

ARMAGEDDON BEI US-STAATSANLEIHEN?

Nach den Kurseinbrüchen im April haben sich die Aktienmärkte im Mai kräftig erholt. An den Renten- und Devisenmärkten ist allerdings keine Rückkehr zur Normalität zu erkennen. Tatsächlich scheint sich bei US-Staatsanleihen derzeit sogar ein perfekter Sturm zusammenzubrauen. Die steigende Staatsverschuldung setzt den US-Rentenmarkt gleich von zwei Seiten unter Druck. Einerseits verschlechtert sich die Bonität der USA, andererseits steigt das Angebot an US-Staatsanleihen. Beide Entwicklungen führen jeweils zu einem Anstieg der Renditen. Hinzu kommt die durch den Handelskrieg ausgelöste Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Inflation. Vieles spricht also dafür, dass sich der Renditeanstieg am langen Ende der US-Zinskurve fortsetzen wird. Ob es dabei zu einem Armageddon am Bondmarkt kommt, der möglicherweise auch den Aktienmarkt belasten wird, ist aber keineswegs sicher.

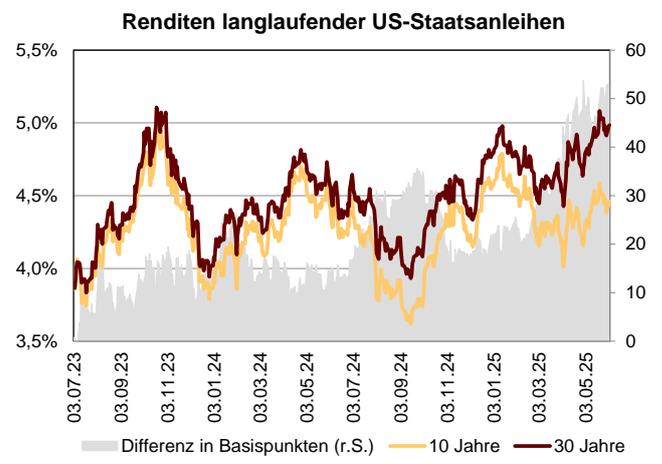
Nach den Kurseinbrüchen im April haben sich die Aktienmärkte im Mai kräftig erholt. Die Zollandrohungen von US-Präsident Trump, unter denen die Märkte zunächst litten, scheinen viel von ihrem Schrecken verloren zu haben. Nach der jüngsten Deeskalation im Zollstreit dominiert „TACO“ den Markt, also die Einstellung „Trump Always Chickens Out“ – Trump macht immer einen Rückzieher.

An den Renten- und Devisenmärkten ist allerdings keine Rückkehr zur Normalität zu erkennen. Gemessen am DXY-Index hat der US-Dollar gerade ein Drei-Jahres-Tief erreicht. Am vergangenen Freitag sorgte zudem die Aussage des JPMorgan-CEO Jamie Dimon für Unruhe, der einen Strukturbruch am US-Rentenmarkt prophezeite (“You are going to see a crack in the bond market”). US-Finanzminister Scott Bessent reagierte sofort. „Ich kenne Jamie schon lange. Und während seiner gesamten Karriere hat er solche Vorhersagen gemacht“, sagte Bessent. „Glücklicherweise ist keine davon eingetroffen.“

Tatsächlich scheint sich aber bei US-Staatsanleihen gerade ein perfekter Sturm zusammenzubrauen. Durch die Steuerpläne der US-Regierung würde sich das Haushaltsdefizit im Jahr 2025 wohl um rund 275 Mrd. US-Dollar ausweiten, was immerhin 0,8 Prozent des BIP entspricht. Der inzwischen aus der US-Regierung ausgeschiedene Elon Musk kritisiert den „One Big Beautiful Bill Act“ als „ekeleuregend und hässlich“ (“disgusting and ugly”), weil er Musks eigene Sparbemühungen torpediert. Das „Department of Government Efficiency“, dem Musk vorstand, konnte nach eigenen Angaben nur 180 Mrd. US-Dollar einsparen ([Link](#)).

Auf diese Entwicklung hat die Ratingagentur Moody’s bereits reagiert und den USA das Aaa-Spitzenrating entzogen. Moody’s schätzt, dass das US-Haushaltsdefizit im Jahr 2035 neun Prozent des BIP betragen wird. **Die steigende Staatsverschuldung setzt den Rentenmarkt**

gleich von zwei Seiten unter Druck. Einerseits verschlechtert sich die Bonität der USA, andererseits steigt das Angebot an US-Staatsanleihen. Beide Entwicklungen führen zu einem Anstieg der Renditen. Doch damit nicht genug. Die erratische Zollpolitik der USA hat die Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung deutlich erhöht und birgt die Gefahr eines Inflationsanstiegs. Investoren sollten daher eine höhere Risikoprämie für US-Staatsanleihen mit längerer Laufzeit verlangen.



Aus all diesen Gründen scheinen immer mehr traditionelle Käufer von US-Staatsanleihen zurückhaltender zu werden. So konnte eine neue 20-jährige US-Staatsanleihe am 21. Mai nur mit einer Rendite von 5,047 Prozent platziert werden. Dies liegt weit über dem Durchschnitt der letzten sechs Auktionen von 4,613 Prozent. Es war das erste Mal seit Oktober 2023, dass das Finanzministerium eine 20-jährige Anleihe mit einem Zinssatz von über fünf Prozent verkaufte.

Die wachsende Unsicherheit der Anleihekäufer spiegelt sich auch im sogenannten Term Premium wider. Dabei handelt es sich um die zusätzliche Rendite, die Anleger für das Risiko einer unerwarteten Zinsänderung während der Laufzeit einer Anleihe

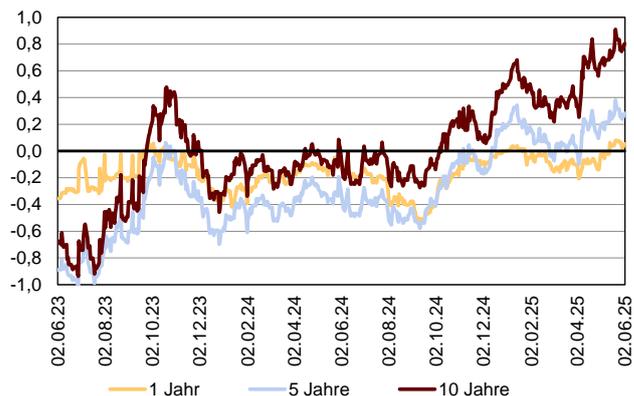
verlangen. Das Term Premium kann nicht direkt beobachtet, sondern nur mit statistischen Methoden geschätzt werden. Insbesondere für längere Laufzeiten ist es deutlich angestiegen.

Dass die Zinsen in den USA vor allem bei längeren Laufzeiten steigen, hat mehrere Gründe. Während kurze Laufzeiten von den Aussichten auf mögliche Leitzinssenkungen der Fed profitieren, belasten die mittel- bis langfristigen Risiken der aktuellen Wirtschaftspolitik vor allem längere Laufzeiten. Zudem werden kurzlaufende US-Staatsanleihen zunehmend von Stablecoins nachgefragt, die sie als Besicherung nutzen. Stablecoins wie Tether, die durch Assets besichert sind, halten inzwischen mehr kurzlaufende US-Staatsanleihen als China und waren im vergangenen Jahr der drittgrößte Käufer von T-Bills. Diese Entwicklung birgt zwar auch Risiken, trägt momentan jedoch dazu bei, dass sich der Renditeanstieg bei kurzlaufenden US-Staatsanleihen in Grenzen hält.

Vieles spricht dafür, dass sich der Renditeanstieg am langen Ende der US-Zinskurve fortsetzen wird. Ob es dabei zu einem Armageddon am Bondmarkt kommt, der möglicherweise auch den Aktienmarkt belasten wird, ist aber keineswegs sicher. Die Analysten von Goldman Sachs betonen, dass Aktien parallel zu höheren Anleiherenditen steigen, sofern der Renditeanstieg das Ergebnis einer deutlichen Verbesserung der Wachstumserwartungen ist. Wie empfindlich Aktien auf Zinsen reagieren, hängt zudem von der Geschwindigkeit der Renditeentwicklung ab. In den letzten 20 Jahren hat der S&P 500 in der Regel einen allmählichen Anstieg der Renditen gut verkräftet, geriet aber unter Druck, wenn der

Renditeanstieg zwei Standardabweichungen in einem Monat überstieg. Heute entspricht eine monatliche Bewegung von zwei Standardabweichungen etwa 60 Basispunkten. Ein solcher Anstieg würde die nominale Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen auf über fünf Prozent bringen.

Term Premium für US-Staatsanleihen
(nach Laufzeiten in Prozentpunkten)



Auch die Aktien-Analysten der UBS können dem Anstieg der langfristigen Zinsen etwas Positives abgewinnen. Steigen die Renditen vor allem wegen höherer Realzinsen und Inflationserwartungen, würde dies auch die nominalen Gewinne der Unternehmen erhöhen. Dies könnte den negativen Effekt steigender Zinsen kompensieren, der sich aus dem sinkenden Gegenwartswert zukünftiger Gewinne ergibt. **Bleibt höheres nominales Wachstum hingegen aus, wird der Bankensektor zum sicheren Hafen am Aktienmarkt.** Da sich Banken kurzfristig refinanzieren, aber längerfristige Kredite vergeben, macht eine steilere Zinsstrukturkurve die Fristentransformation lukrativer.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Völpel (mvoelpel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2023

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.