

## Statements von Chris Iggo, CIO Core Investments bei AXA Investment Managers

# Warum Anleiherenditen weiterhin niedrig bleiben

### Renditen von US-Staatsanleihen sinken weiter

Die Renditen von US-Staatsanleihen sind im Laufe des Sommers weiter gesunken. Die Rendite zehnjähriger Benchmark-Anleihen fiel diese Woche unter 1,20 Prozent. Ende März hatte die Rendite ihren Jahreshöchststand von 1,774 Prozent erreicht. Die Renditekurve der US-Staatsanleihen hat sich abgeflacht, und auch die Renditen anderer Industrieländeranleihen sind gefallen. Die pessimistischen Aussichten für Anleihen, die viele zu Beginn des Jahres geteilt hatten, haben sich damit zumindest verzögert.

### Indikatoren verweisen auf das Gegenteil

Es gibt eine ganze Reihe makroökonomischer Gründe, weshalb die Anleiherenditen höher sein sollten. Die Inflation ist in den meisten Industrieländern seit der Pandemie gestiegen. Das Wachstum liegt zurzeit über dem Trend, da sich die Volkswirtschaften weiterhin von den Lockdowns im Jahr 2020 erholen. Zudem haben Regierungen mehr Kredite aufgenommen, um die Pandemie-Notprogramme zur wirtschaftlichen Unterstützung von Haushalten und Unternehmen zu finanzieren. Die Zentralbanken nähern sich zwangsläufig dem Ende dessen, was wir allgemein als „Nullzinspolitik“ bezeichnen können. Bislang hat keiner dieser Faktoren zu einer Fortsetzung des Renditeanstiegs, den wir im ersten Quartal erlebt haben, beigetragen. Und trotzdem werden weiterhin höhere Renditen prognostiziert. Diese Aussicht ist gerechtfertigt, wenn man sich auf die mögliche Ankündigung der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) konzentriert, ihre Anleihekäufe gegen Ende des Jahres schrittweise zu reduzieren („Tapering“). Ebenso könnte der anhaltende Anstieg der Inflation, der sich in einigen Fällen durch Lohnzuwächse und anhaltende Angebotsengpässe zeigt, als Bestätigung hierfür dienen. Derzeit spiegelt der Markt diese wirtschaftlichen Denkansätze jedoch nicht wider. Für die Anleger bedeutete eine Short-Position bei den Zinssätzen, dass sie zwischen Ende März und Ende Juli mit einer Gesamrendite von 3,4 Prozent schlechter abschnitten als ein breiter Index für Staatsanleihen.

Da wir unsere Investment-Entscheidungen auf makroökonomischen, Bewertungs-, Sentiment- und technischen Faktoren stützen, achten wir auch auf andere Einflüsse, die sich auf die Marktpreise auswirken. Die makroökonomische Entwicklung ist eindeutig, auch wenn sich die Wachstumsaussichten von Zeit zu Zeit etwas

eintrüben, insbesondere durch die Ausbreitung der Delta- Variante des Coronavirus. Dennoch lässt sich der Rückgang der Renditen um 60 Basispunkte nur schwer anhand der radikal veränderten Wachstumsaussichten erklären. Außerdem ist die Inflation in dieser gesamten Zeit gestiegen.

Die Erklärung für die niedrigeren Renditen beruht höchstwahrscheinlich auf dem Verständnis der technischen Faktoren, die der relativen Angebots- und Nachfragesituation bei US-Staatsanleihen zugrunde liegen. Die wichtigsten Punkte dabei sind:

### **1. Laufende quantitative Lockerung**

Die Federal Reserve kauft jeden Monat Staatsanleihen im Wert von 80 Mrd. US-Dollar. Im Jahr 2021 hat sie ihre Bestände um 567 Mrd. US-Dollar erhöht (bis Ende Juli) und die Fed besitzt damit rund 22 Prozent der ausstehenden Staatsanleihen. Im Moment erhöht die Fed ihre Bestände weiter, bis sie entscheidet, wann sie mit dem „Tapering“ ihrer Anleihekäufe beginnt. Sowohl die Argumente, die auf die Zu- und Abflüsse abzielen, als auch auf den Bestand, können zur Erklärung der Auswirkungen der Anleihekäufe auf die Renditen herangezogen werden.

### **2. US-Banken**

Seit Beginn der Pandemie haben die Bankeinlagen in den USA aufgrund der fiskalischen Anreize und der einfachen Kreditvergaben enorm zugenommen. Ein Anstieg der Einlagen bedeutet eine Zunahme der Verbindlichkeiten bei den Banken. Auf der Aktiv-Seite hat das Kreditwachstum nicht Schritt gehalten, so dass die Banken ihre Bestände an anderen Vermögenswerten erhöhen mussten. Hierbei sind Staatsanleihen ein wichtiger und sicherer Vermögenswert, um diesen Bedarf zu decken. Große inländische US-Banken haben ihre Bestände an Staatsanleihen im laufenden Jahr bis Ende Juni um 312 Mrd. US-Dollar erhöht. Zusammen mit der US-Notenbank sind das 880 Mrd. US-Dollar an Staatsanleihekäufen.

### **3. Angebot und Nachfrage**

Das US-Finanzministerium hat seine Kreditaufnahme aufgrund des gestiegenen Haushaltsdefizits im Zusammenhang mit einer expansiven Finanzpolitik erhöht. Dennoch ist die Nettoverschuldung im Jahr 2021 bisher nur um 758 Mrd. US-Dollar gestiegen. Die Kombination aus den Käufen der US-Notenbank und der US-Banken war höher als die Nettoemission des US-Finanzministeriums.

### **4. Andere Anleger**

US-Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und ausländische Anleger haben weiterhin Bedarf an langfristigen Anlagen. Ein Merkmal vieler Versicherungsunternehmen ist eine Laufzeitlücke zwischen ihren Vermögenswerten und Verbindlichkeiten, die die Nachfrage nach Vermögenswerten mit langer Laufzeit aufrechterhält. Höhere Renditen in den USA, selbst wenn sie in Euro und anderen Währungen abgesichert sind, lockten ausländische institutionelle Anleger in US-Staatsanleihen.

Diese technischen Faktoren sind komplex und eine Vorhersage, wann sie für den Markt an Bedeutung verlieren werden, ist unmöglich. Es ist wahrscheinlich ratsam, davon auszugehen, dass sie weiterhin eine dominierende Rolle spielen werden. Wenn die Renditen also steigen sollen, müssen folgende Bedingungen erfüllt sein:

1. Die Fed kündigt ein „Tapering“ ihrer Netto-Staatsanleihekäufe an. Das wird zwar nicht plötzlich, sondern vermutlich eher schrittweise erfolgen. Nichtsdestotrotz wird sich die Marktdynamik dadurch verändern.
2. Das Einlagenwachstum im Bankensektor könnte sich verlangsamen und die Banken könnten eine erhöhte Nachfrage nach Krediten verzeichnen. In der Folge könnte sich die Nachfrage der Banken nach Staatsanleihen verringern.
3. Die Inflation könnte sich als hartnäckiger erweisen. Die Breakeven-Inflationsraten auf dem Markt für inflationsgeschützte Anleihen („Treasury Inflation Protected Securities“) deuten auf eine mittelfristige Inflation von 2,4 Prozent hin. Das wäre ein komfortables Niveau für die Fed. Ein rascher Anstieg dieser Inflationserwartungen würde die Straffung des Fed-Kurses vorantreiben und höhere Nominalrenditen erfordern. Außerdem ist zu beachten, dass die realen Renditen extrem negativ sind (-1,1 Prozent) und wahrscheinlich nur dann steigen werden, wenn die Fed die Zinsen anhebt.

Weltweit befinden wir uns weiterhin in einer Phase niedriger langfristiger Renditen, was größtenteils auf die Maßnahmen der Zentralbanken zurückzuführen ist. Die von den Zentralbanken gehaltenen Staatsanleihen machen einen beträchtlichen Anteil der ausstehenden Schulden aus (bis zu 45 Prozent im Falle Japans), und dies hat einen Knappheitswert geschaffen. Die Renditen spiegeln dabei unserer Meinung nach nicht die makroökonomische Situation wider. Täten sie das, wären sie viel höher. Doch die expansive Geldpolitik und die damit einhergehende massive Zunahme der Zentralbankreserven haben die Anleihemärkte so verzerrt, dass scheinbar nur sehr deutliche Änderungen des geldpolitischen Kurses (z.B. Straffungskurs der Fed von 2016 bis 2019) zu einem Anstieg der Anleiherenditen führen können.

-Ende-

## Kontakt

AXA Investment Managers

Elke Schaller

+41 58 360 78 78

[elke.schaller@axa-im.com](mailto:elke.schaller@axa-im.com)

Kerl & Cie

Samir Djikic & Dirk Ulmer

+49 69 870 021 516

[axa@kerlundcie.de](mailto:axa@kerlundcie.de)

Besuchen Sie uns auf [www.axa-im.de](http://www.axa-im.de), [www.axa-im.at](http://www.axa-im.at) und [www.axa-im.li](http://www.axa-im.li) oder auf  

## Über AXA Investment Managers

AXA Investment Managers (AXA IM) ist ein verantwortlicher Assetmanager. Wir investieren aktiv im besten langfristigen Interesse unserer Kunden, Mitarbeiter und der Gesellschaft. Mit unserem überzeugungsgeleiteten Ansatz finden wir die aus unserer Sicht interessantesten alternativen und traditionellen Anlagen. Zu Ende März 2021 betrug unser verwaltetes Vermögen rund 869 Milliarden Euro. AXA IM ist ein führender Investor im Bereich grüne, soziale und nachhaltige Anlagen. Wir verwalten 574 Milliarden Euro in ESG-integrierten, nachhaltigen und Impact-Vermögenswerten (Stand Ende März 2021). In allen Strategien streben wir bis 2050 netto null Emissionen an. Stets wollen wir die ESG-Grundsätze einhalten – von der Aktienauswahl über unsere geschäftlichen

Entscheidungen bis hin zu unserer Kultur. Wir wollen unseren Kunden verantwortliche Investmentlösungen mit erkennbarem Nutzen für Gesellschaft und Umwelt bieten. Stand Dezember 2020 beschäftigt AXA IM über 2 440 Mitarbeiter weltweit, hat 27 Niederlassungen in 20 Ländern und ist Teil der AXA Group, eines Weltmarktführers für Versicherungen und Assetmanagement.

### Allgemeine Hinweise

**Nur für professionelle Kunden / nicht für Privat-/Kleinanleger. Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial und um kein investmentrechtliches Pflichtdokument.** Anlagen enthalten Risiken, einschließlich dem des Kapitalverlustes. Die hier von AXA Investment Managers Deutschland GmbH bzw. mit ihr verbundenen Unternehmen („AXA IM DE“) bereitgestellten Informationen stellen weder ein Angebot zum Kauf bzw. Verkauf von Fondsanteilen noch ein Angebot zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen dar. Die Angaben in diesem Dokument sind keine Entscheidungshilfe oder Anlageempfehlung, (aufsichts-) rechtliche oder steuerliche Beratung durch AXA IM DE, sondern werden ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Die vereinfachte Darstellung bietet keine vollständige Information und kann subjektiv sein. Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken des Empfängers. Eine Weitergabe an Dritte ist weder ganz noch teilweise gestattet. Wir weisen darauf hin, dass diese Mitteilung nicht den Anforderungen der jeweils anwendbaren Richtlinie 2004/39/EG bzw. 2014/65/EU (MiFID/ MiFID II) und der zu diesen ergangenen Richtlinien und Verordnungen entspricht. Das Dokument ist damit für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht geeignet. Wertentwicklungsergebnisse der Vergangenheit bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Anlage in Fonds können steigen und fallen und werden nicht garantiert. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Daten, Zahlen, Fakten, Meinungen und Aussagen beruhen auf unserem Sach- und Kenntnisstand zum Zeitpunkt der Erstellung. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen wird nicht übernommen. Informationen über Mitarbeiter von AXA Investment Managers dienen lediglich Informationszwecken und sind stichtagsbezogen. Ein Weiterbeschäftigungsverhältnis mit diesen Mitarbeitern wird nicht garantiert. Ref-21851, Stand: 05. August 2021 © AXA Investment Managers. Alle Rechte vorbehalten.