

DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

Kurzfristig Reflation, langfristig Japanisierung

Status Quo

- Die Angst nimmt zu an den globalen Anleihemärkten. In der vergangenen Woche standen die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen der Industrieländer unter dem Einfluss sich verstärkender Marktmeinungen zum Thema Reflation, das nach Ansicht von Marktstrategen die langfristigen Renditen in einen längeren Bärenmarkt drücken könnte. In den folgenden Abschnitten möchte ich ein kurz- und langfristiges Szenario skizzieren, das die reflationären Bedingungen in den nächsten Jahren mit dem Einfluss der staatlichen Behörden (Geld- und Fiskalpolitik) auf die Renditekurve verbindet, während gleichzeitig versucht wird, gesellschaftliche Herausforderungen und Ungleichgewichte zu bewältigen.
- Die geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen, die im März 2020 als Reaktion auf den aggressiven deflationären Schock der Pandemie eingeleitet wurden, konnten die negativen Auswirkungen auf die Produktion begrenzen. Die BIP-Zahlen für 2020 zeigen, dass die Welt den schlimmsten Prognosen und sogar den Base-Case-Annahmen entkommen ist und sich letztlich im Bereich der optimistischeren Szenarien eingependelt hat, die im Sommer 2020 skizziert wurden. Diese besser als erwarteten BIP-Ergebnisse wurden genau in dem Moment veröffentlicht, als die Ein-Jahres-Inflationswerte für Januar positiv überraschten. In der Tat können wir davon ausgehen, dass der Preisauftrieb im Jahr 2021 die mittelfristigen Ziele der Zentralbanken leicht übertreffen wird. Investoren sollten sich auf einen Anstieg des US-Verbraucherpreisindex bzw. der persönlichen Konsumausgaben einstellen, die in diesem Jahr zwischen 2,5 % und 3,0 % liegen werden. In der EU ist ein ähnliches Bild zu erwarten, das den ‚Harmonisierten Verbraucherpreisindex‘ der EU in Richtung des angemessenen Zielbereichs der EZB von 1,75 % bis 2,0 % treibt. Basiseffekte, temporäre Faktoren (Rücknahme von Mehrwertsteuersenkungen) und die Auswirkungen volatiler Lebensmittel- und Energiepreise werden diesen Prozess verstärken. **Die US-Anleihemärkte sind bei der Einpreisung des obigen Szenarios am weitesten fortgeschritten, da sich die Kurve der Breakeven-Renditen vollständig umgedreht hat.** Die zweijährigen marktbasieren Inflationserwartungen, ausgedrückt als Abstand zwischen Real- und Nominalrenditen, liegen im Durchschnitt der nächsten zwei Jahre bei 2,50 %. Am 30-Jahres-Punkt liegen wir bei 2,15 % und damit voll im Einklang mit dem inflationsbezogenen Mandat der FED. Effektiv erwartet der Markt einen abweichenden Inflationsdruck in den nächsten zwei bis drei Jahren und danach eine längere Phase, die mit dem flexiblen Ziel der FED übereinstimmt (d.h. eine Inflation um die 2,00%-Marke). **Dies erklärt die Zufriedenheit, die in letzter Zeit von mehreren FED-Gouverneuren geäußert wurde, indem sie der Öffentlichkeit mitteilten, dass die FED-Politik die gewünschten Ergebnisse hervorbringt.** In der Eurozone vollzieht sich ein ähnlicher Prozess mit einer gewissen Verzögerung. Die 10-jährigen deutschen Inflationserwartungen stiegen von etwa 0,50 % im Frühjahr letzten Jahres in Richtung 1,10 % heute. Seit dem Beginn der quantitativen Lockerung (QE) der EZB im Jahr 2015 beobachten wir Inflationserwartungen im

Bereich von 1,40%. Nur zwischen 2009 und 2013 schwankte dieser Wert auf 10-Jahres-Basis zwischen 1,50% und 2,00%, also in etwa im Einklang mit den EZB-Erwartungen. **Es ist von einer Umkehrung der europäischen Breakeven-Rendite-Kurve auszugehen, da der Preisaufrtrieb im weiteren Verlauf des Jahres 2021 einen Schub erhalten wird.** Darüber hinaus wird die Inflation stärker schwanken und buchstäblich wie ‚Phönix aus der Asche‘ der Inflationsenttäuschung des letzten Jahrzehnts aufsteigen. Dies wird das Interesse an Anlagen erhöhen, die reale Renditen bieten, und die Inflationserwartungen auf kurze Sicht stützen. Jedoch bleibt die Schlüsselfrage: In welche Richtung werden sich die langfristigen Nominal- und Realrenditen entwickeln?

- Eine Antwort auf diese Frage erfordert die Betrachtung von drei Aspekten. Erstens müssen wir über den Weg und das Ziel, also die letztendliche Höhe der wichtigsten Leitzinsen nachdenken sowie zweitens darüber, wie die Zentralbanken ihre jeweiligen geldpolitischen Instrumente einsetzen werden. Und drittens: Welche gesamtgesellschaftlichen Ziele wollen die politischen Entscheidungsträger anstreben, um ein gewisses Gleichgewicht in der lokalen und internationalen Ordnung wiederherzustellen?
- Wenn wir die Sätze für den ‚Overnight Indexed Swap‘ der Eurozone und der USA heranziehen und die Erwartungen für diesen Referenzzinssatz über die nächsten 5 Jahre berechnen, stellen wir fest, dass wir in der Eurozone bei -0,41 % gegenüber +0,41 % in den USA liegen. Die Märkte erwarten also, dass es in den nächsten 5 Jahren sowohl in der Eurozone als auch in den USA zu einem Zinserhöhungsschritt kommen könnte. **Wenn wir über den 10-Jahres-Zeitpunkt hinausblicken, also den Beginn des nächsten Jahrzehnts, kommen wir zu einem potenziellen EZB-Leitzins von +0,25 %. Für die USA rechnen wir mit einem FED-Leitzins von etwa +1,50%.** Solche Werte sind angesichts der im letzten Jahr unbemerkt gestiegenen Verschuldung durchaus akzeptabel. Im Durchschnitt stieg die Staatsverschuldung in % des BIP allein im Jahr 2020 innerhalb der OECD um 20 Prozentpunkte. Das US Congressional Budget Office (CBO) geht sogar davon aus, dass die US-Staatsverschuldung in diesem Jahrzehnt im Durchschnitt auf 109 %, im nächsten Jahrzehnt auf 142 % und zwischen 2041 und 2050 auf 195 % des BIP ansteigen könnte. **Man könnte sagen, dass sich die US-Verschuldung in den nächsten 30 Jahren in die heutige Realität Japans verwandelt haben wird.** Für die Eurozone rechnen wir mit einem kürzeren Zeitrahmen. Mit steigender Verschuldung wird auch die Produktivität jedes zusätzlichen Schulden-Euros bzw. -Dollars sinken. Jedes Gegenargument muss von einem Anstieg der Faktorproduktivität oder des technologischen Fortschritts kommen, die sich in eine höhere menschliche Produktivität umsetzen lassen.
- Der oben beschriebene Pfad der Verschuldung bringt uns zum Schicksal der nominalen und realen langfristigen Renditen. Die derzeitige Intensität der Ankaufprogramme der Zentralbanken (d.h. QE) puffert jeden aggressiven Anstieg der langfristigen Renditen ab. In den USA steht die 30-jährige Rendite jedoch kurz davor, die Schwelle von 2,00 % zu überschreiten. Man kann davon ausgehen, dass die FED ihre QE-Interventionen beibehalten wird, um eine unangemessene Verschärfung der finanziellen Bedingungen einzudämmen. **Es ist zu erwarten, dass sich die FED stärker für ein weiteres Programm längerer Laufzeiten einsetzen wird, um den Druck auf die langfristigen Renditen zu begrenzen.** Die letzte politische Option wäre eine explizite Steuerung der Renditekurve, wie es zwischen 1942 und 1951 der Fall war. Die kurzfristigen Renditen wurden bei 0,375 % festgeschrieben, während Staatsanleihen mit einer Laufzeit zwischen 10 und 30

Jahren bei 2,5 % gedeckelt wurden. **Angesichts der heutigen strukturellen wirtschaftlichen Ungleichgewichte wird das Duo Powell-Yellen in jenem Moment eingreifen, in dem die 10-jährigen Treasury-Sätze in Richtung 1,5% oder die 30-jährigen Sätze in Richtung 2,5% steigen.** Während der Hintergrund heute ein völlig anderer ist als vor 75 Jahren, könnten die Wirkungen ähnlich sein. Fragen der geldpolitischen Glaubwürdigkeit und des Ausstiegspaths bzw. Ausstiegsrisikos stehen im Mittelpunkt expliziter Überlegungen zur Renditekurve. Die FED-Bilanz in Prozent des BIP liegt bei 32%. In der Eurozone kommen wir auf 60%, in Japan sind es 132%. Zwei Botschaften: Es gibt reichlich Spielraum für die FED und die EZB, um ihre Bilanz auszuweiten, und für die 30-jährigen US-Renditen, um attraktive Kaufniveaus zu erreichen. Heute kann man in die hochwertigsten Investment-Grade-US-Unternehmensanleihen von Microsoft oder Apple investieren und sich Renditen zwischen 2,60 % bzw. 2,80 % sichern. Bei den langfristigen Renditen der Staatsanleihen der Eurozone sind die Aussichten angesichts der Unterschiede zwischen den nationalen Staatsanleihenmärkten schwieriger. Bei den langfristigen realen Renditen erwarten wir, dass diese sich relativ stabil zu den Nominalrenditen verhalten werden, solange die Leitzinsen an der unteren Nullgrenze bleiben. Erwarten Sie außerdem, dass die QE-Kaufprogramme einen überproportionalen Einfluss auf das Niveau der realen Renditen bei US-TIPS und EU-Linkern haben werden. Die Auswirkungen sind seit April 2020 beeindruckend. Als Gedankenexperiment: Wie würden die langfristigen Nominal- und Realrenditen reagieren, wenn die EZB die Leitzinsen senkt? Meiner Meinung nach würden die realen Renditen tiefer in den negativen Bereich fallen, bei gleichzeitig stabilen bis leicht höheren langfristigen Nominalrenditen. Das käme der EZB gerade recht.

- **Der dritte Faktor, der dafür sorgt, dass die Renditen länger niedrig bleiben, liegt in den Herausforderungen des Klimawandels, des Energieverbrauchs, des Bildungsniveaus, der Qualität der Infrastruktur und der Einkommensverteilung begründet.** Auch hier kann uns Japan als Vorbild dienen. Die japanische Wirtschaft und Gesellschaft erreichen in jedem der oben genannten Bereiche gute Werte. Die entstandenen Opportunitätskosten werden durch einen ‚toten‘ Staatsanleihenmarkt sichtbar. Die Volatilität der Nominal- und Realrenditen ist eingebrochen. Auch die Inflationserwartungen haben sich in Luft aufgelöst. Die 10-jährigen realen und nominalen Renditen drehen sich um den 0,00%-Punkt. Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit eines solchen Ergebnisses für den Staatsanleihenmarkt der Eurozone? Wohl höher als die für den US-Treasury-Markt.

Bewertungen

- **Die US-Renditekurve nahm erneut eine steilere Form an.** 2-jährige Treasuries fielen um einen Basispunkt auf 0,10 %, während die 10-jährigen Renditen um 10 Basispunkte stiegen und bei 1,165 % schlossen. 30-jährige Renditen kletterten um satte 14 Basispunkte und schlossen bei 1,97 %. US-TIPS waren wesentlich widerstandsfähiger. Die 2-jährigen realen Renditen fielen um 5 Basispunkte auf -2,10 %. Die reale Rendite für 10-jährige Anleihen blieb im Wochenverlauf unverändert bei -1,03 %. Die 30-jährigen Realrenditen stiegen um 8 Basispunkte auf -0,21 %. Die meiste Bewegung findet auf der nominalen Kurve statt. Die Arbeitslosendaten vom letzten Freitag hinterlassen tiefe Narben. Die Bewertungen von US-Treasuries gewinnen an Attraktivität und lassen ein Lächeln in das Gesicht globaler

Anleiheninvestoren zurückkehren. Die Chancen im Bereich Fixed Income steigen.

- **Der Ausverkauf bei den US-Renditen drückte 10-jährige deutsche Bundesanleihen in den komfortableren Bereich von -0,30 % bis -0,50 %, der die vergangene Woche bei -0,45 % beendete.** Die politische Unsicherheit in Italien verringerte sich, als die Erwartungen an eine Draghi-Regierung zum Konsens wurden. Die hohe Wahrscheinlichkeit, die einem solchen optimalen Ergebnis beigemessen wird, ließ 10-jährige italienische Staatsanleihen um 11 Basispunkte fallen. Sie schlossen bei 0,53% und damit in der Nähe des historischen Tiefs, das Mitte Dezember 2020 mit 0,52% erreicht wurde. Der ehemalige EZB-Präsident muss nicht einmal eine „Whatever it takes“-Rhetorik an den Tag legen, um den 10-jährigen Spread zwischen Bundesanleihen und italienischen Staatspapieren unter 100 Basispunkte zu drücken! Unsere Forderung nach einer weiteren Konvergenz der Renditen innerhalb der Eurozone bleibt bestehen. Europäische Staatsanleihen gaben 25 Basispunkte an Wert ab und verunsicherten Anleger mit einem Year-to-date-Ergebnis von -0,94%.
- **Wir werden in den nächsten Wochen einen genaueren Blick auf europäische und US-Unternehmensanleihen werfen.** Ihre Widerstandsfähigkeit ist unbestritten. Das europäische Iboxx-Universum für Unternehmensanleihen legte 3 Basispunkte an Wert zu und begrenzte den Verlust seit Jahresanfang auf -0,33%. Der europäische ICE Bank of America High Yield-Index verzeichnete ein Wochenergebnis von +0,83% und damit einen vielversprechenden Start ins Jahr 2021 mit einem Plus von bislang 1,24%.
- Ein höheres Tempo bei der Zulassung von Impfstoffen und US-Präsident Bidens Vorstoß für einen fiskalischen Stimulus in Höhe von 1,9 Billionen Dollar **beflügelten Aktien der Schwellenländer und die Spreads von Hartwährungsanleihen**, während der Dollar die lokalen Schwellenländerwährungen leicht belastete.
- Die Erträge in EUR waren jedoch für Anleger in Lokalwährungsanleihen stark positiv, der Index von JP Morgan (GBI-EM GD) legte im Wochenverlauf um 1,35% zu. Seit Jahresanfang ist der Index um 0,98 % gestiegen. Die Spreads von lokalen Anleihen verengten sich um 4 Basispunkte in Richtung 355 Basispunkte und die von Hartwährungsanleihen (JPM EMBI GD) um 7 Basispunkte. Die High Yield-Komponente des Index schnitt deutlich besser ab (-18 Basispunkte). Regional betrachtet entwickelte sich Afrika am besten mit einem Rückgang von 14 Basispunkten, trotz des Lärms um die Umstrukturierung Äthiopiens Schulden Ende letzter Woche.
- Zuflüsse in Schwellenländeranleihen blieben mit 3,7 Mrd. USD stark, wobei Hartwährungsfonds stärkere Zuflüsse verzeichneten als Lokalwährungsfonds. Gleichzeitig war das Angebot nach einem Rekord-Januar gedämpft, da keine Deals von staatlichen Emittenten und nur einige wenige quasi-staatliche Anleihen aus Indonesien und Mexiko an den Primärmarkt kamen.
- In Indien sorgten die Haushaltszahlen für eine böse Überraschung. Die Erwartung eines höheren Haushaltsdefizits (von 9,5 % in 2021 auf 4,5 % bis 2026) wird im ersten Quartal 2021 zu einer zusätzlichen Kreditaufnahme von etwa 800 Mrd. Rupien führen. Infolgedessen weiteten sich die Renditen um mehr als 20 Basispunkte aus. Eine mögliche Indexaufnahme könnte helfen, einen Teil der Emission in der Zukunft zu absorbieren, aber irgendwann müssen inländische Quellen hinzugezogen werden. Die Sitzung der

Zentralbank am letzten Freitag enttäuschte in dieser Hinsicht, da sie keine neuen Anreize für Banken zum Kauf von Staatsanleihen bot und auch keine Informationen über ihre eigenen Anleihekäufe herausgab.

- Die Tschechische Nationalbank beließ die Konditionen für Kreditaufnahmen unverändert bei 0,25% und hielt den Ausblick auf eine schrittweise Zinsnormalisierung intakt. Zentralbankgouverneur Jiri Rusnok deutete zwei Leitzinserhöhungen im Laufe des Jahres 2021 an.

Fazit

- So wie Aktieninvestoren über die aktuellen Probleme und hohen Bewertungen hinweg hoffnungsvoll auf die langfristige Renditeüberlegenheit der Anlageklasse schauen, lade ich Anleiheninvestoren dazu ein, die aktuelle Inflationsmanie gelassen hinzunehmen. **Etwas höhere Anleiherenditen werden - per Definition und dazu ist keine Hoffnung nötig - die zukünftigen Ertragserwartungen anheben.**
- **Der komplexe Cocktail aus kurzfristigen reflationären Bedingungen auf dem Weg aus dieser Pandemie trifft auf eine noch komplexere Reihe von Bedingungen, die sich auf die Abschwächung der bestehenden Ungleichgewichte beziehen.** Die Kosten und die Qualität der Bildung, das Fehlen einer angemessenen Einkommensverteilung sowie die Kosten des Klimawandels sind neben der erforderlichen Umgestaltung der Infrastruktur und des menschlichen Verhaltens Faktoren, die Aufmerksamkeit und Kapitalquellen erfordern.
- Um eine geringe Erfolgchance bei der teilweisen Verwirklichung der oben genannten Ziele zu haben, dürfen **die Kosten für die Finanzierung nicht aus dem Ruder laufen.** Im Gegenteil, es wird ein nachhaltiges und aktives Eingreifen der Regierungen und Zentralbanken erforderlich sein. Die Interventionen der Zentralbanken könnten sich von selbst abschwächen, sobald die harte Realität und das Gewicht unserer Gesamtschuldenlast durch niedrigere potenzielle Wachstumsraten sichtbar werden. Japan als Blaupause für das, was kommen wird, ist nicht auszuschließen.