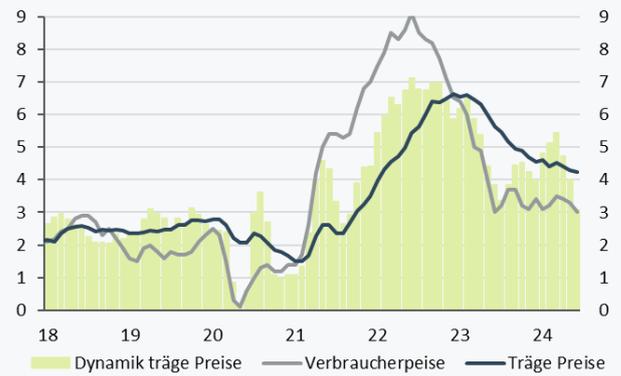
Quelle: Bloomberg, Stand: 15.07.24

Konjunkturüberraschungen negativ



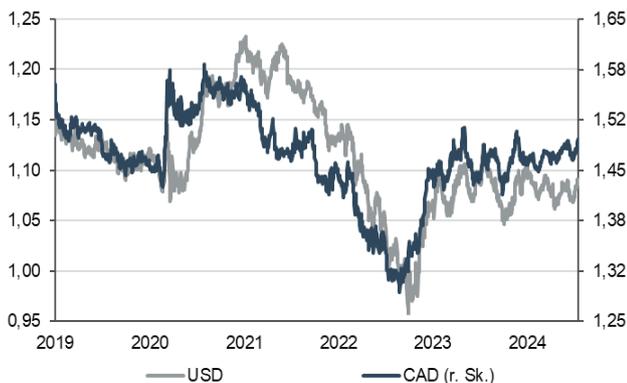
Quelle: Bloomberg, Stand: 15.07.24

US-Preisaufrtrieb nimmt endlich ab



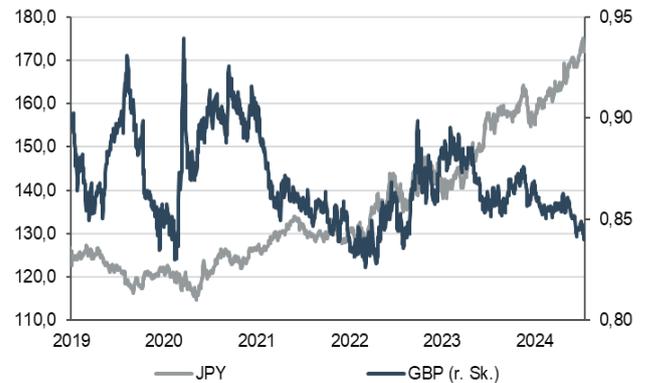
Quelle: Bloomberg, Stand: 15.07.24

EUR/USD und EUR/CAD



Quelle: Bloomberg, Stand: 15.07.24

EUR/JPY und EUR/GBP



Quelle: Bloomberg, Stand: 15.07.24

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Rechtliche Hinweise

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Lampe Asset Management GmbH noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Publikation geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Publikation erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Lampe Asset Management GmbH entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Lampe Asset Management GmbH veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Für Schäden, die im Zusammenhang mit einer Verwendung/Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Lampe Asset Management GmbH keine Haftung.

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Lampe Asset Management GmbH.

Aufsicht

Lampe Asset Management GmbH unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

Herausgeber dieser Studie ist die Lampe Asset Management GmbH.

Verantwortliche Autoren sind:

Dr. Ulrike Rondorf und Daniel Winkler

Chief-Investment-Office

Lampe Asset Management GmbH

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 95742 - 523

Telefax +49 (0)211 95742 – 570

E-Mail: cio-office@lampe-am.de

Internet: <https://www.hal-privatbank.com/asset-management/lampe-asset-management>

Redaktionsschluss: 15.07.2024