

DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

Pest oder Cholera

Status Quo

- Die englische Redewendung „Between a rock and a hard place“ bedeutet, dass man in einer schwierigen Situation vor der Wahl zwischen zwei gleichermaßen unwillkommenen Optionen steht. Dies gilt sowohl für Anleiheninvestoren als auch (bis zu einem gewissen Grad) für politische Entscheidungsträger. Wir werden uns mit beiden Gesichtspunkten auseinandersetzen.
- Mit der Pandemie als globalem Katalysator begannen fiskal- und geldpolitische Entscheidungsträger, an einem neuen Kooperationsmodell zu arbeiten, das darauf ausgerichtet ist, die sozialen und wirtschaftlichen Corona-Auswirkungen zu lindern.
 - **In den USA hat die Fiskalpolitik eine führende Rolle eingenommen.** Jerome Powell steuert die FED-Politik auf der Grundlage eingehender Daten. Er ist eindeutig misstrauisch gegenüber Prognosen, die eine Überhitzung der US-Wirtschaft in den nächsten Jahren voraussagen. Eine überhitzte Wirtschaft würde sich in einem nominalen Wachstum von 7 % bis 8 % in den Jahren 2021/2022, Inflationswerten deutlich über 3,00 % und einer Arbeitslosigkeit, die bis zum ersten Halbjahr 2022 auf etwa 4 % zurückgehen würde, niederschlagen. Es ist schwer, solch einem Szenario etwas entgegenzusetzen, nachdem Präsident Bidens 1,9 Billionen Dollar schweres Hilfspaket am vergangenen Wochenende im Senat verabschiedet wurde. Das Repräsentantenhaus wird in dieser Woche dafür stimmen und Ökonomen werden ihre Berechnungsmodelle laufen lassen, um den weiteren Weg aufzuzeigen. **Doch so schön sich die obigen Zahlen auch lesen mögen, eine überhitzte Wirtschaft wird die Saat ihres Untergangs in sich tragen.** Erstens könnte sich die Fed zum Eingreifen gezwungen sehen, da die langfristigen Zinssätze in ungeordneter Weise ansteigen. Das Gespenst der Renditekurvensteuerung wird sichtbar. Die Steuerung der Kurve am 3- bis 5-Jahres-Punkt könnte als glaubwürdig eingestuft werden. Die Begrenzung der 10- bis 30-jährigen Renditen könnte jedoch einen Schritt zu weit sein. In einem Szenario einer überhitzten Wirtschaft gibt es kein gutes Ende. Vielleicht sehr kurzfristig, aber längerfristig könnte das gemeinschaftliche fiskalisch-monetäre Modell destabilisiert werden. **Aus diesem Grund sollte sich die Biden-Administration stärker für eine Steueranpassung einsetzen, die dem derzeitigen staatlichen Ausgabenwahn entgegenwirkt.** Wenn die aggressive prozyklische Fiskal- und Geldpolitik nicht eingedämmt wird, könnte die US-Wirtschaft von einem unschönen ‚Boom and Bust‘-Zyklus heimgesucht werden.
 - Auf dieser Seite des Atlantiks agieren wir fast völlig entgegengesetzt zu den USA. Die europäische Geldpolitik ist im Großen und Ganzen ganz vorne mit dabei, um die Auswirkungen der Pandemie zu lindern. Die EU-weiten fiskalischen Anstrengungen und



Strategien verblassen aber gegenüber den fiskalen Großzügigkeiten der USA. Auf EU-Ebene konzentriert sich die Politik auf langfristige Initiativen, die die Wettbewerbsfähigkeit Europas stärken, die derzeitige Beschäftigung schützen und eine Vorreiterrolle bei der mit dem Klimawandel verbundenen wirtschaftlichen Umstellung spielen sollten. Der von der EU eingeschlagene Weg wird in den Jahren 2021 bis 2023 weder zu positiven Überraschungen bei Wachstum und Inflation noch zu einer dynamischen Beschäftigungslage führen. Der ‚Exptionalismus‘, also die Sonderrolle der USA, wird erhalten bleiben. **Der ‚Cares Act‘ (2 Billionen USD) im März 2020, die Trump-Entlastungszahlungen im Dezember 2020 (0,9 Billionen USD) sowie die von der Biden-Regierung initiierten 1,9 Billionen USD im März 2021 ergeben einen fiskalischen Impuls von 4,8 Billionen USD bzw. 4 Billionen EUR für 12 Monate.** Der EU-, Next Generation'-Rettungsfonds umfasst 750 Mrd. EUR. Der US-Impuls übertrifft die EU-Bemühungen um mehr als den Faktor 5. Die EU hat also noch viel zu tun. Der aktuelle europäische Wachstums- und Stabilitätspakt ist nicht zweckmäßig. Die EU ist nicht von einer Überhitzung bedroht, im Gegenteil. Wenn die USA eine Überhitzung noch verhindern können, indem sie die Unternehmenssteuern und die Steuern für die reichsten 10 % der Bevölkerung erhöhen und so vermeiden, „zwischen Pest und Cholera“ gefangen zu sein, ist die EU nicht einmal annähernd an diesem Punkt angelangt. Sie debattiert immer noch über die Effektivität ihrer institutionellen Architektur - ein Nährboden, auf dem Populismus gedeihen kann. Entscheidende Wahlereignisse in Deutschland im September, gefolgt von Frankreich im Frühjahr 2022, werden den politischen Fortschritt der EU wahrscheinlich lähmen.

- Anleiheninvestoren befinden sich definitiv in einer Zwickmühle. Warum? **Übermäßige Reflationsbemühungen könnten die Inflation nach oben treiben und zu einem ungeordneten Ausverkauf bei den langfristigen Renditen führen.** Das würde die meisten Anleihenportfolios mit durchschnittlichen Durations-Exposures noch mehr belasten. Die meisten Portfolios von Staatsanleihen der Industrieländer weisen ein Durationsprofil zwischen 7,5 und 9 Jahren auf. Gemanagte Portfolios von Unternehmensanleihen mit Investment Grade (IG) haben ein Durationsprofil zwischen 4,5 und 6 Jahren. Manager von Staatsanleihenportfolios der Schwellenländer sehen sich potenziellen Sorgen über steigende Kreditrisiken gegenüber, wenn die US-Renditen weiter anziehen. Manager von Hochzinsanleihen droht ein ähnliches Schicksal, sie könnten jedoch aufgrund der positiven Wachstumsdynamik länger standhalten. **Alle Marktteilnehmer sind sich der Gefahren bewusst.** Die Zentralbanken sind die größten ‚Käufer der letzten Instanz‘, wie auch mit Abstand der größte Asset-Halter. Die Zentralbanken verfügen über reichlich Instrumente, um einem ungeordneten Anstieg der Renditen entgegenzuwirken. **Flexibilität ist das Wort, vor dem sich die meisten Anleihenmanager fürchten.** Die Fed könnte Flexibilität zeigen und potenzielle Laufzeitverlängerungen ihrer Maßnahmen mit dem Argument ankündigen, die Funktionsfähigkeit des Marktes wiederherzustellen. Die US-Notenbank könnte einfach die Käufe von US-Treasuries ausdehnen und gleichzeitig diejenigen mit Hypotheken gesicherter Wertpapiere reduzieren, wobei die derzeitige Durationsabsorption von 120 Mrd. USD pro Monat unverändert bliebe. Außerdem könnte sie von einem Tapering absehen, wenn die eingehenden Daten enttäuschen! Da die Konsensprognosen für die Wirtschaftsindikatoren steigen, erhöht sich die Wahrscheinlichkeit für negative Überraschungen. Die quantitativen Absichten der EZB sind demgegenüber transparent, sie wird das PEPP-Programm wohl vollumfänglich nutzen. Die Notenbank wird bis März 2022 den vollen Betrag von 1,85 Billionen Euro kaufen. Das hebt die wöchentlichen EZB-Kaufsummen auf etwa 20 Mrd. EUR.

Anleiheinvestoren, die sich für höhere Renditen positionieren, indem sie ihre Zinssensitivität reduzieren, geraten also in Gefahr, wenn die verstärkten Bemühungen der FED und der EZB, die langfristigen Renditen zu drücken, an Fahrt gewinnen. Die 10- und 30-jährigen Renditen könnten leicht um 25 Basispunkte fallen, was die Stimmung von Anleihenfondsmanagern mit mittlerer bis langer Duration hebt und die von Managern mit niedriger oder untergewichteter Duration drückt.

- Kurzfristig sind Anleiheinvestoren also nicht zufrieden, sofern die Renditen steigen und sich ihr Drawdown vergrößert. Auf der positiven Seite steigen ihre Ertragserwartungen. Nichtsdestotrotz fokussieren sich immer alle auf den kurzfristigen Schmerz. Auf der anderen Seite führen Anleihenmanager, die ihre Zinssensitivität reduziert haben oder in illiquidere hybride bzw. nachrangige Anleiheninstrumente investieren, welche im Moment weniger zinssensitiv sind, das Feld an. Dennoch sind sie sich bewusst, dass ein glaubwürdiger ‚Pushback‘ der Zentralbanken schmerzen könnte. Ein weiterer Nachteil liegt in der Tatsache, dass eine erfolgreiche, von den Zentralbanken induzierte Unterdrückung der langfristigen Renditen die langfristigen Ertragserwartungen deutlich unterhalb der Inflation halten würde. Der letztendliche Gewinner einer erfolgreichen finanziellen Repression werden die Staaten sein. Die Frage bleibt, ob die Zentralbanken den Bluff einer wachsenden Zahl von Anleiheverkäufern durchschauen können. Am vergangenen Freitagmorgen konterte die Bank of Japan diesen Bluff und bekräftigte ihre feste Haltung zur aktuellen Politik der Renditekurvensteuerung. Die japanischen Langfristrenditen fielen. Warten wir ab, ob eine Fortsetzung zu erwarten ist.

Bewertungen

- **Die Hauptlast des anhaltenden Ausverkaufs bei US-Staatsanleihen war in der vergangenen Woche bei 10-jährigen Restlaufzeiten zu spüren.** Sie schlossen 16 Basispunkte höher bei 1,57 %. Die Renditedifferenz zwischen 10- und 30-jährigen Treasuries verringerte sich in der zweiten Woche in Folge. Diesmal um 2 auf 73 Basispunkte bei der 30-jährigen Rendite, die bei 2,30 % schloss und damit 14 Basispunkte höher lag. Die US-Renditekurve bis 5 Jahre hielt sich gut. Inflationsgebundene Anleihen verteidigten ihr Terrain mit Stil. Die Inflationserwartungen für 10-jährige Papiere stiegen um 8,5 Basispunkte und schlossen bei 2,235 %, womit sie fast den am 26. Februar erreichten Höchststand von 2,245 % durchbrachen. Die realen Renditen gaben hingegen um 7,5 Basispunkte nach und schlossen bei -0,665 %. Die 3- bis 5-Jahres-Inflationserwartungen schwanken um 2,5 % und spiegeln einen zyklischen Inflationsanstieg wider. Solche Werte passen perfekt zu der von der FED verfolgten Politik des „Flexible Average Inflation Targeting“. Bemerkenswert in der Powell-Rede auf dem ‚Wall Street Journal Jobs Summit‘ war die Bestätigung, **dass die FED ihre Politik auf der Grundlage tatsächlicher Daten und nicht auf der Grundlage von Prognosen betreibt.**
- **Europäische Staatsanleihen verhielten sich gegensätzlich zu ihren US-Pendants.** 10-jährige deutsche Bundesanleihen fielen um 4 Basispunkte und schlossen bei -0,30%. Staatsanleihen Spaniens und Portugals schlossen 3 bzw. 2 Basispunkte niedriger bei +0,39% bzw. +0,29%. Die 10-jährigen italienischen Renditen fielen um einen Basispunkt und schlossen bei +0,75%. Der Markt erhält solide Unterstützung durch das Kaufprogramm der EZB. Alle Augen richten



sich auf die EZB-Sitzung am Donnerstag, den 11. März. Erwarten Sie einen sehr zurückhaltenden Wortlaut der EZB-Botschaften.

- **Europäische Investment Grade-Unternehmensanleihen haben in der vergangenen Woche ein Comeback hingelegt.** Mit einem Wertzuwachs von 20 Basispunkten liegt die Anlageklasse bei einem Ergebnis von -0,90% seit Jahresbeginn. Die Spreads ließen sich von der erhöhten Volatilität der Renditen nicht beeindrucken. Ähnlich verhielt es sich an den europäischen Hochzinsmärkten, die im Laufe der letzten Woche um 11 Basispunkte zulegten. Seit Jahresbeginn erzielte dieser Anleihensektor ein solides Plus von 1,10%.
- **Die Rendite des Schwellenländer-Lokalwährungsindex (GBI-EM) stieg seit Jahresstart um 50 Basispunkte und liegt aktuell bei 4,75 %.** Gemessen an den 10-jährigen US-Renditen, die von 0,90 % auf etwa 1,60 % zulegten, sind die Spreads um etwa 20 Basispunkte gesunken. Im 4. Quartal 2020 erklärten wir, dass der Zinsteil nicht der Haupttreiber für die künftige Performance der Schwellenländeranleihen sein wird. Viele der dortigen Zentralbanken haben die Zinsen in einem noch nie dagewesenen Tempo gesenkt und befinden sich am Ende des Lockerungszyklus. Darüber hinaus fördern historisch niedrige Renditen die Emissionstätigkeit am längeren Ende der Kurve, da viele Emittenten möglichst lange von den niedrigen Zinsen profitieren wollen.
- Bei den Währungen sind wir optimistischer und bleiben es auch, trotz der jüngsten Schwäche und der zuletzt erhöhten Volatilität. Wir glauben, dass einige Länder, wie die Ukraine, Brasilien, Peru und die Tschechische Republik beginnen werden, ihre Geldpolitik zu normalisieren, was ihre Währungen stützen wird. Die positiven globalen Wachstumsaussichten werden neben höheren Rohstoffpreisen die Währungsmärkte der Schwellenländer in Zukunft positiv beeinflussen. **Man muss die „holprige Wegstrecke“ als Teil der Reise betrachten.**
- In Brasilien drehte sich in der letzten Woche alles um die Befürchtung, dass die Regierung das Sozialprogramm der Bolsa-Familie aus der Ausgabendeckelung herausnehmen würde, um Spielraum für zusätzliche Ausgaben zu schaffen. Die Währung machte ihre Verluste am Mittwochnachmittag wieder wett, da Paulo Guedes Präsident Bolsonaro davon überzeugte, die zuständigen Ministerien unter Druck zu setzen, um die Bolsa-Familie innerhalb des Ausgabenlimits zu halten. Das Ergebnis ist positiv für ein Land mit einem der höchsten Schuldenstände innerhalb der Schwellenländer. Es erfüllt drei Bedingungen: eine Obergrenze für die Ausgaben der Regierung (die bei fast 45 Mrd. Real liegt), einen fiskalischen Ausgleich sowie die Oberhand des Wirtschaftsteams gegenüber dem eher ausgabenfreudigen Teil der Regierung.
- Chinas ‚Nationaler Volkskongress‘ sorgte für Überraschung als die chinesische Regierung ein konservatives BIP-Wachstumsziel von „über 6%“ für 2021 ankündigte (also unterhalb der Prognosen der meisten Ökonomen) sowie ein Haushaltsdefizit von 3,2%. Das Inflationsziel wurde von etwa 3,5% auf 3,0% gesenkt und für die Zahlungsbilanz ist ein Gleichgewicht anvisiert. Der Schwerpunkt wurde auf die Beschäftigung gelegt, mit einem Ziel zur Schaffung von brutto 11 Millionen neuen Arbeitsplätzen in den Städten und einer Arbeitslosenquote von 5,5%. Die Geldpolitik werde „umsichtig“, „flexibel“ und „zielgerichtet“ auf einem „vernünftigen“ und „angemessenen“ Niveau gehalten. Die politischen Entscheidungsträger sehen die Notwendigkeit, die Unterstützung der



wirtschaftlichen Erholung mit langfristigen Nachhaltigkeitszielen in Einklang zu bringen. In dieser Hinsicht werden sie das Kreditwachstum kontrollieren. Genauer gesagt sollten Geldmenge und Gesamtverschuldung mit dem nominalen Wirtschaftswachstum im Einklang bleiben. Zur Erinnerung: Die sozialen Staatsausgaben haben im vergangenen Jahr mit 280% des BIP ein Rekordniveau erreicht. Bislang waren die lokalen chinesischen Renditen immun gegen Bewegungen der US-Renditen.

Fazit

- **Anleiheninvestoren stehen vor einer komplexen makroökonomischen Gleichung, die schwer zu lösen ist.** Die Verschwendungssehnsucht der Fiskalpolitik setzt die langfristigen Renditen unter Druck. Gleichzeitig benötigen die Finanzbehörden stabile und niedrige Finanzierungskosten, um langfristige gesellschaftliche Ziele zu erreichen. Angeblich sind die ‚Bond Vigilantes‘, also die selbsternannten Wächter des Anleihemarktes, die ausgabefreudigen Politikern Disziplin auferlegen, aus einem 40 Jahre langen Winterschlaf erwacht. Ich stelle eine solche Aussage stark in Frage. ‚Bond Vigilantes‘ können in freien Märkten erfolgreich agieren. Heute sind die Märkte aber nicht frei - Ende der Diskussion. Der Schiedsrichter in diesem Machtspiel bleibt die Institution Zentralbank. Der Ausspruch „Never fight the FED...or the ECB...or the Bank of Japan“ ist zeitlos. **Wird es dieses Mal anders sein?**
- **Ähnlich komplex ist die Entscheidung auf Mikroportfolioebene über das richtige Zinsdurationsprofil.** Die Komplexität ergibt sich aus den ungleichmäßigen Zahlungsströmen, die man gegenübersteht. Zentralbanken können ruhig bleiben und einen Status-quo-Ansatz verfolgen oder sie können reagieren. Wenn sie reagieren, dann nicht auf Wunsch des Marktes, sondern aus fiskalpolitischen Erwägungen heraus. **Die vernünftige Antwort auf die aufkommende Durationsfrage lautet: ‚Nehmen Sie eine neutrale Durationshaltung ein‘.** Der Ausdruck ‚neutrale Duration‘ muss im Zusammenhang mit der obigen Argumentation gelesen werden. Ich respektiere alle Anleihenstrategien, die in einer Anleihenkorrektur, deren Länge nicht vorhersehbar ist, glänzen und dieser widerstehen können.

