

Rentenvolatilität – gekommen, um zu bleiben

Börsen-Zeitung, 27.10.2023

Mit 4% hat der Einlagensatz der EZB im September ein neues Rekordhoch erreicht. Seitdem dürften die Zinserhöhungen in der Eurozone beendet sein. Von der FED erwartet ebenfalls nur noch eine Minderheit einen weiteren Zinsschritt.



Thomas Altmann

Leiter des Portfolio-
Managements,
QC Partners

Für die Rentenmärkte hat damit ein neuer Zeitabschnitt begonnen – das Warten auf die erste Zinssenkung. Nach dem neuen Notenbank-Motto „higher for longer“ könnte diese neue Ära einige Zeit dauern. Auf dem Papier sollte diese neue, ereignislosere Zeit mit geringeren Schwankungen einhergehen. Und tatsächlich waren die Intraday-Schwankungen des Bund-Future, der sich auf 10-jährige deutsche Bundesanleihen bezieht, zuletzt weniger als halb so hoch wie in vielen Phasen des Zinsanstiegs-Jahres 2022. Damit nähern sich die Intraday-Schwankungen ihrem langfristigen historischen Durchschnitt wieder an. Beim 10-jährigen US-amerikanischen Treasury-Future ist dasselbe Bild zu beobachten.

Die impliziten Volatilitäten, also die zukünftig erwarteten Schwankungen, sind im bisherigen Jahresverlauf zwar ebenfalls zurückgegangen. Allerdings liegen diese auf beiden Seiten des Atlantiks noch immer signifikant über dem historischen 10-Jahres-Mittel. Bei 2-monatiger Laufzeit liegt der Aufschlag aktuell bei etwa 60%. Auf den ersten Blick ist das ein Widerspruch. Doch die Rentenmärkte sind durch deutlich mehr Unsicherheitsfaktoren belastet als nur durch die Zinsentscheidungen der großen Notenbanken. Besonders gut sichtbar ist das am US-Rentenmarkt, dem größten und liquidesten Rentenmarkt der Welt.

Seit der Aussetzung der Schulden-grenze im Juni dieses Jahres haben die USA netto Staatsanleihen im Gegenwert von 2,2 Bill. Dollar emittiert und damit ihre Staatsverschuldung auf den neuen Rekordwert von 33,6 Bill. Dollar erhöht. In der Vergangenheit stand die Fed im

Rahmen ihrer Kaufprogramme für einen Teil dieser Emissionen parat. Jetzt müssen Neuemissionen vollständig vom Markt absorbiert werden. Doch damit nicht genug. Im Mai hat die Fed mit dem Abbau ihres Treasury-Bestandes begonnen und steht damit auf der Verkäufer-Seite.

Auch auf einen weiteren Käufer-Typ können sich die USA deutlich weniger verlassen als in der Vergangenheit: Große ausländische Käufer. 2015 wurden noch 34% aller US-Staatsanleihen von ausländischen Investoren gehalten, jetzt sind es nur noch 23%. Dieser Rückgang ist im Wesentlichen auf China zurückzuführen. Das Reich der Mitte war 2011 noch Kreditgeber für gut 9% der US-Staatsverschuldung. Jetzt liegt Chinas Anteil bei nur noch 2,5%. Längst ist Japan der größte ausländische Gläubiger.

Neue Käufer gesucht

Die USA brauchen also dringend neue Käufer für ihre Staatsanleihen. Diese werden auch kommen. Offen ist allerdings, wann es so weit sein wird. Denn mit dem Zinsanstieg ist die Zahl der ausstehenden 10-Jahres-Treasury-Future-Kontrakte, das Open Interest, stetig angestiegen. Und die Daten zeigen, dass hier vor allem Short-Kontrakte eingegangen wurden. Eine so hohe Anzahl an offenen Short-Positionen wie im Jahr 2023 gab es noch nie in der bis 1993 zurückgehenden Datenhistorie. Gründe für die rekordhohe Short-Positionierung gibt es gleich mehrere: Einer davon ist die Spekulation auf einen weiteren Zinsanstieg und einen entsprechend weiteren Future-Rückgang.

Ein weiterer Grund dafür ist die Absicherung bestehender Anleihen-Positionen gegen Kursverluste. Ein dritter ist das Profitieren von der noch immer inversen Zinsstruktur. Denn solange die Zinsstrukturkurve invers ist, verliert der Future kontinuierlich an Wert. Entsprechend gewinnt die Short-Position und verliert die Long-Position. Denn die Kombination aus Geldmarkt- und Future-Rendite entspricht stets der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen.

Eine Rückkehr zu einer klassischen steilen Zinsstrukturkurve könnte das Eindecken der Short-Positionen also beschleunigen. Wann die Zinsstrukturkurve zur klassischen Form zurückkehrt und wann die aktuellen Short-Positionen eingedeckt werden oder eingedeckt werden müssen, bleibt offen. Und so lange dürfte auch die Volatilität an den Rentenmärkten hoch bleiben.