

## DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

### Geordnet in den USA, planlos in der EU

#### Status Quo

- Es scheint, als ob die EZB-Sitzung vom letzten Donnerstag ein unbedeutendes Ereignis an den Anleihemärkten war. Der stetige Ausverkauf der langfristigen US-Renditen zog alle Aufmerksamkeit auf sich. Die Ankündigung der EZB, dass die Intensität der Staatsanleihenkäufe im Rahmen des PEPP-Programms im nächsten Quartal zunehmen wird, hinterließ keine Spuren.
- Die erste Hälfte des Jahres 2021 sieht für das EU-Wachstum schlecht aus, da die pandemiebedingten Einschränkungen wieder ausgedehnt worden sind. In der Tat gibt es in den größten Volkswirtschaften der Eurozone, wie Italien, Deutschland und Frankreich, neben besorgniserregenden Entwicklungen in osteuropäischen Ländern, Ausbrüche einer dritten Infektionswelle. Das wirft eine Menge Fragen auf. Das Impfdebakel ist verheerend für die Glaubwürdigkeit der Europäischen Kommission. Die mangelnde Fähigkeit der EZB, eine Verschärfung der finanziellen Bedingungen zu verhindern, ist blamabel. Wie also sehen die EZB-Projektionen vom März 2021 aus? Es wird erwartet, dass der harmonisierte Verbraucherpreisindex im Jahr 2021 in Richtung 1,5 % steigen wird (von 0,3 % im Jahr 2020), was auf Basis- und temporäre Effekte zurückzuführen ist. Die Zentralbank schätzt, dass nur „ein kleiner Teil der höheren Inflation eine dauerhaftere Wirkung haben wird“. Für 2022 erwartet das EZB-Research eine Inflation von 1,2% und für 2023 von 1,4%. Damit bleibt die Letztgenannte gegenüber den Projektionen vom Dezember 2020 unverändert. Nicht berücksichtigt in einem milden bzw. ernsten EZB-Szenario wurde das kürzlich verabschiedete Fiskalpaket in den USA. In den Annahmen für das **milde Szenario** werden wir alle noch vor dem Sommer geimpft und das reale Wachstum steigt 2021 auf 6,4%. Wir erreichen das Produktionsniveau von vor der Krise im Herbst dieses Jahres und die Inflation erreicht 2023 1,7%. Diese Projektion sei auf Augenhöhe mit dem Impffortschritt: lächerlich. Das **ernstere Szenario** geht von einer anhaltenden Pandemie und einer verminderten Wirksamkeit der Impfstoffe aus, was die Regierungen dazu zwingt, die Eindämmungsmaßnahmen bis Mitte 2023 beizubehalten. Die Folge wäre ein ernüchterndes reales BIP-Wachstum von 2,0 % im Jahr 2021. Das Produktionsniveau der Vorkrisenzeit würde innerhalb des Projektionszeitraums nicht erreicht und die Inflation sich 2023 bei 1,1 % einpendeln. Das ernste Szenario hätte starke Auswirkungen auf das Wachstum, aber weniger auf die Inflation. Die Europäische Kommission würde zum Sündenbock werden, aber diesen Makel neben der Kritik an ihrer amateurhaften Handhabung der EU-weiten Impfung ertragen. „Es ist kompliziert“ ist ein Argument, das wir alle teilen und verstehen. Aber eine Krise, die nur einmal in 100 Jahren auftritt, erfordert eine starke Führung. Die heutige Realität ist eine planlose und von zunehmenden Unsicherheiten über die wirtschaftlichen, sozialen und politischen Ergebnisse innerhalb der EU in den nächsten 12 Monaten geprägt, im Jahr

Nummer zwei der COVID-Pandemie.

- Die Wachablösung in den USA kam gerade zur rechten Zeit. Präsident Biden übererfüllt die Erwartungen. Die neue Regierung hat einen beeindruckenden Start hingelegt. Das neue fiskalisch-monetäre Regime wirkt fast magisch. Neben einem monetären All-in-Impuls seit März 2020 marschiert nun der fiskalische Impuls voran. Die reflationären Effekte werden deutlich, da die USA eine geordnete Öffnung von Schlüsselsektoren organisieren. Das Gesundheitspersonal und die impfwilligen Älteren sind geimpft. Die Beschleunigung der Impfung bei Lehrern ist klug und gezielt. In verschiedenen Bundesstaaten können die über 45-Jährigen in den nächsten Wochen mit Impfungen rechnen. Bis zum 1. Mai könnten sich dann alle Erwachsenen auf eigenen Wunsch und eigene Initiative impfen lassen. Die Herdenimmunität könnte bis zum Frühsommer erreicht sein. Die Zusammenarbeit zwischen dem Tandem Yellen-Powell ist ‚symphonisch‘. Von den FED-Gouverneuren erhielt die Öffentlichkeit eine ruhige und gelassene Antwort auf die Frage nach dem Anstieg der langfristigen Zinsen. Es spiegelt lediglich ihre erfolgreiche Zusammenarbeit wider. Der Kontrast zur EU ist atemberaubend. Erwarten Sie kein großes Feuerwerk auf der Pressekonferenz am Mittwoch, 17. März. Die fiskalische Antwort wird die realwirtschaftlichen Indikatoren aufblähen. Die FED bleibt im „Autopilot“-Modus und steht voll hinter der gezielten Pandemiehilfe. Sie kümmert sich nicht zu sehr darum, ob die Multiplikatoren hoch oder niedrig sein werden. Die US-amerikanische Unter- und Mittelschicht ist hart getroffen worden. Das Geld, das seit dieser Woche an viele Haushalte geht, ist eine Voraussetzung dafür, dass die Narben des letzten Jahres zu heilen beginnen. Die FED ist besorgt über die Erholung der Beschäftigung, das Erreichen der Vollbeschäftigung wird mehr Zeit in Anspruch nehmen, als die Konsensschätzungen vorhersagen. Die US-Notenbank wird dem Vorsichtsprinzip huldigen. Angesichts des Finanzierungsungleichgewichts von 3,6 Billionen Dollar zwischen Angebot und Nachfrage ist im Jahr 2021 kein Tapering zu erwarten. Das Ungleichgewicht wird im Jahr 2022 immer noch etwa 3 Billionen Dollar erreichen. Das Tapering der FED wird - wenn es überhaupt kommt – sich sehr in die Länge ziehen und die Käufe von T-Bills oder hypothekarisch gesicherten Wertpapieren betreffen und weniger Treasury-Käufe. Der US-Treasury-Markt hat im vergangenen Monat technisch gesehen Leerverkäufer begünstigt. Der Ausverkauf hat auch breite Anlegergruppen in Staatsanleihenfonds alarmiert. Erwarten Sie, dass die Intensität der negativen Rückkopplungsschleife im Laufe des zweiten Quartals 2021 nachlässt. Die FED verwendet das Wort „Flexibilität“ im gleichen Kontext wie die EZB. Der einzige Unterschied ist die Glaubwürdigkeit. Die Glaubwürdigkeit der FED steigt und das verheißt Gutes in dem Moment, in dem sie ihre Muskeln spielen lässt und eingreift, um den Anstieg der langfristigen Renditen zu stoppen. Erwarten Sie, dass die Leitzinsen bis etwa Ende 2023 unverändert bleiben. Der Markt erwartet eine restriktivere FED mit einer Leitzinsanhebung Mitte 2023. In den Projektionen der FED wird auch der endgültige Leitzins unverändert bei 2,5 % bleiben. Wie wir in früheren CIO Views erklärt haben, preist der Markt eine vollständige Leitzins-Normalisierung in Richtung 2,5 % in 2025 ein. Ich möchte die Worte Powells wiederholen, die er während seiner Rede auf dem ‚Wall Street Journal Job Summit‘ verwendete: „Die FED befasst sich mit realen Fakten und Daten und nicht mit Prognosen und stärkt damit ihre ergebnisorientierte Führung der Geldpolitik. Da wir es mit einer höchst ungewissen Zukunft zu tun haben, sollten wir in den nächsten Quartalen eine deutliche Verlangsamung des geordneten Ausverkaufs bei US-Staatsanleihen erwarten“.
- Erwarten Sie zudem, dass die FED eine Verlängerung der Herausnahme der vom US-

Bankensystem gehaltenen Treasury-Bestände und Reserven aus dem SLR (Supplemental Leverage Ratio) ankündigt. Die Deadline dafür ist der 31. März. Da diese Befreiung keine geldpolitische Entscheidung ist, könnte sie an jedem Tag in den nächsten zwei Wochen fallen. Das SLR ist der reinste Banken-Leverage-Indikator, nämlich das Verhältnis von Eigenkapital zu Aktiva von Banken. Schließt man Treasuries und Reserven aus dem Nenner aus, erhöht sich die SLR um etwa 1% bis 1,5% in Richtung 7% bis 8%. Effektiv ermöglicht es Banken, höhere Bestände an Treasuries in der Bilanz zu halten, ohne mehr Kapital vorhalten zu müssen. Die meisten Großbanken haben die SLR-Erleichterungen angenommen. Sollten diese teilweise oder ganz aufgehoben werden, würde der bisher geordnete Ausverkauf der US-Renditen ungeordnet werden. Darüber hinaus schadet die SLR Vermögenswerten mit geringerem Risiko und niedrigeren Erträgen. Der Repo-Markt würde unter Druck geraten. Aber auch der Treasury-Markt würde weniger Unterstützung erhalten, da die Banken die Anleihen abstoßen und ihr Interesse an Treasury-Auktionen abnehmen würde.

## Bewertungen

- **Nach dem Ausverkauf der 10-jährigen US-Treasuries in der letzten Woche (minus 16 Basispunkte) verzeichnete die Rendite einen weiteren Anstieg um 6 Basispunkte auf 1,63 %.** Die Renditedifferenz zwischen 10- und 30-jährigen US-Anleihen stieg um 2 auf 75 Basispunkte. Schutz wurde in US-TIPS gesucht. Die Inflationserwartungen bzw. Break-even-Renditen schlossen über alle Laufzeiten hinweg fast auf Zyklushochs. Die 2- und 3-jährigen Inflationserwartungen stiegen um etwa 10 Basispunkte in Richtung 2,70% bzw. 2,60%. Die FED wird sich ausführlich zu den Vorteilen des ‚Average Inflation Targeting‘ äußern. Die 10- und 30-jährigen Inflationserwartungen stiegen weniger stark in Richtung 2,28 % und 2,20 %. Es gibt noch etwas Spielraum für eine Anpassung nach oben, 20 bis 30 Basispunkte, ohne innerhalb der FED für Beunruhigung zu sorgen.
- **Wieder einmal verhielten sich europäische Staatsanleihen konträr zu US-Papieren.** Die Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen blieb in der vergangenen Woche unverändert und schloss bei -0,30%. Staatsanleihen der Peripherie waren stark. Staatsanleihen aus Spanien, Portugal und Italien erhielten Auftrieb durch die Ankündigung der EZB, die wöchentlichen Anleihenkäufe wahrscheinlich auf über 20 Mrd. EUR zu erhöhen, von heute etwa 15 bis 16 Mrd. EUR. Die italienische 10-Jahres-Rendite stach mit einem Rückgang von 13 Basispunkten hervor und schloss bei 0,62%. Portugal verlor 10 Basispunkte und schloss bei 0,19%. Spanien, das in den letzten Wochen hinterherhinkte, fiel um 6 Basispunkte und schloss bei 0,33%. In den kommenden Monaten ist mit einer sehr dominanten EZB-Intervention bei Staatsanleihen zu rechnen. Angesichts der angespannten Liquiditätsbedingungen bei Unternehmensanleihen mit Investment Grade (IG) sollte man eine unveränderte Kaufintensität von 6 Mrd. EUR pro Monat für den Unternehmenssektor (CSPP) erwarten. Die EZB will eine klare Linie ziehen. Gelingt es ihr nicht, eine Renditekonsolidierung zu erreichen, wird der ohnehin schon angeschlagene Weg noch problematischer. Die starke Performance im Non-Core-Bereich ließ den JP Morgan EMU-Staatsanleihenindex im Wochenverlauf um 26 Basispunkte steigen. Seit Jahresbeginn liegt dieser Referenzindex bei -2,26 %.
- **Europäische IG-Unternehmensanleihen hielten sich in der vergangenen Woche gut.** Mit

einem Ergebnis von -0,92% seit Jahresbeginn haben IG-Unternehmensanleihen Staatsanleihen als „sichere“ Anlageklasse abgelöst. Wir erwarten mehr Interesse von US-Unternehmen, den europäischen IG-Markt zu erschließen. Die europäischen Märkte für Hochzinsanleihen legten kräftig um 27 Basispunkte zu und beendeten die letzte Woche mit einem Plus von 1,37 % seit dem 1. Januar. Die High Yield-Spreads schlossen bei 309 Basispunkten. Der Sektor weist eine Rendite von 2,6% auf. Ist der Markt bereit, die historischen Tiefstände der Kreditrisikoprämien in den Sektoren IG und High Yield zu durchbrechen? Es ist schwierig, Faktoren zu benennen, die diesen Versuch aufhalten würden.

- **Die Rendite des Emerging Markets Local Currency Index stieg in der letzten Woche um 7 Basispunkte auf knapp über 4,80%.**
- Bei den Währungen war die Volatilität hoch. Der Emerging Market Currency Index wurde am Dienstag (9. März) kurzzeitig unter der 56er-Marke gehandelt. Betrachtet man die wöchentlichen Veränderungen gemessen in EUR, so zeigen sich überraschende Bewegungen. Der südafrikanische Rand stieg um 3,05%, der brasilianische Real um 2,40%, der mexikanische Peso um 2,30% und der chilenische Peso um 2,20%. Die negativste Entwicklung verzeichneten der armenische Dram (-1,45% in EUR), die Malawi Kwacha (-1,20%) und der Uruguay Peso (-1,00%).
- Die Schuldenrestrukturierung, die letztes Jahr in Argentinien stattfand, sorgte für eine kurzfristige Liquiditätsentlastung durch niedrigere Kuponzahlungen und verzögerte Tilgungszahlungen. Eine weitere Vereinbarung mit dem IWF ist ein Muss, um die Gesamtzahlungen in Höhe von 49 Mrd. Dollar aufzuschieben. Die enorme Diskrepanz zwischen fehlenden Dollar-Aktiva (Netto-Währungsreserven) und hohen Dollar-Verbindlichkeiten (Schuldenbestand von 150 Mrd. Dollar) erfordert die Anhäufung von Währungsreserven bis 2024, wenn die Schuldentragfähigkeit beginnen. Ohne eine Einigung wird es für die Regierung Fernandez schwierig sein, die Kapitalzahlungen zu refinanzieren, insbesondere die im Juli fälligen 2,4 Mrd. Dollar des Pariser Clubs. Im Vorfeld der Zwischenwahlen im Oktober ist es zweifelhaft, dass sich die fiskalische Disziplin, die notwendig ist, um den Zahlungsstress zu lindern, durchsetzen wird.
- Der ‚beliebteste Politiker der Welt‘ ist zurück. Das oberste brasilianische Gericht hob die Verurteilungen wegen Bestechung auf, für die Luiz Inacio Lula de Silva 580 Tage im Gefängnis saß, und machte damit möglicherweise den Weg für ihn frei, bei den Präsidentschaftswahlen 2022 zu kandidieren. Die Verurteilungen wegen Korruption und Geldwäsche wurden mit der Begründung aufgehoben, dass das Provinzgericht im Süden Brasiliens, das den Fall verhandelte, außerhalb seiner Zuständigkeit gehandelt habe. Der linke Politiker, der der Gründer des Sozialprogramms ‚Bolsa Familia‘ ist, griff Präsident Bolsonaro sofort wegen seines schlechten Umgangs mit der Pandemie und des Zustands der Wirtschaft an. Steigende Renditen in den USA in Kombination mit Lulas Rückkehr trieben den Real über 5,80 und lösten massive Interventionen der Zentralbank aus. Brasilien hat den negativsten Realzins von allen Schwellenländern, der derzeit bei -3,20% liegt. Dieser Zustand wird die brasilianische Währung nicht retten.

## Fazit

- Die harten Töne der europäischen Institutionen, die versuchen, den Herausforderungen und Realitäten der Pandemie zu begegnen, sind laut und deutlich zu hören. Das Fehlen einer Fiskalunion und echter Solidarität offenbart die Bruchlinien in der Architektur der EU. Die Europäische Gemeinschaft hat unter der Präsidentschaft von Jacques Delors zwischen 1985 und 1995 die europäische Einheit durch die Schaffung des Binnenmarktes erreicht. Unter seiner Präsidentschaft wurde auch der Vertrag von Maastricht im Februar 1992 unterzeichnet. Es würde die Stimmung heben, wenn die Europäische Kommission 30 Jahre nach dem Vertrag von Maastricht einen Durchbruch bei der Neuaufstellung der gestressten europäischen Architektur signalisieren könnte.
- Der Ausverkauf der US-Renditen ist geordnet, da die reflationäre Politik greift. Die Auswirkungen auf die europäischen Renditen waren bisher begrenzt. Es droht jedoch eine ungeordnete Bewegung an den europäischen Staatsanleihenmärkten, da das fiskalisch-monetäre Experiment auf dieser Seite des Atlantiks zunehmend Probleme bereitet.