

DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

Zu früh und/oder unausgereift?

Status Quo

- Es überrascht nicht, dass das Reflationsmomentum an den Märkten in der vergangenen Woche lebendig war, da die Abstimmung im Plenum für ein von Joe Biden geprägtes US-Finanzpaket bis Ende Februar zum Konsens wurde. Die Äußerung „**Time to go big**“ von US-Finanzministerin Janet Yellen wurde vom IWF befürwortet. Der Gesetzesentwurf basiert auf Fiskalausgaben von 1,9 Billionen USD, die auf Lebensmittelmarken, Arbeitslosenunterstützung, Zahlungen von 1.400 Dollar an Personen mit einem individuellen Einkommen unter 75.000 Dollar und eine beschleunigte Bereitstellung von Impfstoffen und Testkapazitäten ausgerichtet sind. Parallel dazu begannen in den USA die Verhandlungen über ein umfassendes, Billionen schweres Infrastrukturgesetz, das in Kraft treten soll, sobald die Pandemiehilfe genehmigt ist. Wir möchten betonen, dass dieses Infrastrukturgesetz der „Kanarienvogel in der Kohlengrube“ für die Finanzmärkte sein könnte und nicht die aktuellen Ausgaben für die Katastrophenhilfe. **Nicht weil es, wie wir hoffen, das potenzielle Wachstum ankurbeln würde, sondern eine Erhöhung der Steuern für Unternehmen und Besserverdienende erfordern würde.** Bei beiden Gruppen sind die Bewertungen und das Nettovermögen erheblich gestiegen, wodurch sich die Kluft zur Mittel- und Unterschicht vergrößert hat. Der zur Diskussion stehende Gesetzesentwurf zum 1,9 Mio. Dollar-Paket, der auf einen Ausgleich von etwa 1,4 bis 1,5 Billionen Dollar hinausläuft, ist quasi eine einmalige Einkommenssubvention, die sich an die zurückgelassenen unteren und mittleren Klassen richtet. Das Entlastungspaket könnte sich 2021 positiv auf das reale US-BIP auswirken und seine Wirkung bis 2022 vollständig entfaltet haben. Allerdings sollte man davon absehen, dem Paket einen mehrjährigen positiven Einfluss auf das US-BIP zuzuschreiben. Der fiskalische Multiplikator wird näher bei 0 als bei 1 liegen, da die Haushalte wohl wenig daransetzen werden, die Geldschecks tatsächlich einzulösen. Andererseits könnte die Neigung, die Haushaltsverschuldung zu reduzieren, hoch sein. In diesem Fall könnte der angenommene Nachholbedarf sehr kurzlebig sein.
- Am vergangenen Donnerstag, den 11. Februar, veröffentlichte das ‚US Congressional Budget Office‘ (CBO) seinen Haushalts- und Wirtschaftsausblick 2021 bis 2031. Mit einem realen Wachstum von 3,7 % in 2021 würde die US-Wirtschaft über den Sommer auf das Niveau vor der Pandemie zurückkehren. **Mit einem durchschnittlichen realen Wachstum von 2,6 % zwischen 2021 und 2025 könnte die Produktionslücke bis Anfang 2025 geschlossen werden.** Die Bedeutung der obigen Aussage darf nicht unterschätzt werden, da die Märkte zwischen der Erholung des Wachstums und dem Wachstumspfad unterscheiden sollten, der erforderlich ist, um die Produktionslücke oder die Unterauslastung der Kapazitäten in der Wirtschaft zu schließen. Das für 2021 prognostizierte Haushaltsdefizit liegt bei 2,3 Billionen Dollar bzw. -10,3% des US-BIP. Im Laufe des Jahres 2024 sinkt das Defizit auf -3,6%, um im Jahr 2031 immer noch bei -5,2% zu liegen. Im Zweifelsfall wird die oben beschriebene

fiskalische Großzügigkeit die US-Notenbank dazu bewegen, die Intensität ihrer Vermögenswert-Käufe länger aufrechtzuerhalten. **Die Forderung nach einer Normalisierung der Geldpolitik Anfang 2022 in Form einer Straffung der quantitativen Notenbankmaßnahmen ist verfrüht.** Der vom CBO gezeichnete Verlauf des realen BIP stimmt mit unseren Äußerungen in früheren CIO View-Ausgaben überein. Nach einem erwarteten Aufschwung von 3,7 % im Jahr 2021 sinkt das reale BIP in den Jahren 2022 und 2023 auf 2,2 % bzw. 2,3 % und rutscht in den Jahren 2026 bis 2031 bis auf 1,6 % ab. Das sind 0,2 % unter der von den FED-Analysten erwarteten potenziellen US-Wachstumsrate von 1,8 %. Meiner Meinung nach ist es einmal mehr verfrüht, ein höheres langfristiges potenzielles Wachstum zu erwarten, das höhere langfristige Zinssätze erklären würde.

- Der vorgeschlagene US-Infrastrukturausbau umfasst die Erweiterung ländlicher Breitbandnetze, Straßen- und Brückenreparaturen, eine halbe Million Ladestationen für Elektroautos und weitere Projekte, die Millionen von Arbeitsplätzen schaffen werden. **Ob sich die neue US-Regierung für eine unausgereifte Defizitfinanzierung oder eine verantwortungsvolle und umverteilende Besteuerung entscheiden wird, ist eine elementare Abwägung.** Bei hoch bewerteten risikofreien und risikoreichen Anlagen gibt es eigentlich nur suboptimale Entscheidungen. Wir haben eine gewisse Druckentweichung an den Kern-Staatsanleihenmärkten beobachtet und begrüßt. Spread-basierte Finanzinstrumente zeigen sich widerstandsfähig, könnten aber nachgeben, wenn die Kernrenditekurven weiter steiler werden. Zum Versteilerungspotenzial der US-Renditekurve wage ich im Folgenden eine Prognose. Ob die Zukunft mir Recht oder Unrecht geben wird, ist nicht wichtig. Es geht lediglich darum, ein wachsames Auge darauf zu haben.
- Eine Mehrheit der Marktstrategen sagt voraus, dass die US-Renditekurve noch steiler werden wird. Werfen wir einen Blick auf die Renditedifferenz zwischen 2 und 30 Jahren. Dieses Maß schloss die vergangene Woche bei 1,90 %. In den vergangenen 44 Jahren lag der durchschnittliche Abstand zwischen dem 2- und 30-jährigen Ende der Renditekurve bei 128,7 Basispunkten. Der Einfachheit halber rechnen wir mit 1,30% bzw. 130 Basispunkten. Interessanterweise hat diese Kennzahl seit der globalen Finanzkrise von 2008/2009 nie die Nullgrenze berührt. Die Nullzinspolitik der FED hat eine Inversion der Renditekurve so gut wie unmöglich gemacht. Der Tiefpunkt des Post-Finanzkrisen-Zyklus lag bei etwa 40 Basispunkten im September 2018 und September 2019. Beides waren Momente, in denen die Märkte davon ausgingen, dass sich der Straffungszyklus der FED dem Ende zuneigt. Dieses Tief von 40 Basispunkten war etwa 40 Basispunkte von der 1-Standardabweichung entfernt, die über den Beobachtungszeitraum bei 0,00 % liegt. Die 1-Standardabweichung liegt an der Obergrenze bei 2,55%. Wendet man die „Unterschreitung“ von 40 Basispunkten der 1-Standardabweichung auf das Steilheitspotenzial der 2y30y-Renditekurve an, ergibt sich ein Zielwert von 215 Basispunkten oder 2,15%, d.h. 2,55% minus 0,40%. **Mit den aktuellen 2-Jahres-Treasury-Sätzen, die um 10 Basispunkte verankert sind, ergibt sich ein Wert von 2,25 % für die 30-jährige US-Staatsanleihe.** Diese schloss die vergangene Woche bei 2,00 %, womit wir lediglich 25 Basispunkte vom Zielwert entfernt sind. Die 2-jährigen Renditen könnten tatsächlich die 0,00%-Marke testen, was die aktuellen 2,00 % noch interessanter macht. Ich weise erneut darauf hin, dass es bei Anleiheninvestitionen um alles andere als Timing geht. Der Zweck der obigen Übung besteht lediglich darin, in einer Zeit, in der die Marktbewertungen dazu neigen, sowohl nach oben als auch nach unten schnell und heftig auszuschlagen, einige Anhaltspunkte zu liefern.

Bewertungen

- **Die US-Verbraucherpreisindizes für Januar lagen bei +0,3 % gegenüber Dezember 2020 und bei +1,4 % auf Jahressicht. Basiseffekte werden diese Werte im späten Frühjahr und Sommer deutlich über 2,00% treiben. Die Steilheit der US-Renditekurve hat erneut etwas zugelegt.** 2-jährige Treasuries bewegen sich gering um die 0,10%-Marke. Die 30-jährige Laufzeit legte weitere 3 Basispunkte zu und schloss bei 2,00 %. US-TIPS zeigten sich aufgrund höherer fiskalischer Anstrengungen und Erwartungen an ein höheres Wachstum weniger widerstandsfähig. Die 30-jährigen Realrenditen stiegen um 4 Basispunkte auf -0,17 %. Die Inflationserwartungen hielten sich insgesamt stabil.
- **Die Volatilität an den Märkten für europäische Staatsanleihen stieg in der vergangenen Woche stark an.** Die Renditen schwankten, da die Korrelation mit den US-Renditen sie nach unten zog, nur um am Ende der Woche aufgrund einer negativen Überraschung bei der Verbraucherpreisentwicklung die 10-jährigen deutschen Renditen wieder in Richtung der Unterstützung von -50 Basispunkten zu drücken. Bei Handelsschluss lag die Rendite bei -52 Basispunkten und blieb damit im Wochenverlauf unverändert. Die deutschen und spanischen Inflationsdaten überraschten, indem sie weit über den Konsenswerten in den positiven Bereich stiegen. Wir können in den nächsten Quartalen mit einer höheren Volatilität des Verbraucherpreisindex rechnen, da die vorübergehenden Mehrwertsteuersenkungen zurückgenommen wurden und Basiseffekte die Inflation auf über 1,00% treiben. Inflationsgebundene Staatsanleihen der Eurozone zeigen weiterhin eine überdurchschnittliche Wertentwicklung. Die Performance von Euro-Staatsanleihen lag im Januar 2021 bei -0,74%.
- Im Abschnitt ‚Status Quo‘ haben wir uns nicht mit den fiskalischen Initiativen der Eurozone beschäftigt, da es darüber im Moment wenig zu sagen gibt. **Der ‚EU-Plan Next Generation‘ ist genau das, was sein Name sagt: ein Plan.** OK, vielleicht ein bisschen zu hart ausgedrückt, denn mehrere Regierungen haben bereits vorläufige Verteilungspläne für Infrastruktur-, Gesundheits- und Bildungsprojekte vorgelegt. Man kommt nicht umhin, den mangelnden Fortschritt bei den Impfergebnissen in Europa mit dem Schicksal verschiedener nationaler und grenzüberschreitender Investitionspläne in Verbindung zu bringen. Geschwindigkeit und Qualität der Ausführung werden die Zutaten sein, um größere Erfolge zu ermöglichen. Deutsche 10-jährige Bundesanleihen beginnen sich um die Marke von -40 Basispunkten herum wohl zu fühlen und schlossen 2 Basispunkte höher bei -0,43%. Die italienische Rendite näherte sich an, 10-jährige Anleihen schlossen bei +0,47%. Der Spread zu 10-jährigen spanischen Staatsanleihen, die bei 0,15% rentieren, liegt bei 32 Basispunkten. Es ist durchaus möglich, dass der Markt, getrieben von der Draghi-Aura, einen Null-Spread erwartet, ein Zustand, der im Sommer 2016 zuletzt vorhanden war. In der Zeit ohne quantitative Maßnahmen der EZB lagen die italienischen 10-jährigen Renditen dauerhaft unter denen spanischer Pendants! Der JP Morgan EMU-Index verlor in der vergangenen Woche 20 Basispunkte und notiert seit Jahresbeginn bei -1,13 %.
- **Das europäische Investment-Grade-Universum der Iboxx-Unternehmensanleihen** verlor 2 Basispunkte an Wert und steht seit Jahresbeginn bei -0,31 %. Der europäische ICE Bank of America High Yield (HY) Index gewann weitere +0,12% und verzeichnet im Jahr 2021 bislang

+1,37 %. Die europäischen High Yield-Spreads fielen auf 318 Basispunkte und boten eine Rendite von etwa 2,5 %. In den USA beobachteten wir ein ähnliches Spread-Niveau, wobei die Rendite zum ersten Mal in der Geschichte unter 4,00 % fiel.

- **Die Renditen der Schwellenländer bewegten sich letzte Woche seitwärts.** Die Rendite des JP Morgan-Index für Lokalwährungen liegt nun bei 4,30 % und damit etwas höher als die 4,22 % zum Ende des letzten Jahres. Hartwährung-Spreads in der Sub-Sahara-Region haben sich am stärksten verengt, nämlich um etwa 10 Basispunkte im bisherigen Jahresverlauf. Unsere positive Einschätzung für die Anlageklasse bleibt bestehen. Die Wachstumserholung vor dem Hintergrund geld- und fiskalpolitischer Stimuli wird die Exporte vieler Schwellenländer ankurbeln. Angesichts des hohen Zusammenhangs zwischen der Veränderung des globalen Wachstums und dem Wert der Schwellenländerwährungen, insbesondere der Rohstoffexporteure, glauben wir, dass der Großteil der Performance von der Aufwertung der Währungen kommen wird.
- Seit Jahresbeginn bewegt sich der JP Morgan EM-Währungsindex seitwärts, innerhalb einer Spanne von 57/58. Im gleichen Zeitraum legte der Dollar-Index um rund 0,90% zu. Wie regelmäßige Leser dieses CIO View wissen, ist ein schwächerer Dollar ein wichtiger Treiber für die Wertentwicklung der Schwellenländerwährungen und sind andere Faktoren, wie das globale Wachstum, die Entwicklung der Rohstoffpreise und die Volatilität der Währungen ebenso wichtig. Trotz eines etwas stärkeren Dollars war die durchschnittliche Wertentwicklung der über 70 Länder in dem von uns beobachteten Währungsuniversum in der vergangenen Woche in der Tat positiv. Den größten Zuwachs verzeichnete die Türkische Lira (+6,3% seit Jahresbeginn in EUR), gefolgt vom Paraguay-Guarani (+4,1%) und der Ukrainischen Hryvnia (+3,2%). Die schlechtesten Ergebnisse erzielten der Jamaika-Dollar (-3,5% seit Jahresbeginn in EUR), der Argentinische Peso (-3,2%) und die Sri Lanka Rupie (-2,4%). Die Volatilität der Währungen nimmt weiter ab (9,60%) und befindet sich nun auf dem niedrigsten Stand seit März letzten Jahres.
- Die mitteleuropäischen Inflationszahlen in Polen (2,40%) und Ungarn (2,70%) blieben stabil, aber in Tschechien (2,20% vs. 1,70% Konsens) und Rumänien (2,99% vs. 2,45% Konsens) fielen sie höher aus als erwartet, was zu einer Abflachung der Swap-Kurve in Tschechien und einer steileren Cash-Kurve in Rumänien führte. Wir sind schon seit langem positiv gegenüber Rumänien eingestellt. Das jüngste Wahlergebnis hat diese Einschätzung verstärkt, da wir glauben, dass die neue Regierung einen marktfreundlichen Kurs fahren wird. Betrachtet man den Spread zwischen der lokalen Kurve (ROMGB) und der externen Kurve (ROMANI) in EUR, so glauben wir, dass in Letzterer mehr Wert zu finden ist angesichts der jüngsten Rallye in lokalen rumänischen Staatsanleihen.
- Serbische Lokalwährungsanleihen erhielten nach der Ankündigung der Aufnahme in den JPMorgan GBI-EM Index zum 30. Juni 2021 einen Schub. Die Gewichtung Serbiens wird auf ca. 33 Basispunkte geschätzt. Die Erhöhung der Benchmarkgröße serbischer Staatsanleihen hat die Liquidität in den letzten Jahren erhöht. Die geplante Fähigkeit zum „Euroclearing“ wird Investoren ohne lokale Clearingmöglichkeiten anziehen und die Liquidität weiter erhöhen.

Fazit

- Einerseits sollte die Wachstumserholung für 2021 noch nicht zu weit in die Zukunft extrapoliert werden. Die am vergangenen Donnerstag veröffentlichten Projektionen des ‚US Congressional Budget Office‘ lesen sich wie eine kalte Dusche. **Angesichts eines US-Staatsdefizits, das in den nächsten 10 Jahren konstant um die 5% des BIP schwanken wird, bleibt unsere Forderung nach einer akkommodierenden Politik der US-FED, einschließlich der fortgesetzten Unterstützung durch den Kauf von Vermögenswerten, bestehen.** Auf der anderen Seite beobachten wir die Biden-Administration genau, wie sie das zukünftige Infrastrukturgesetz diskutiert. Es würde in dem Moment ein unausgereiftes Etikett erhalten, in dem größere Defizit Ausgaben einer korrekten Besteuerung vorgezogen würden, um dieses langfristige Kernprojekt zu finanzieren.
- Der Ruf nach Realismus in Bezug auf das künftige BIP-Wachstum sowie das Wachstumspotenzial der USA könnte darauf hindeuten, dass wir **in die letzten Phasen der Versteilerung der US-Renditekurve eingetreten sind.** Bei einer stabilen Steilheit der 10- bis 30-jährigen US-Renditekurve entspricht unser Maximalziel von 2,25 % einem Niveau von 1,45 % für 10-jährige US-Staatsanleihen. Angesichts eines 5-Jahres-Forward-Niveaus der 5-Jahres-US-Treasury-Rendite von 1,95% fühlen wir uns jedoch bereits wohl, da ein solcher Wert gut mit einer Investition in 10-jährige US-Treasuries bei einer Rendite von 1,21% per vergangendem Freitag korrespondiert.