



**Dr. Daniel Hartmann**  
Chefvolkswirt

Analyse

## Comeback des Anleihenmarktes

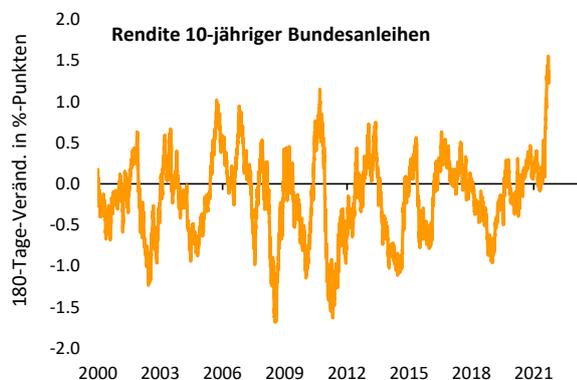
2. Juni 2022

www.bantleon.com

### Erdbeben am Anleihenmarkt

Die Bondmärkte haben zwischen Anfang Dezember 2021 und Mai 2022 ein Blutbad erlebt. Die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen schossen um rund 160 Bp in die Höhe (von -0,40% auf knapp 1,20%). Noch spektakulärer fiel der Anstieg bei 10-jährigen US-Treasuries aus. Sie rentierten Anfang Mai zwischenzeitlich bei 3,20% und damit knapp 190 Bp höher als ein halbes Jahr zuvor. Alles in allem handelte es sich sowohl in den USA als auch in Deutschland um den schärfsten Renditeanstieg seit 22 Jahren (vgl. Abb. 1).

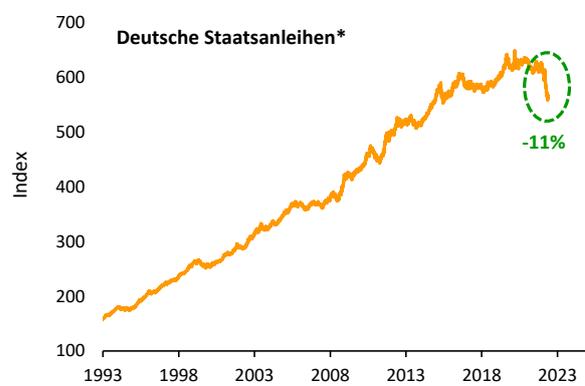
**Abb. 1: Grösster Renditesprung seit 22 Jahren**



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Aufseiten der Anleiheninvestoren hat dies enorme Schmerzen verursacht. Der Verlust eines breiten Portfolios deutscher Bundesanleihen summierte sich gemessen am ICE BofA German Government Index zwischen Dezember 2021 und Mai 2022 auf stattliche 11% – ein Minus, das seinesgleichen sucht (vgl. Abb. 2). Staatsanleihen wurden damit auch ihrer Rolle als Stabilisator in der Asset Allocation nicht gerecht, da der Einbruch parallel zur Talfahrt an den Aktienmärkten erfolgte. In Anbetracht dessen stellen sich viele Fragen: Wie lässt sich der jüngste Schock an den Bondmärkten erklären? Hat der Zinsgipfel seinen Hochpunkt erreicht? Sind Staatsanleihen bald wieder attraktiv oder auf Jahre hinaus uninteressant?

**Abb. 2: Schmerzhafte Verluste**



Quellen: Bloomberg, BANTLEON;  
\* ICE BofA German Government Index

### Der Geist der Inflation ist aus der Flasche

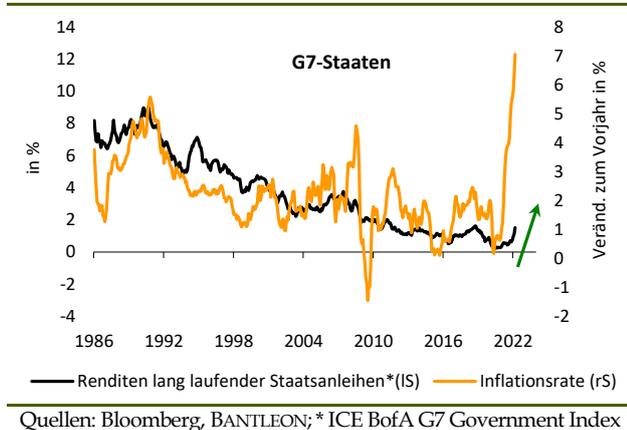
Wir hatten bereits 2020 darauf hingewiesen, dass eine nachhaltige Zinswende bevorsteht (vgl. unsere Analyse vom 5. August 2020: *Die Zeitenwende bei den Renditen ist da*). Nicht zuletzt deshalb, weil bei der Inflation dunkle Wolken am Horizont aufgezogen waren.

Die seit Jahren anhaltende Liquiditätsschwemme der Notenbanken hat den Boden für den jüngsten Teuerungsschub bereitet. Als Brandbeschleuniger entpuppte sich dann jedoch die Corona-Krise – sie hat eine 180-Grad-Wende in der Fiskalpolitik eingeleitet. Um Unternehmen und Konsumenten heil durch die Krise zu schleusen, kannte die öffentliche Hand beim Schuldenmachen kein Tabu mehr. Das staatliche Geld floss vielfach direkt in die Taschen der Bürger – etwa in Form von Konsumschecks oder Kurzarbeitergeld. Der dadurch entfachte Nachfrageschub traf auf ein begrenztes Güterangebot.

Denn auch das offenbarte die Corona-Krise: In den 2010er Jahren wurde zu wenig investiert: Etwa in Halbleiter-Fabriken, fossile Energieträger und die Exploration von Rohstoffen. Die Störung der globalen Lieferketten durch die Pandemie und den Ukraine-

Krieg tat ein Übriges, um speziell die Knappheiten bei Rohstoffen und Vorprodukten zu verschärfen. Alles zusammengenommen hat die Inflation weltweit auf ungeahnte Höhen katapultiert (vgl. Abb. 3).

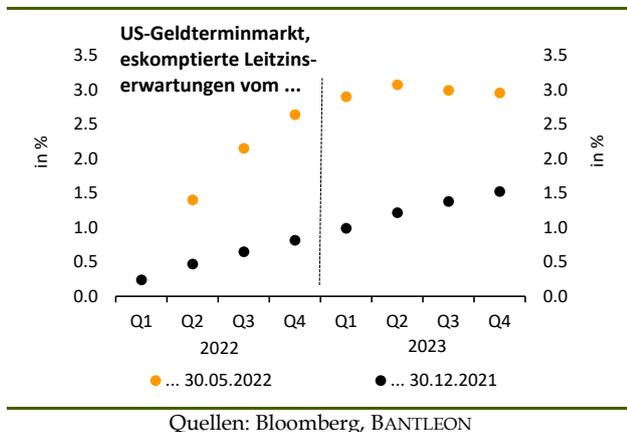
**Abb. 3: Inflationsschub hat Zinswende erzwungen**



Die Notenbanken haben zunächst falsch kalkuliert und verspätet realisiert, dass es sich um mehr als einen temporären Schub handelt. Inzwischen dämmert den meisten Entscheidungsträgern, dass auch strukturelle Veränderungen im Gang sind, die langfristig höheren Inflationsdruck erzeugen: Stichworte sind *erstens* der demografische Wandel, der den Fachkräftemangel verstärkt, *zweitens* die Energiewende, die z.B. über CO<sub>2</sub>-Abgaben für Kostendruck sorgt, und *drittens* die abnehmenden Disinflationseffekte der Globalisierung.

Mittlerweile ist den Notenbanken klar, dass sie scharf bremsen müssen, um den Geist der Inflation wieder einzufangen. Die Fed hat infolgedessen angekündigt, die Leitzinsen zügig auf ein neutrales, wenn nicht gar restriktives Niveau anzuheben. Die EZB schwenkt allmählich ebenfalls auf diesen Kurs ein.

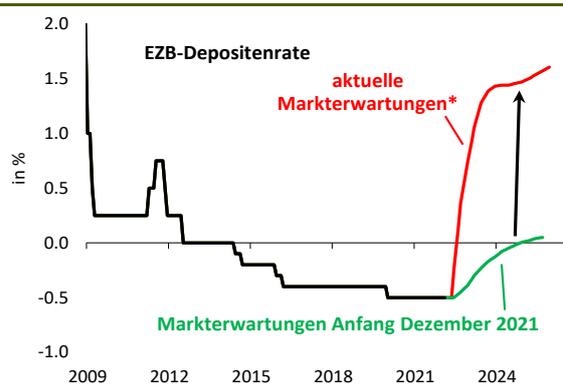
**Abb. 4: Steiler, aber kurzer Leitzinserhöhungspfad**



Die Geldterminmärkte haben den Ball aufgenommen. In den USA sehen die Investoren das Leitzins-

hoch inzwischen bei über 3,00% (Mitte 2023) und damit zwei Prozentpunkte höher als vor sechs Monaten (vgl. Abb. 4). In der Eurozone war Ende 2021 so gut wie keine monetäre Straffung absehbar. Mittlerweile ist aber auch hierzulande ein steiler Leitzinserhöhungspfad eingepreist (vgl. Abb. 5). Ende 2023 soll der Leitzins demnach bei 1,60% liegen. **Im Kern war es somit die 180-Grad-Wende der Notenbanken, welche die Leitzinserwartungen und damit auch die Renditen in kürzester Zeit in die Höhe schnellen liess.**

**Abb. 5: Auch in der Eurozone 180-Grad-Wende**

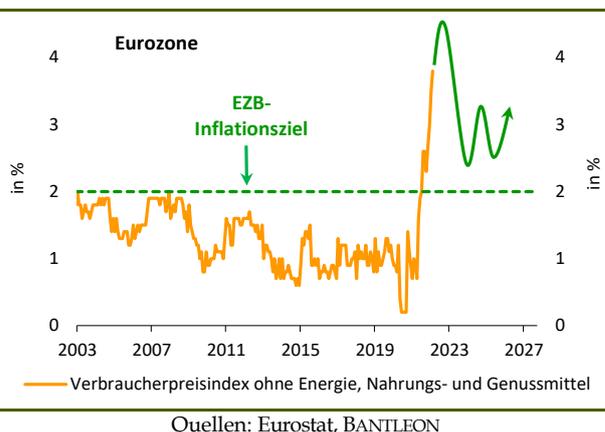


### Mittelfristig werden die Renditen weiter steigen

Für den Investor stellt sich nunmehr eine zentrale Frage: Ist das Maximum bei den Leitzinserwartungen und damit der Renditegipfel erreicht oder besteht noch Aufwärtspotenzial?

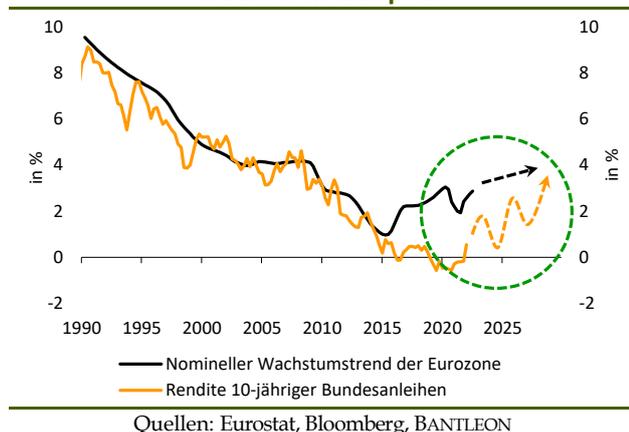
Die Antwort auf die Frage hängt – wie so häufig – vom Zeithorizont ab. **In der mittleren Frist, d.h. über die nächsten fünf Jahre, muss mit weiteren Renditeanstiegen gerechnet werden.** Wie oben ausgeführt, stehen wir vor einer neuen Ära anhaltend hohen Teuerungsdrucks. Die Inflationsraten werden sich infolgedessen sowohl in den USA als auch in Europa über den Niveaus der vergangenen Jahre einpendeln.

**Abb. 6: Die Zeiten zu tiefer Inflation sind vorbei**



Lag die Kerninflationsrate der Eurozone z.B. zwischen 2000 und 2020 bei durchschnittlich knapp 1,5%, erwarten wir, dass sie sich in den 2020er Jahren im Mittel um mindestens einen Prozentpunkt nach oben bewegt (vgl. Abb. 6). Dies bedeutet jedoch, dass die EZB immer häufiger ihr Inflationsziel verfehlt. Um die Kontrolle nicht zu verlieren, wird die Notenbank zwangsläufig die Leitzinsen verstärkt in den restriktiven Bereich führen, d.h. über 1,5% bis 2,0% anheben müssen. **Die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen dürften daher in den nächsten Jahren sukzessive in Richtung 3,0% bis 4,0% vorstossen, was zugleich in etwa dem durchschnittlichen Nominalwachstum der Eurozone entspricht** (vgl. Abb. 7). Das extreme Niedrigzinsumfeld und die ultraexpansive Geldpolitik gehören damit zunehmend der Vergangenheit an.

**Abb. 7: Renditen werden sich in Wellen nach oben kämpfen**



Ist damit eine Serie an schwachen Anleihenjahren vorgezeichnet? Mitnichten! Zum einen bieten die immer höheren Coupons einen wachsenden Schutz vor Kursverlusten. **Zum anderen wird sich der Zinsanstieg nicht linear, sondern in Wellen vollziehen. Trübt sich die Konjunktur ein, wird es immer wieder längere Perioden fallender Renditen geben.** Entscheidend für die kurzfristigen Perspektiven des Anleihenmarktes bleibt daher der Konjunkturausblick.

### Kurzfristig ist der Renditegipfel in Reichweite

Wie sieht es in dieser Hinsicht in den nächsten ein- bis zwei Jahren aus? Im 2. Halbjahr 2022 erwarten wir, dass die Weltwirtschaft trotz des Gegenwinds vonseiten des Ukraine-Kriegs und der gestiegenen Energiepreise robust expandiert. Die Nachholeffekte der Corona-Pandemie sollten den Konsum namhaft stimulieren und so das Wirtschaftswachstum stützen. Gleichzeitig werden sich die Teuerungsraten von ihren aktuellen Höchstständen nur langsam nach unten bewegen.

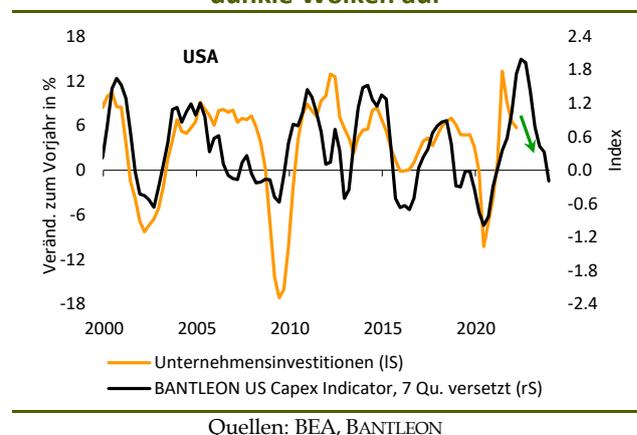
Dies ist ein Umfeld, in dem die Notenbanken ihre Pläne zur Straffung der Geldpolitik umsetzen können. Damit werden die Leitzinserwartungen vom aktuellen Niveau sogar noch ein Stück nach oben wandern. Vor allem die EZB dürfte unter Druck stehen, sich möglichst schnell von der ultraexpansiven Politik zu verabschieden. Entsprechend erwarten wir, dass der an den Geldterminals eingepreiste Leitzinshochpunkt für die Eurozone zwischenzeitlich auf gut 2,00% steigt. **In der Folge sehen wir auch bei den Renditen 10-jähriger Bundesanleihen noch leichtes Aufwärtspotenzial. Unsere Prognose sieht das Niveau am Jahresende bei 1,40%. 10-jährige US-Treasuries sollten unterdessen Ende 2022 wieder erkennbar über 3,00% rentieren.**

Damit ist aber auch klar, dass der grösste Teil des Renditeanstiegs und damit der grösste Teil der Kursverluste an den Staatsanleihenmärkten hinter uns liegt. Insgesamt ist zu konstatieren, dass sowohl in den USA als auch in der Eurozone bereits ein relativ steiler Leitzinserhöhungspfad eingepreist ist.

### 2023 feiern Staatsanleihen ein Comeback

Richtet man den Blick ins Jahr 2023, winken dem Anleiheninvestor sogar wieder positive Erträge. Es spricht nämlich viel dafür, dass sich das konjunkturelle Umfeld im nächsten Jahr spürbar eintrübt. Der Post-Corona-Boom sollte dann endgültig abgeebbt sein. Gleichzeitig werden die gestiegenen Zinsen immer stärker die Investitionsnachfrage dämpfen. Dies spiegelt sich auch in unseren weit vorauslaufenden Frühindikatoren wider, die eine entsprechende konjunkturelle Abkühlung signalisieren (vgl. Abb. 8).

**Abb. 8: Am Konjunkturhimmel ziehen dunkle Wolken auf**

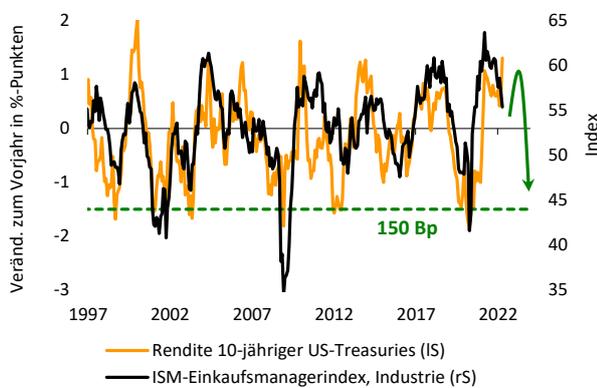


Besonders skeptisch sind wir für die USA. Schliesslich zeigt sich die Fed fest entschlossen, den Arbeitsmarkt abzukühlen. Die Erfahrungen aus der

Vergangenheit legen nahe, dass dies nur unter Inkaufnahme eines Abschwungs möglich ist.

**Vieles deutet somit darauf hin, dass wir in den USA einen zwar aggressiven, dafür aber auch recht kurzen Leitzinserhöhungszyklus erleben werden.** Die Geldterminmärkte haben dies teilweise bereits vorweggenommen. Derzeit ist ab Mitte 2023 eine Plateaubildung bzw. sogar ein leichter Rückgang bei der Fed-Funds-Rate eingepreist (vgl. Abb. 4). **Bei wachsender Rezessionsgefahr wird die Fed die Leitzinsen aber aller Voraussicht nach noch deutlicher absenken müssen.**

**Abb. 9: Renditen dürften 2023 deutlich fallen**



Quellen: ISM, Bloomberg, BANTLEON

In einem »normalen Abschwung« reduzierte die Fed die Leitzinsen in der Vergangenheit um mindestens 200 Bp. Parallel sackten die 10-jährigen Renditen um ca. 150 Bp ab (vgl. Abb. 9). **Für 2023 erwarten wir eine nicht ganz so starke Zinsbewegung.** Schliesslich wird die Inflation weiterhin präsent bleiben. Ausserdem rechnen wir bestenfalls mit einer milden Rezession in den USA und in der Eurozone sollte sich das Wachstum lediglich abschwächen. **Wir prognostizieren daher in den USA einen Renditerückgang von 100 Bp und in der Eurozone von 70 bis 80 Bp.**

Allein das würde indes bereits ausreichen, um satte Kursgewinne bei Staatsanleihen zu vereinnahmen. **Mithin scheint es realistisch, mit einem breiten Portfolio deutscher Staatsanleihen 2023 einen Ertrag von gut 5% zu erwirtschaften. Wer darauf nicht verzichten will, sollte spätestens Ende 2022 bei Staatsanleihen einsteigen. Dies gilt umso mehr, als bei Aktien in einem schwachen konjunkturellen Umfeld mit namhaften Kursverlusten zu rechnen ist.**

### Unternehmensanleihen wieder attraktiv

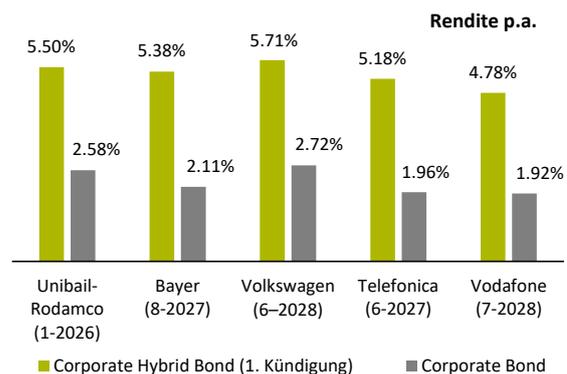
Mehr noch als Staatsanleihen standen in den vergangenen Monaten Unternehmensanleihen unter Druck. Zum Zinsanstieg kam hier die Ausweitung der

Risikoaufschläge hinzu. Ein positiver Nebeneffekt dieser Entwicklung ist indes, dass die Renditeniveaus inzwischen wieder attraktiv sind. So beträgt die Durchschnittsrendite von EUR-Unternehmensanleihen mit Investment Grade aktuell 2,30% (bei einer Duration von 5, gemessen am ICE BofA Euro Corporate Index) – ein Wert, der letztmals 2013 erreicht wurde. Im August 2021 lagen die Renditen noch nahe null.

Im weiteren Jahresverlauf rechnen wir bei Unternehmensanleihen mit keinem bedeutsamen Zinsanstieg mehr. Hellt sich das konjunkturelle Umfeld wie von uns erwartet auf, sollten sich die Risikoaufschläge zurückbilden und damit den Renditeanstieg bei Staatsanleihen kompensieren. **Wer jetzt in Unternehmensanleihen investiert, dürfte somit bereits Ende 2022 mit einem positiven Ertrag belohnt werden.**

2023 zeichnet sich ein ambivalentes Umfeld für EUR-Unternehmensanleihen ab. Die Eintrübung der Wachstumsperspektiven wird aller Voraussicht nach zu einer Spreadausweitung führen. Da wir in der Eurozone allerdings lediglich mit einer Abkühlung und keiner Rezession rechnen, sollte sich die Ausweitung der Risikoaufschläge in Grenzen halten, zumal die meisten Unternehmen mit hohen Cash-Polstern und guten Bilanzen in den Abschwung gehen. **Der mittlerweile aufgebaute Zinspuffer dürfte somit ausreichen, dass Investment-Grade-Unternehmensanleihen auch 2023 einen positiven Ertrag abwerfen.**

**Abb. 10: Hybrids mit hohem Zinspuffer**



Quellen: Bloomberg, BANTLEON; Stand: Ende Mai

Noch mehr gilt dies für Corporate Hybrids. Hier liegt die Durchschnittsrendite inzwischen bei über 4,0% (bei einer Duration von 4, gemessen am ICE BofA Euro Non-Financial Subordinated Index). Einzelne »Perlen« weisen bereits gut 5,0% aus (vgl. Abb. 10). Trotz der nachrangigen Bedienung im Insolvenzfall ist das Ausfallrisiko in diesem Segment begrenzt. Der Grossteil der Emittenten ist bonitätsstark (Investment Grade) und in defensiven Sektoren (Telekom,

Versorger, Pharma) beheimatet. Mit Corporate Hybrids dürften sich somit auch bei einer moderaten Spreadausweitung 2023 hohe einstellige Erträge erwirtschaften lassen.

### **Anleihen gehören ins Portfolio!**

**Ziehen wir ein Fazit, wird 2022 als Annus horribilis in die Geschichte der Anleihenmärkte eingehen.** Die Enttäuschung darüber ist umso grösser, als Anleihen damit ihrer Rolle als Gegengewicht zu den schwachen Aktienmärkten nicht gerecht wurden. Mehr noch, für die nächsten Jahre zeichnen sich weitere Renditeanstiege und damit Kursverluste ab. Anleihen scheinen bei oberflächlicher Betrachtung auf Jahre hinaus verbrannt.

Diese Einschätzung wird sich jedoch schon 2023 ändern. **Mithin sollten Anleihen im kommenden Jahr wieder ordentliche – Staatsanleihen sogar erkleckliche – Erträge abwerfen.** Auch darüber hinaus dürften

Bonds ihren Ruf aufpolieren. Bereits jetzt haben etwa Unternehmensanleihen einen Zinspuffer aufgebaut, mit dem sich Kursverluste abfedern lassen. **Und je höher die Renditen ansteigen, umso mehr werden Bonds an relativer Attraktivität gewinnen.** Andere Assetklassen – allen voran Aktien und Immobilien – werden hingegen unter dem Zinsanstieg leiden.

**Anleihen haben sich daher weiterhin einen prominenten Platz in einem breiten Portfolio verdient. Um in einem Umfeld übergeordnet steigender Renditen nachhaltig erfolgreich zu sein, ist indes eine aktive Bewirtschaftung der Bondbestände auf allen Ebenen unabdingbar.** Während in diesem Jahr die Verlustminimierung – mittels Durationsverkürzung – im Vordergrund stand, sollte der Investor im kommenden Jahr wieder in die Offensive gehen und mittels Laufzeitverlängerung reiche Ernte einfahren.

### **Rechtlicher Hinweis**

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Weitergabe, Verbreitung oder Vervielfältigung des vorliegenden Beitrags sowie die Verwendung oder Übernahme von Inhalten aus dem Beitrag – ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form – ist ohne vorherige Zustimmung der BANTLEON AG nicht gestattet.