

DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

Abseits von Zinserhöhungen und QE

Status Quo

- Das Wort „Angst“ unterstreicht die Panik, die am vergangenen Donnerstag die globalen Anleihenmärkte ergriff. Offenbar stand der Auslöser im Zusammenhang mit der wenig erfolgreichen Auktion 7-jähriger US-Treasuries. Anleger erhielten die Papiere zu 1,195 %, nachdem sie kurz vor Abschluss des Bietverfahrens zu 1,15 % gehandelt wurden. Die Auktion fiel nach Händlerangaben um 4 Basispunkte schwächer aus - unvorhergesehen, ungewöhnlich und diskussionswürdig. Die Marktstruktur könnte möglicherweise immer schwächer werden. Tatsache ist, dass eine Auktion „tail“ oder „stop short“ sein kann. Letzteres tritt ein, wenn der Emittent in der Lage ist, unter der Rendite zu emittieren, die kurz vor Abschluss des Neuemissionsprozesses festgestellt wurde. **Als ehemaliger Market-Maker weiß ich, dass Anleihenemissionen sehr unterschiedlich sein können.** In der vergangenen Woche haben wir ein negatives Beispiel erlebt. Aber andere werden auch wieder positiver verlaufen. Das Ende der Woche war von Zinsangst geprägt, 10-jährige US-Anleihen machten eine Kehrtwendung und schlossen bei 1,40 %, nachdem sie am Vortag 1,60 % erreicht hatten und versuchten, ein Gleichgewicht bei 1,50 % zu finden. Anleiheinvestoren müssen am späten Freitag Wertpotenzial gerochen haben, besonders am langen Ende der Renditekurve, wo wir ein hohes Interesse an 30-jährigen Treasuries sahen. Tatsächlich flachte der 10- bis 30-jährige Laufzeitbereich im Laufe der letzten Woche um satte 5 Basispunkte ab! Was geht hier vor sich? Ich werde einen Ausblick wagen über den Zeitpunkt hinaus, an dem die FED beginnen wird, die Zinsen anzuheben und an ihrem QE-Kaufprogramm zu basteln. Das heißt, wir schauen nicht auf Mitte 2023, wenn die Märkte eine erste FED-Anhebung in Richtung 0,25% bis 0,50% fordern. Und auch nicht auf Ende 2021 oder Anfang 2022, wenn die meisten Sell-Side-Strategen davon ausgehen, dass die FED die monatlichen Vermögenskäufe von derzeit 120 Mrd. USD pro Monat reduziert. **Lassen wir alle oben genannten Punkte beiseite und überlegen wir, wie der Anleihenmarkt die US-Renditekurve im März 2026 einpreist.**
- Wir nehmen die nominale US-Treasury-Renditekurve, um die Effekte der Laufzeitriskoprämie und der Inflationsrisikoprämie zu berücksichtigen. Die Sätze für die US-Renditekurve stellen sich wie folgt dar: 1 Monat 0,03%, 1 Jahr 0,07%, 2 Jahre 0,13%, 5 Jahre 0,73%, 10 Jahre 1,40%, 30 Jahre 2,15%. Betrachten wir diese Kurve nun in 5-Jahres-Sicht: 1 Monat 2,07%, 1 Jahr 2,15%, 2 Jahre 2,15%, 5 Jahre 2,12%, 10 Jahre 2,42% und 30 Jahre 2,48%. Dabei sind drei wichtige Botschaften zu verstehen. **Zunächst preist der Anleihenmarkt einen Straffungszyklus der FED von 7 bis 8 Leitzinserhöhungen ein.** Annahmen, dass die FED mit der Nullzins-Politik „verheiratet“ ist, ist ein Trugschluss. Man kann auch davon ausgehen, dass die FED in dem Moment, in dem sie irgendwo zwischen 2023 und 2024 mit Zinserhöhungen beginnt, diese um etwa 1,00 % pro Jahr anheben wird. Nehmen wir einmal an, dass sie die Leitzinsen auf 1,75% bis 2,00% erhöht. Das würde die FED etwa 50

Basispunkte unter ihre aktuelle langfristige Zinsprognose von 2,50 % bringen. Die Pandemie hat jedoch sowohl die Beschäftigungsformel als auch die Globalisierungsformel verändert. Beide könnten letztlich den Leitzins drücken. Wir werden diese strukturellen Faktoren in einem anderen CIO View diskutieren. **Zweitens beobachten wir auf 5-Jahres-Sicht eine ziemlich flache Renditekurve.** Am kurzen Ende, d.h. auf Sicht von 2 Jahren, rechnen wir mit einer Rendite von 2,15 %. Der Optimist stuft dies als „nicht schlecht“ für eine risikofreie Alternative ein. Der Pessimist wird die Inflationsrate abziehen, die im Jahr 2026 vorherrscht. Wenn wir uns die marktbasierenden 5-Jahres-Inflationserwartungen ansehen, wie sie in US-TIPS (inflationgebundenen US-Anleihen) eingepreist sind, rechnen wir mit einer durchschnittlichen Steigerung der Verbraucherpreise von 2,40% in den nächsten 5 Jahren. Das würde auf eine Investition mit einer realen Rendite von -0,25% hinauslaufen. Die Form der Renditekurve offenbart eine weitere Besonderheit. Dem aufmerksamen Leser wird aufgefallen sein, dass die Forward-Renditekurve am 5-Jahres-Punkt invertiert, nämlich bei 2,12%. Das bedeutet, dass die gewichtete Einschätzung aller Teilnehmer uns darüber informiert, dass ein Straffungszyklus in Richtung 2,00 % bereits das Potenzial haben könnte, das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigungsbedingungen zu beeinträchtigen oder die Inflation zu drücken. **Die dritte Botschaft ist, dass die 10- und 30-jährigen Renditen auf einem ähnlichen Niveau liegen!** Mit einer 10-jährigen Rendite von 2,42 % und einer 30-jährigen Rendite von 2,48 % ist die Differenz zwischen dem 10- und 30-jährigen Satz auf 6 Basispunkte geschrumpft. Am vergangenen Freitag schloss die 10/30-jährige Renditedifferenz bei 75 Basispunkten. Haben wir den Höhepunkt der sich verschärfenden Spannung zwischen den 10- und 30-jährigen Renditen am vergangenen Donnerstag bei einem Niveau von 87 Basispunkten erlebt? Bedenken Sie, dass wir in den letzten 44 Jahren drei sehr kurze Phasen beobachtet haben, in denen dieser wichtige Indikator über 100 Basispunkte stieg. Wäre dies der Fall, könnte eine Investition in 30-jährige US-Treasuries oder 30-jährige hochwertige Unternehmensanleihen heute sehr lohnend sein.

- Mittlerweile fragt sich jeder: „Aber wie sieht es in Europa aus?“ Ich habe mich für die Beantwortung dieser Frage für die Renditekurve deutscher Bundesanleihen entschieden, da sie als die ‚wahre‘ risikofreie Renditekurve für die nächsten Jahre anerkannt ist und dies auch so bleiben wird. Auch wenn der EU-Next Generation-Rettungsfonds der Katalysator für die zukünftige risikofreie EU-Anleihe sein wird, sind zu viele Annahmen und Voraussetzungen erforderlich. Die wichtigste stellt natürlich eine glaubwürdige fiskalpolitische Union innerhalb der EU dar. Schauen wir uns wie oben nun die deutsche Renditekurve an. Deren Sätze stellen sich wie folgt dar: 3 Monate -0,623%, 1 Jahr -0,624%, 2 Jahre -0,668%, 5 Jahre: -0,57%, 10 Jahre -0,26% und 30 Jahre 0,19%. Und der Forward für 5 Jahre ist entsprechend folgendermaßen: 3 Monate -0,33%, 1 Jahr -0,31%, 2 Jahre -0,21%, 5 Jahre 0,06%, 10 Jahre 0,22% und 30 Jahre 0,38%. Die drei Botschaften, die sich hier offenbaren, sind aufschlussreich. **Erstens erwartet der Markt, dass die EZB sehr langsam und spät mit einem Zinserhöhungszyklus beginnen wird.** Bei Zinserhöhungsschritten von 10 Basispunkten könnten wir bis 2026 zwei Zinserhöhungen erwarten. Effektiv könnte dies heißen, dass es eine gewisse Wahrscheinlichkeit für einen kompletten „Status quo“ der EZB-Politik in den nächsten 5 Jahren gibt. **Zweitens flacht die Kurve ebenfalls ab, wie oben für die US-Renditekurve beschrieben.** Allerdings sind die Ausschläge im deutschen Abflachungsprozess geringer als in den USA. Dies deutet auf die Einzigartigkeit bzw. den starken Status hin, den die deutsche Renditekurve für Staatsanleihen genießt. Es handelt sich um den „Flucht-in-Sicherheit“-Anleihenmarkt par excellence. Investoren sehen Bundesanleihen als „Versicherungsinstrument“. Deshalb ist es Teil des Versicherungspakets, negative Renditen in

Kauf zu nehmen. **Und drittens die Niveaus der 10- und 30-jährigen deutschen Renditen.** Unsere Gedanken schweifen zur japanischen Situation. Wenn man bedenkt, dass die japanischen Leitzinsen bei -0,10% eingefroren sind, passen 10-jährige japanische Staatsanleihen mit 0,15% bzw. +0,75% bei 30-jährigen Papieren gut zu den EZB-Leitzinsen um -0,30% und den oben genannten 0,22% und 0,38% bei 10- bzw. 30-jährigen Bundesanleihen im Jahr 2026.

Bewertungen

- **Die US-Renditekurve hat sich in der letzten Woche aggressiv abgeflacht.** Da der Markt diesen Modus für die nächsten 5 Jahre einfordert, sind weitere Wochen mit einer solchen Entwicklung zu erwarten. Ein Großteil des Ausverkaufs fand im Bereich der 5- bis 7-jährigen Laufzeiten statt. Die 5-Jahres-Renditen stiegen um 15 Basispunkte und schlossen bei 0,73 %, die 7-Jahres-Laufzeit stieg ebenfalls um 15 Basispunkte und schloss bei 1,12 %. 10-jährige US-Treasuries stiegen nur um 6 Basispunkte und schlossen bei 1,40 %. Die große Überraschung lieferte die 30-jährige Anleihe, die nur um 2 Basispunkte zulegte und bei 2,15 % schloss. Inflationsgebundene Anleihen verhielten sich in ähnlicher Weise, die reale Renditekurve flachte sich synchron ab. Die Inflationserwartungen zeigten sich widerstandsfähig.
- **Der Index für europäische Staatsanleihen verlor in der letzten Woche des Monats weiter an Boden.** Der Februar verzeichnete vier negative Renditewochen in Folge. Wenn wir den März 2020 nicht mitzählen, müssen wir bis zum berüchtigten Value-at-Risk-Schock bei Bundesanleihen zwischen Ende April und Ende Juni 2015 zurückgehen, um einen schlechteren Monat in Bezug auf den ‚Total Return‘ zu finden. Im Februar haben EUR-Staatsanleihen 1,89% verloren und seit dem 1. Januar insgesamt 2,57% abgegeben. 10-jährige Bundesanleihen haben die vergangene Woche mit einem Rückgang von akzeptablen 5 Basispunkten bei -0,26 % abgeschlossen. Die 10-jährigen italienischen Renditen verdauten die erhöhte Volatilität weniger gut und stiegen um 14 Basispunkte auf 0,76%. Staatsanleihen Spaniens und Portugals hielten sich wesentlich besser und stiegen um 7 bzw. 6 Basispunkte auf +0,42 % bzw. +0,31 %.
- **Europäische Investment-Grade (IG)-Unternehmensanleihen brachen unter dem Anstieg der Volatilität ein.** Im Allgemeinen gedeiht dieser Anleihensektor unter Marktbedingungen niedriger Volatilität. Daher ging die Wertentwicklung im Laufe der Woche um weitere 40 Basispunkte zurück und verzeichnete ein Ergebnis von -1,10 %. **Die höhere Volatilität holte auch europäische Hochzinsanleihen ein, die im Wochenverlauf 45 Basispunkte einbüßten.** Dennoch konnten sie ihre Gewinne mit +1,01% seit Jahresanfang gut halten. Es scheint, als ob die Staatsanleihenmärkte die Show dominieren und die Spread-Instrumente zuschauen, wie die Show läuft.
- **Anlagen in Schwellenländern (EM) wurden durch den Anstieg der US-Volatilität erschüttert.** Der JPM EMBIG-Index für Hartwährungs-Staatsanleihen fiel um 1,60%, trotz stabiler Spreads (+1bp) gegenüber US-Treasuries. Der JPM GBI-EM-Index verlor auf USD-Basis 1,34%, wobei -0,96% auf die lokale Rendite-Komponente entfielen. Auf EUR-Basis war die Wochenperformance sogar noch negativer (-2,33%), angesichts eines widerstandsfähigen Euros. Seit Beginn 2021 fiel der Index um 2,95 %.

- Die Rendite des Lokalwährungsindex stieg um 19 Basispunkte auf 4,66 %. Der JPM EMCI-Index für Schwellenländerwährungen verlor 1,61% in USD (-2,67% in EUR). Größte Verlierer waren Märkte mit hohem Beta wie die Türkei (-5,93% in EUR), Brasilien (-2,56%) und Mexiko (-2,47%). Nach den Abflüssen der letzten Woche kehrten die Zuflüsse in Schwellenländer-Anleihenfonds zurück, insbesondere in solche für lokale Schuldtitel (1,8 Mrd. USD), während die Zuflüsse in Hartwährungsfonds nahezu unverändert blieben. Der Primärmarkt ist nach wie vor offen, wobei vor allem Serbien- und Kroatien-Transaktionen in EUR ein ordentliches Interesse auf sich zogen (> 3,2 Mrd. EUR bzw. 6,4 Mrd. EUR).
- Wir begannen das Jahr mit einem ‚bullischen‘ Ausblick für Schwellenländerwährungen und einer eher neutralen Haltung gegenüber den Renditen von Staatsanleihen der Emerging Markets aufgrund der starken Durationsgewinne des letzten Jahres und der niedrigen Leitzinsen. Die Volatilität der US-Renditen hat die Renditen der Schwellenländer eindeutig unter Druck gesetzt. In jüngster Zeit begann der Anstieg der US-Realrenditen die Währungen der aufstrebenden Staaten zu belasten. Konzentrieren wir uns jedoch auf das positive mittelfristige Bild der globalen Wachstumserholung, das zyklische Anlagen unterstützen wird. Es mutet seltsam an, dass die Währungen im Allgemeinen und die der rohstoffexportierenden Länder im Besonderen die Erholung der globalen Rohstoffpreise unterdurchschnittlich widerspiegeln. Auch wenn dies auf einen strukturell niedrigeren Wachstumsausblick in diesen Ländern zurückzuführen sein könnte, passt es nicht zu den positiven wirtschaftlichen Überraschungen in den Schwellenländern und der Wertentwicklung der Aktienmärkte der rohstoffproduzierenden Länder. Das schlechtere COVID-19-Management könnte eine Erklärung liefern. Eine Chance für die zukünftige Performance könnte daher in einem Abklingen der Krise im Laufe des zweiten Halbjahres liegen.
- Vorerst müssen wir feststellen, dass paradoxerweise sowohl die Renditen der Staatsanleihen als auch die Währungen der Schwellenländer aufgrund der positiven Wachstumsaussichten in den USA gelitten haben. **Wir möchten in diesem Zusammenhang auf einen interessanten Bericht des IWF mit dem Titel „The Great Divergence“ hinweisen. Darin heißt es, dass die Pandemie „nirgendwo vorbei ist, bis sie überall vorbei ist. Eine koordinierte Anstrengung, um die Gesundheitskrise für alle zu beenden, sollte die Verfügbarkeit von Impfstoffen für ärmere Länder beschleunigen“.**
- Südafrika legte am Mittwoch einen investorenfreundlichen Haushalt vor und signalisierte damit eine Änderung der Haushaltspolitik, die sich künftig auf positive Primärdefizitziele konzentriert. Außerdem könnten die veröffentlichten Zahlen zu einem reduzierten Tempo der wöchentlichen Auktionen führen. Die guten Nachrichten wurden jedoch vorweggenommen und die enorme Rallye von 40 Basispunkten über den gesamten Laufzeitenbereich hinweg war nur von kurzer Dauer. Nachdem die Volatilität der US-Renditen einsetzte, beendeten die Renditen die letzte Woche auf höheren Niveaus.

Fazit

- **Heute sollten wir mehr denn je die Relevanz und Bedeutung des kurzfristigen Erfolgs an den Finanzmärkten in Form der Vorhersage von Marktentwicklungen auf 6- bzw. 12-Monatssicht bzw. der Erzielung kurzfristiger Gewinne hinterfragen.** Die Finanzmärkte suchen diesbezüglich nach ungesunden Grenzen. Die Große Finanzkrise von 2008/2009 wurzelte in den Exzessen bei strukturierten Anleihenlösungen mit Bezug auf Hypotheken und Krediten. Wird die nächste Finanzkrise ihre Wurzeln in den Exzessen haben, die durch strukturierte Aktienlösungen repräsentiert werden, wie die neuartigen ‚Special Purpose Acquisition Companies‘ (SPACs) oder Nischen-ETFs – sei es mit oder ohne Leverage?
- Unser Ausblick über 5 Jahre für die Kernrenditekurven der USA und Deutschlands lädt Investoren zum **Nachdenken, Innehalten und zur Verbesserung der Entscheidungsfindung in Zeiten ein, in denen die Stimmung oft die Oberhand gewinnt.** Die Zukunft wird für Anleiheninvestoren herausfordernd sein, aber nicht in dem Maße, dass Flucht aus der Anlageklasse mehr Trost bieten würde. Ganz im Gegenteil.