

DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

Überraschung bei den 10-jährigen deutschen Bundesanleihen

Stand der Dinge

- Die Rallye bei den 10-jährigen deutschen Bundesanleihen war das auffälligste Marktereignis der letzten Woche. Eine Abwärtskorrektur um fast 10 Basispunkte (bp) in Richtung -0,63% bringt uns weiter weg von dem gewohnten Bereich von -30 bp bis -50 bp. **Offensichtlich gibt es neben dem Streben nach Rendite auch eine Jagd nach wirklich risikofreien Staatsanleihen.** Für Anleger, die ausschließlich deutsche Staatsanleihen halten, liegt die Gesamtrendite seit Jahresbeginn bei +3,53%. Die Tatsache, dass die deutsche Zinsstrukturkurve im negativen Bereich liegt, könnte bestimmte Anleger davon abhalten, sich auf diesem Markt zu positionieren. Wir haben letzte Woche die Angebotsverknappung angesprochen und vor einem noch geringeren Freefloat im Jahr 2021 gewarnt. Auch die Existenz eines tiefen und liquiden deutschen Zins-Future-Markts drängt die deutschen Zinsen noch weiter in den negativen Bereich. Auf diesem liquiden Zinsterminmarkt agiert ein breites Spektrum von Investoren und reinen Spekulanten mit unterschiedlichen Anlagehorizonten. In Folge wächst die Bedeutung von markttechnischen Aspekten im Gegensatz zu den längerfristigen Auswirkungen zyklischer Wirtschaftsindikatoren. Dies führt zu dem Phänomen, dass sich die Märkte über einen viel längeren Zeitraum abkoppeln können, als einige Marktteilnehmer in der Lage sind, sich für eine erwartete, vernünftige Normalisierung der Renditen in Richtung weniger negativer Niveaus zu positionieren. Der geldpolitische Rahmen erfordert jedoch nicht weniger, sondern mehr akkommodierende Maßnahmen. Dies sollte nicht zwingend dazu führen, dass 10-jährige deutsche Bundesanleihen -0,75% oder erneut die Tiefststände von -0,90% von Mitte März erreichen. Die EZB würde natürlich hoffen, dass sich die Portfolios weniger zugunsten von Bundesanleihen, sondern mehr zugunsten von Sektoren mit höheren Renditen in allen Anleiheklassen neu positionieren würden. **Nun, das ist der Punkt, an dem die aktuelle EZB-Politik in Schwierigkeiten geraten könnte.** Die Anleger konzentrieren sich sehr auf Niveaus, die das Risiko korrekt kompensieren bzw. die Kreditrisikoprämien. Zum jetzigen Zeitpunkt könnten wir in einen Bereich eintreten, in dem Anlegern das Vertrauen fehlt, um z.B. 10-jährige spanische oder portugiesische Anleihen in negatives Terrain zu treiben. Beide Märkte schlossen bei den 10-Jährigen um +0,15%. Mit einer solchen Haltung könnten die Kernzinsen weiter nach unten gedrückt werden. Anleger und/oder Spekulanten könnten verstärkt Short-Positionen schließen. **Fakt ist, dass die Wahrscheinlichkeit für eine Änderung der EZB-Zinspolitik steigt. Die Spielregeln könnten sich wieder ändern.** Hinzu kommt, dass die US-Wahlen Anfang November das Potenzial für disruptive Marktveränderungen haben. Beides könnte Anleger mit schwachen Nerven dazu drängen, ihre Short-Positionen zu reduzieren. Es ist in der Tat ein langes und schwieriges Jahr, und viele Teilnehmer benötigen eine klarere Sicht, bevor sie ein weiteres herausforderndes Jahr 2021 in Angriff nehmen.
- Die Zahlen des US-Verbraucherpreisindex stiegen im Jahresvergleich um 1,6%. Die US-Kerninflationsrate lag einen zweiten Monat lang bei 1,7%. Der deflationäre Schock, der sich

im 2. Quartal 2020 ereignete, drückte die Gesamtinflation auf fast 0,00%. Die Kerninflation rate fiel jedoch nie unter 1,00%. **Unsere Zuversicht, dass es der FED gelingen wird, ein Inflationsniveau von mehr als 2% zu erreichen, steigt.** Der von uns bevorzugte 5Y5Y-Indikator für den Forward Inflation Swap schloss die Woche bei 2,15%. Die Investorenbasis in den USA kämpft nicht gegen die Tendenz zu niedrigeren Realzinsen. Interessant war die Tatsache, dass sich der S&P Goldman Sachs Commodity Index erneut stark zeigte. Bloomberg definiert den S&P GSCI® als „einen weithin anerkannten [...] führenden Maßstab für allgemeine Preisbewegungen und für die Inflation in der Weltwirtschaft. Er bietet Anlegern eine zuverlässige und öffentlich zugängliche Benchmark für die Wertentwicklung an den Rohstoffmärkten“. Die Lieferkanäle werden einem erneuten Test unterzogen, da die zweite COVID-19-Pandemiewelle stärker werden könnte als die erste. Jede breit angelegte Rückkehr der Nachfrage im Laufe des Jahres 2021 wird den Inflationsdruck erhöhen. Dies wird sichtbar bei bestimmten Rohstoffprodukten. Weizen war in der vergangenen Woche ein typisches Beispiel dafür. Sein Preis schnellte auf ein neues Fünfjahreshoch zu. **Wir wiederholen, dass sich höhere Inflationserwartungen in niedrigeren realen Renditen niederschlagen werden, solange die Zentralbanken in ihren Programmen zum Kauf von Vermögenswerten eine hohe Flexibilität zeigen.** Solche Bedingungen gab es in den frühen 50er und über 70er Jahren. Anleger halten sich nach wie vor bei inflationsgeschützten Anleihen zurück angesichts ihrer schlechten Wertentwicklung während der angespannten Marktlage. Anleger sollten sich jedoch auf die von den Zentralbanken gezeigte Entschlossenheit verlassen und nicht allzu viel auf Illiquiditätsschwierigkeiten geben, die hin und wieder auftreten. Besonders spannend wird es wieder in Sachen US-Inflation am 30. Oktober, wenn die Daten für den Preisindex für private Konsumausgaben veröffentlicht werden. Das letzte Mal lag dieser Wert bei 1,6%.

Bewertungen

- Während sich der **Treasury-Markt** in dieser Woche auf eine neues 20-Jahres-Angebot vorbereitet, sind die Bedingungen am 2- bis 5-jährigen Teil der Kurve stabil, und am längeren Ende ist eine gewisse Flucht in Sicherheit zu beobachten. 10-jährige US-Anleihen fielen um 3 Basispunkte in Richtung 0,745%, gegenüber 4 bp bei 30-jährigen auf 1,53%. Zwischen den realen und nominalen US-Sätzen gibt es ein Tauziehen. Ausgeprägt ist nach wie vor die negative Korrelation zwischen den Realzinsen und den Inflationserwartungen. Vergleicht man diesen wichtigen US-10-Jahres-Zinssatz mit seinem deutschen Pendant, erhält man einen einfachen, aber häufig verwendeten Bewertungsindikator. Er ist als „Atlantik-Spread“ bekannt und schloss bei 136 bp. Der 25-Jahres-Durchschnitt liegt bei 64 bp. Interessanterweise befindet sich der „Atlantik-Spread“ seit 1995 in einem Aufwärtstrend, dank eines leichten Abwärtsgleitens der 10-Jahresrendite deutscher Bundesanleihen. Es stellt sich die Frage, ob dieser Spread letztendlich erneut den Bereich seines langfristigen Durchschnitts von 65 bp erreicht? Wenn 10-jährige Bundesanleihen Schwierigkeiten haben, sich nach oben hin zu normalisieren, können wir dann erwarten, dass die 10-jährigen US-Treasuries in den nächsten Jahren die untere Nullgrenze testen werden? Schließen Sie dies nicht aus. Tatsächlich nimmt bei den Zinsen die Bandbreite der Möglichkeiten zu und nicht ab.
- **Staatsanleihen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion** hatten Schwierigkeiten, mit der Rallye der deutschen Bundesanleihen Schritt zu halten. Tatsächlich fielen die italienischen, spanischen und portugiesischen 10-Jahres-Renditen „nur“ um 7 bis 8

Basispunkte. Wie bereits erwähnt, beobachten wir eine solide Unterstützung für die am höchsten bewerteten Staatsanleihen der Eurozone. Mit einem rapide sinkenden Angebot an Euro-Staatsanleihen im November und Dezember könnten wir den Beginn einer Konsolidierung bei der Konvergenz der Zinssätze innerhalb der EWWU erleben. Somit erwarten wir weniger Unterstützung für eine zunehmende Zinskonvergenz im letzten Jahresabschnitt 2020.

- **Europäische Investment-Grade-Unternehmen (IG)** profitierten von dem starken Rückgang der Renditen und erreichten am Freitag ein Allzeithoch! Der Iboxx-Corporate Index wurde am 1. Januar 1999 aufgelegt, sein Wert damals: 100. Am Freitag schloss er bei 241,58, einem neuen historischen Höchststand, was einer annualisierten Rendite seit seiner Auflegung von 4,13% entspricht. Die Wertentwicklung am langen Ende ist erstaunlich. Wie beim **US-IG-Markt für Unternehmensanleihen** ist davon auszugehen, dass sich die effektive Duration des Iboxx-Index, die derzeit bei etwa 5,3 Jahren liegt, weiter erhöhen wird, da immer mehr Unternehmen beginnen, den 20- bis 30-jährigen Laufzeitenbereich der Renditekurve anzuzapfen. Der US-IG-Unternehmensindex hat eine effektive Duration von 8,37 Jahren. Das Ziel für Europa ist für das nächste Jahrzehnt festgelegt. Die institutionellen Anleger sehnen sich nach einem Angebot am langen Ende. Dies wird auf positive Resonanz stoßen, da die großen Konzerne auf historisch günstige Finanzierungsniveaus zurückgreifen werden.
- Der **europäische High-Yield-Sektor (HY)** hat eine Pause eingelegt. Im Hintergrund wachsen die Spannungen bei Risikoanlagen. Die Aktienvolatilität bleibt anhaltend hoch. Die Zunahme bei den COVID-19-Infektionen lähmen den Sektor. Die Risikoaversion kann man förmlich riechen. Im Gegensatz zu den europäischen Investment-Grade-Unternehmensanleihen ist der europäische HY-Index immer noch drei Prozentpunkte von einem neuen Höchststand entfernt. Irgendwann wird der Sektor es schaffen ... dies könnte bei einer Rendite von etwa 3,9 % bis Ende des kommenden Jahres der Fall sein. Notwendige Voraussetzung dafür ist ein wirksamer Impfstoff, der in ausreichender Menge 2021 verabreicht werden kann.
- Die Spreads bei den **Schwellenländern (EM)** bewegten sich in der vergangenen Woche seitwärts. Die Spreads bei lokalen Staatsanleihen (GBI-EM) blieben unverändert bei 3,82%. Investment-Grade-Anleihen in Hartwährung wurden mit 2,11% (-8bp) gehandelt. Die breite Hartwährung (EMBIG) verengte sich um 2bp auf 4,36%. Die Spreads in Hartwährung in Subsahara-Afrika weiteten sich um 14bp auf 7,18% aus.
- Schwellenländerwährungen verzeichneten auf Wochenbasis eine positive Entwicklung. Dabei führen einige exotische Namen aus unserem Anlageuniversum das Feld an: die pakistanische Rupie (+1,8% in EUR), die honduranische Lempira (+1,7%) und der mongolische Tugrik (+1,5%). Am unteren Ende stehen die CE3-Währungen: Ungarischer Forint (-2,4% in EUR), Polnischer Zloty (-2,1%) und Tschechische Krone (-1,2%), die für ihre Inflationszahlen außerhalb der von den Zentralbanken angestrebten Zielzone abgestraft wurden. Der Offshore-Yuan (von unserem Anlageuniversum ausgeschlossen) fiel gegenüber dem Dollar, nachdem die chinesische Zentralbank ankündigte, dass Finanzinstitute nicht länger Liquidität vorhalten müssen, wenn sie Währungen über Devisen-Forwards für Kunden kaufen. Der Yuan handelte kurzzeitig über 6,76, machte die Verluste jedoch schnell wieder wett und notierte am Ende der Woche unter 6,70.

- Die Jahrestagungen des IWF und der Weltbank wurden wegen der Pandemie virtuell abgehalten. In seinem jüngsten Ausblick korrigierte der IWF die Wachstumserwartungen für die Schwellenländer auf -3,3% im Jahr 2020 (von -3,0% in der Juni-Prognose) bzw. auf +6,0% im Jahr 2021 (von 5,9%). Die rasche konjunkturelle Erholung in China hat positiv überrascht, und es wird erwartet, dass Asien bei den Wachstumsraten an der Spitze stehen wird, während Lateinamerika und der Nahe Osten die Nachzügler sein dürften. Gleichzeitig verkündeten die G20 ihre Entscheidung, das Verfahren zur Aussetzung des Schuldendienstes (Debt Service Suspension Initiation - DSSI) für Länder mit niedrigerem Einkommen um sechs Monate zu verlängern. In der Erklärung wurde diese DSSI-Verlängerung nicht von der Beteiligung des privaten Sektors abhängig gemacht; dies senkt das Risiko für Anleihegläubiger. Obwohl die DSSI-Verlängerung kurzfristig zur Verringerung des Liquiditätsdrucks beiträgt, löst sie mittelfristig nicht den potenziellen Druck, der auf den Bonitäten lastet. Starkes Wachstum wird erforderlich sein, um die Risiken von Umstrukturierungen zu mindern.
- In Südafrika wurde die entscheidende Haushaltserklärung vom 21. auf den 28. Oktober verschoben. In der Zwischenzeit stellte Präsident Ramaphosa seinen Plan zur wirtschaftlichen Erholung und zum Wiederaufbau vor. Der Plan sieht ein BIP-Wachstum von 3% vor; Schwerpunkte liegen dabei auf der Schaffung von Arbeitsplätzen durch Infrastrukturinvestitionen (über 1 Milliarde Südafrikanische Rand über vier Jahre) und Massenbeschäftigungsprogramme (800.000 Stellen bei öffentlichen Bauarbeiten). Außerdem soll innerhalb von zwei Jahren der Energieknappheit begegnet, der Breitbandzugang ausgebaut, der Niedergang der verarbeitenden Industrie umgekehrt und der Tourismussektor wiederbelebt werden. All dies würde zwar helfen, das Wachstumspotenzial in Südafrika freizusetzen und die Haushaltseinnahmen zu verbessern. Es scheint aber, dass Investoren auch auf ein starkes Zeichen für das Drosseln der Ausgaben warten, damit die Schulden wieder auf ein nachhaltiges Niveau zurückgeführt werden können.

Schlussfolgerung

- Die nominalen Kernzinsen stehen unter der impliziten oder expliziten Kontrolle der Zentralbanken. Im langfristigen Bereich zahlt es sich aus, das Unerwartete nicht auszuschließen.
- Globale Wirtschaftsindikatoren, sagen uns, vor allem wenn es darum geht, das Potenzial nach Abklingen der Pandemie abzuschätzen, dass wir uns auf höhere Renditen einstellen sollten. Die Politik der Zentralbanken legt nahe, dass Kaufprogramme in den nächsten Jahren die Norm sein werden, um fiskalpolitische Maßnahmen zu unterstützen. Die geldpolitischen Leitzinsen werden an der effektiven Zinsuntergrenze bleiben, mit dem Potenzial, sich in den nächsten drei bis fünf Jahren noch weiter nach unten zu verschieben. Die konjunkturellen Marktindikatoren kollidieren mit der ‚Alles, was geht‘-Politik der Zentralbanken. **Derzeit gibt es einen starken Trend zu niedrigeren Realzinsen.**
- Anleger sollten eine **höhere Volatilität der Nominalzinssätze im Laufe des Jahres 2021 und darüber hinaus** erwarten und sich darauf vorbereiten.