

## DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

### Das dynamische Dreieck

#### Status Quo

- Obenstehender Titel soll am Ende dieses CIO View erklärt werden. **Die globalen Anleihenmärkte befinden sich weiterhin in einem Zustand der Angst.** Rentenfonds-Selektoren sind nervös und werden auf die Probe gestellt, da die Year-to-Date-Performance tiefer in den negativen Bereich sinkt. Neben der Entscheidungsfindung unter den Bedingungen steigender Anleihenvolatilität müssen Rentenfondsmanager kurzfristige, schützende Portfolioakzente setzen, ohne das längerfristige Potenzial aus den Augen und aus dem Sinn zu verlieren. Die Auswirkungen der erwarteten Reflation in Verbindung mit einem hohen nominalen BIP-Wachstum über das Jahr 2021 und darüber hinaus, haben die US-Renditekurve deutlich steiler werden lassen. **Reflationserfolge stehen in direktem Zusammenhang mit einem Prozess höherer Inflationserwartungen.** Die Versteilerung der Renditekurve hat die Aktienmärkte jedoch nicht beunruhigt, da der Großteil der Bewegung mit den verbesserten Wachstumsaussichten zusammenhängt. Die US-FED hat den Marktteilnehmern versichert, dass die Leitzinsen noch mindestens ein paar Jahre lang verankert bleiben werden. Da auch die Käufe von Vermögenswerten durch die Zentralbank fest verankert bleiben, ist die Wahrscheinlichkeit eines „Taper Tantrum“ an den Anleihenmärkten, wie bei den Ereignissen im Jahr 2013, eher gering. **Eine Aufhebung der Forward Guidance und/oder der Intensität quantitativer Maßnahmen könnte jedoch zu höheren Laufzeitprämien führen.**
- Bislang beschränkte sich die Versteilerung der Renditekurve auf Reflationserwartungen. Diese schlugen sich nicht nur an den Märkten für Dollar-Staatsanleihen im Allgemeinen (Australien, Neuseeland, Kanada), sondern auch am US-Treasury-Markt im Besonderen nieder, gemessen an den steigenden marktbasierten Inflationserwartungen. Die 10-jährigen US-Inflationserwartungen bzw. Break-even-Renditen stiegen bis auf 2,25 %, um dann in der vergangenen Woche um fast 10 Basispunkte zu fallen und bei 2,16 % zu schließen. Tatsächlich wurde der Anstieg der Breakeven-Renditen seit April 2020 durch niedrigere Realrenditen und einen maßvollen Anstieg der Nominalrenditen angetrieben. **In der vergangenen Woche änderte sich diese Dynamik.** Inflationsgebundene US-Staatsanleihen wurden am Markt stärker abverkauft als ihre nominalen Pendanten. Die Anleihenmärkte haben den Punkt erreicht, an dem sie einschätzen, dass die kombinierte Wirkung von geld- und fiskalpolitischen Initiativen die potenziellen Wachstumsraten in den nächsten drei bis fünf Jahren anheben könnte. Das ist gut so. Letzte Woche wiesen wir darauf hin, dass sich 10-jährige US-Treasuries unter einem solchen kurzfristigen Reflationsszenario in Richtung des Bereichs von 1,45 % bewegen könnten. **Unter Berücksichtigung eines Anstiegs des Wirtschaftswachstums und einer zusätzlichen Dosis Laufzeitprämie sieht unser Basisszenario immer noch 1,60 % für 10-jährige US-Renditen bis Ende 2021 vor.**

- Das Risikoszenario basiert auf einem Szenario, in dem die US-FED mit ihrer Entschlossenheit in Bezug auf eine verstärkte Forward Guidance bei den Leitzinsen bzw. eine quantitative Unterstützung zögert. Gerüchte über ein Auslaufen der quantitativen Maßnahmen im Laufe des Jahres 2022 und eine erste Anhebung der US-Leitzinsen im zweiten Halbjahr 2023 gewinnen an Fahrt. Wie hoch sind hierfür die Chancen? Wie hoch sind die Chancen, dass die US-FED dem Druck der Märkte nachgibt, während wir von April bis Juni eine höhere Inflation erleben? Wie stehen die Chancen, dass die FED einen politischen Fehler begeht, während sie mit höherem Wachstum und höherer Inflation über ihren üblichen Projektionshorizont konfrontiert ist? Der Markt testet gerade, ob die FED ihre neuen Regeln für das flexible durchschnittliche Inflationsziel einhält. Ein geldpolitischer Fehler könnte zu einer weiteren Versteilerung der Renditekurve führen, da Anleiheninvestoren mehr Laufzeitprämienschutz verlangen werden. **Die Geldpolitik steht in direktem Zusammenhang mit der Entwicklung und dem Ausmaß einer negativen oder positiven Laufzeitprämie.** Die Kombination aus reflationären Impulsen, die die Inflationserwartungen und das reale Wachstum stützen, und der Aufhebung der geldpolitischen Verankerung, die die Laufzeitprämie in die Höhe treibt, hat das Potenzial, die 10-jährigen US-Renditen über 2,00 % zu heben. Die Märkte neigen dazu, Base-Case- und Risk-Case-Szenarien mit Wahrscheinlichkeiten zu versehen. Wenn wir 75 % für die Auswirkungen der „Reflation“ sowie 25 % für eine steigende Laufzeitprämie und ein höheres potenzielles Wachstum veranschlagen, erhalten wir immer noch ein Ergebnis von etwa 1,60 % für die 10-jährigen US-Renditen (d. h.  $75 \% \times 1,45 \% + 25 \% \times 2,00 \% = 1,5875 \%$ ). Im Bereich der Forward-Renditen beginnen wir, sowohl Base-Case- als auch Risk-Case-Szenarien zu bewerten: **Die 5-Jahres-US-Treasury-Renditen für einen 5-Jahres-Forward schlossen bei 2,15 %. Ein solches Niveau bringt uns zurück zum Ende des Jahres 2019.** Damals hatten wir eine ziemlich flache US-Renditekurve mit 5-jährigen US-Renditen um 1,70 %, 10-jährigen bei 1,85 % und 30-jährigen Renditen bei 2,25 %. Die 30-jährigen Laufzeiten haben diese Lücke fast geschlossen und notierten am vergangenen Freitag bei 2,14 %.
- Um auf das Thema Angst zurückzukommen, das wir im ersten Absatz angesprochen haben: Wenn wir auf die Rückschläge seit Jahresbeginn schauen, sehen wir uns mit -2,25% für europäische Staatsanleihen (EGBs) gegenüber -0,71% für europäische Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) konfrontiert. Zur Erinnerung: Europäische Unternehmensanleihen erzielten im Jahr 2020 nur etwas mehr als die Hälfte (+2,73%) der Rendite, die Staatsanleihen (+5,25%) erzielten. Die Widerstandsfähigkeit der IG-Anleihen resultiert aus einer deutlich kürzeren durchschnittlichen Duration und dem unablässigen EZB-Kaufprogramm für Unternehmensanleihen. Europäische Hochzinsanleihen (HY) belegen mit Abstand den ersten Platz als einziger Anleihensektor im positiven Bereich mit +1,19%. Wenn wir uns den globalen Anleihenindizes zuwenden, finden wir wenig Trost beim JP Morgan Global Government Bond (GBI) Index mit -1,72%. Der JP Morgan GBI-Emerging Market Global Diversified Index fiel in der letzten Woche von +0,50% auf -0,92%. Sehen wir der Realität ins Auge: Wir können davon ausgehen, dass 2021 ein herausforderndes Jahr für Anleiheninvestoren sein wird.
- Auf der positiven Seite beobachten wir, dass ausgewogene Portfolios, von defensiv bis dynamisch, deutlich im positiven Bereich liegen. Solange die Reflationserwartungen vorherrschen, können die Aktienmärkte eine hohe Widerstandsfähigkeit gegenüber steigenden Zinsen aufweisen. **Höhere potenzielle Wachstumsraten verbinden sich direkt mit höheren Realrenditen.** Wenn jedoch die realen (und nominalen) 10-jährigen US-Renditen um weitere 60 bis 75 Basispunkte gegenüber dem Schlusswert von -0,81 % (bzw.

1,34 %) ansteigen würden, weil eine frühzeitige Straffung der Geldpolitik (QE-Tapering oder Leitzinsanhebung) befürchtet wird, könnten die Aktienmärkte in Panik geraten. Aber auch das wäre eine gute Nachricht für festverzinsliche Anleger, da dies Gelegenheiten für Schnäppchen an den Anleihenmärkten darstellen würde. Ich habe nie ganz verstanden, dass Investoren diese „Buy-on-the-Dip“-Heuristik auch für die Aktienmärkte verwenden, wo sie doch in Anleihenmärkten immer funktioniert... Obwohl ich zugeben muss, dass Anleihenmärkte Geduld erfordern. Eine Tugend, die heutzutage oft verloren geht.

## Bewertungen

- Selbst mit dem „Presidents' Day“, der die letzte US-Woche verkürzte, war der Ausverkauf am US-Treasury-Markt ziemlich aggressiv. **Die 2-jährigen Treasury-Renditen blieben so gut wie unverändert, sie fielen leicht von 0,111 % auf 0,108 %.** Ein kleiner Unterschied, aber ein wichtiger, da die FED beginnt, ihr Treasury General Account (TGA) aufzubrechen. Dies wird in den nächsten 6 Monaten etwa eine Billion Dollar zuführen und die kurzfristigen Renditen im schlimmsten Fall verankern, im besten Fall aber nach unten treiben! Am langen Ende der Renditekurve stiegen die 10-jährigen Renditen um 13 Basispunkte in Richtung 1,34 % an, während die 30-jährigen Renditen um 12 Basispunkte zulegten und bei 2,135 % schlossen. Wie bereits erwähnt, erlebten US-TIPS-Investoren eine verheerende Woche, da die 10-jährigen realen Renditen in einen Rückwärtsstrudel gerieten von -1,01% um 20 Basispunkte auf -0,81%. Die 30-jährigen realen Renditen blieben nicht verschont, sie stiegen von -0,17% auf 0,00% an! Sowohl die 30-jährigen Real- als auch die Nominalrenditen befinden sich somit wieder im positiven Bereich.
- **Die Rendite-Korrelation zwischen den US- und europäischen Kernmärkten erreichte fast 1.** 10-jährige deutsche Bundesanleihen stiegen um 12 Basispunkte und schlossen bei -0,31 %. Im Laufe des Februars durchbrach diese wichtige Benchmark-Rendite die Marke von -0,50 % und drängte in Richtung der oft erwähnten unteren Grenze der Spanne von -0,30-0,50 %, die über den größten Teil des Jahres 2020 bestand. Anleiheninvestoren in ganz Europa beobachten den „reflationären Impfstoff“, den die EZB und die Europäische Kommission liefern. Wir vermuten, dass mehrere Auffrischungsdosen erforderlich sein werden, um 10-jährige deutsche Anleihen in Richtung 0,00 % zu heben. Die Märkte könnten ein solches Ereignis frühzeitig einpreisen... Die globalen Anleihenmärkte wurden wachgerüttelt und sind nun sogar hellwach.
- **Wir müssen bis in die erste Hälfte des Monats Mai 2020 zurückgehen, um eine wöchentliche Performance von -40 Basispunkten bei europäischen Qualitätsunternehmensanleihen zu identifizieren.** IG-Unternehmensanleihen haben in der letzten Woche ihren widerstandsfähigen Charakter verteidigt, und zwar gegen den -1,07%-Rückzug bei Euro-Staatsanleihen. Dennoch bleibt ein saurer Beigeschmack. Da europäische IG-Anleihen eine eher kürzere Duration aufweisen, wird es umso schwieriger, sich in den positiven Bereich zu erholen, je länger das Momentum höherer Renditen das Tagesgeschehen bestimmt. Wir müssen die historisch niedrigen Spread-Niveaus durchbrechen, um eine Überrendite gegenüber Staatsanleihen zu erzielen. **Europäische HY-Anleihen konnten ein positives Ergebnis erzielen und legten um 8 Basispunkte zu, was einer Rendite von +1,19 % seit Jahresbeginn entspricht. Wie bereits erwähnt, unterstützt**

## die Reflationierung Risikoanlagen.

- **Die Rallye der Schwellenländer legte eine Verschnaufpause ein, da steigende Kernrenditen die Risikobereitschaft belasteten.** Der JPM GBI-EM-Index für Lokalwährungsanleihen verlor in der letzten Woche -1,46 % (-0,98 % in EUR). Die GBI-EM-Rendite stieg um 17 Basispunkte auf 4,46%. Der Einfluss steigender Lokalrenditen schlug sich mit -0,82% nieder, während der negative Beitrag der Währungen in USD -0,65% und in EUR -0,12% betrug. Obwohl sich die Spreads zu US-Treasuries nur um 4 Basispunkte erhöhten, verlor der JPM EMBIG aufgrund negativer US-Durationseffekte -1,08 %. Wir wiederholen unsere Ansicht, dass im Gegensatz zu 2020 die Durationsgewinne für Emerging Markets Debt-Anleger geringer ausfallen könnten, während die Währungsentwicklung der Anlageklasse auf lokaler Basis aufgrund des positiven Betas zur globalen Wachstumserholung eine positive Wertentwicklung beschern sollte.
- Der geopolitische Lärm nahm leicht zu, da China nach Wegen sucht, die Lieferungen von Seltenen Erden zu drosseln, die für die US-Rüstungsindustrie wichtig sind. Es wird deutlich, dass die Mitarbeiter der China-Politik innerhalb der Regierung von Joe Biden für ihre undiplomatische Haltung gegenüber Peking bekannt sind. Es ist unwahrscheinlich, dass die Spannungen zwischen den beiden Supermächten abnehmen werden.
- Nach Mexiko senkte letzte Woche auch die indonesische Zentralbank ihren Reposatz um 25 Basispunkte und revidierte ihre Wachstumserwartungen angesichts erneuter Covid-19-Ausbrüche nach unten. Der Schritt erfolgte vor dem Hintergrund der guten Performance der indonesischen Rupiah und schwacher, unter dem Zielwert liegender Inflationen. Auf den Philippinen stieg die Inflation aufgrund eines Anstiegs der Schweinefleischpreise über das Ziel hinaus. Der Preisauftrieb wird die politischen Entscheidungsträger in ihrer akkommodierenden Haltung einschränken und könnte das Land zum ersten in der Region machen, das die Zinsen anhebt.
- Im Dezember 2020 verabschiedete der uruguayische Kongress das Haushaltsgesetz 2020 bis 2024, um die Schuldenlast zu stabilisieren und mittelfristig nachhaltige Finanzen zu fördern. Trotz eines Rückgangs der Wirtschaft um 5,8 % im vergangenen Jahr wurden alle Kriterien erfüllt, was zu einer Bruttoverschuldung von 61,5 % des BIP führte. Dies bestätigt erneut den ‚Safe-Haven‘-Status Uruguays in der Lateinamerika-Region. Das Finanzierungsprogramm für 2021 zielt auf die Entwicklung des fixen globalen Wechselkurses des uruguayischen Peso.

## Fazit

- **Das ‚dynamische Dreieck‘ ist eine vereinfachte Darstellung, die intuitiv die Auswirkungen von instabilen Änderungen der Laufzeitprämie, der realen Renditen und der Inflationserwartungen erklärt.** Jeder Winkel innerhalb des Dreiecks hat einen direkten Einfluss auf die Richtung der realen und/oder nominalen Renditen. Derzeit bezieht sich der engste Winkel auf steigende Inflationserwartungen als Folge der Reflationspolitik. In den USA erhöhten sich die Inflationserwartungen am aggressivsten. Europa hinkt stark hinterher, die Inflationserwartungen stagnieren mangels einer glaubwürdigen Fiskalpolitik. Der zweite

Winkel des Dreiecks bezieht sich auf die Höhe der Realrenditen, die von den Bewegungen des potenziellen Wirtschaftswachstums beeinflusst werden. Wurden wir in der vergangenen Woche Zeuge einer Umkehr bei den realen Renditen? Der dritte und derzeit weiteste Winkel stellt die Laufzeitprämie dar. Die Laufzeitprämie steigt typischerweise an, wenn sich die Marktteilnehmer auf eine straffere Geldpolitik vorbereiten. Es bleibt eine schwierige Aufgabe, die Dynamik, die über diese drei Vektoren hinweg auftritt, in Echtzeit zu messen. Die Dreiecksvorstellung ermöglicht auf relativ einfache Art und Weise, die Intensität der einzelnen Vektoren zu beurteilen.

- **Die Erfahrung hilft beim Verständnis dieses dynamischen Dreiecks ein Stück weiter.** Wir befinden uns an den Staatsanleihenmärkten weder in einer Korrektur im Stil von 1994 noch von 2013. Diese wurden eindeutig von geldpolitischen Überraschungen und aggressiven Ausschlägen der Laufzeitprämie angetrieben. Die aktuelle Phase ist kompliziert. Ja, wir haben bereits gesehen, dass die US-Inflationserwartungen über das Ziel hinaus gestiegen sind. Möglicherweise haben wir in der vergangenen Woche durch höhere Realrenditen ein höheres Potenzialwachstum erreicht. Die Laufzeitprämie ist jedoch nicht sehr stark angestiegen. Ich vermute, dass die Zentralbanken beabsichtigen, diesen Aspekt in Schach zu halten. Quantitative Maßnahmen sind der Impfstoff, der genau das ermöglicht. Um mit einer positiven Anmerkung zu enden: Während 1994 und 2013 düstere Jahre waren, haben sich die Anleihenmärkte in den Jahren 1995 und 2014 glänzend entwickelt.