

Zurück aus dem Sommer

Die Kernthemen für die globalen Anleihemärkte

Jim Leaviss, Fondsmanager

September 2021



Wie ist die Lage auf den globalen Anleihemärkten? Dieser Frage geht Fondsmanager Jim Leaviss auf den Grund. Der CIO von M&G Public Fixed Income erörtert einige der wichtigsten Themen, von denen die Stimmung für den Rest des Jahres abhängen dürfte – und darüber hinaus.

Der Wert der Vermögenswerte des Fonds und die daraus resultierenden Erträge können sowohl fallen als auch steigen. Dies führt dazu, dass der Wert Ihrer Anlage fallen und steigen wird. Es gibt keine Garantie dafür, dass der Fonds sein Ziel erreichen wird, und Sie bekommen möglicherweise weniger zurück, als Sie ursprünglich investiert haben.

„Tapering“: Mögliche Kursverschärfung der Zentralbanken rückt in den Mittelpunkt

Wann läuten die Notenbanken das Ende der Kaufprogramme ein? Diese Frage nach dem „Tapering“ bleibt das beherrschende Thema an den weltweiten Anleihemärkten. Die jüngsten Äußerungen der US-Notenbank Fed deuten auf eine Verlangsamung der Anleihekäufe zum Jahresende hin. Dazu trägt die Erholung auf dem US-Arbeitsmarkt bei. Etwa die Hälfte der – während der COVID-19-Pandemie – gestrichenen Stellen ist wieder verfügbar. Die US-Arbeitslosenquote liegt damit bei knapp über 5 % – deutlich unter den 6,9 % im Jahr 2013, als die Kaufprogramme angekündigt wurden. Unter normalen Umständen würde das für die US-Wirtschaft nahezu einer Vollbeschäftigung entsprechen.

Eine Reihe von Fed-Vertretern hat sich besorgt über Gefahren für die Finanzstabilität gezeigt, die aus einer übermäßigen Risikobereitschaft der Anleger entstehen. Investoren greifen auf der Suche nach besseren Renditen zu höher verzinsten Titeln. Vieles deutet darauf hin, dass die Verlangsamung des Kaufprogramms im November oder Dezember dieses Jahres einsetzen wird: Mit dem Ziel, es bis Ende 2022 vollständig zu beenden. Und die erste Zinserhöhung? Die Punktegrafik („Dot Plots“) der Fed deutet darauf hin, dass es wahrscheinlich im Jahr 2023 so weit sein wird. Der Futures-Markt allerdings ist etwas aggressiver. Er preist die erste Erhöhung für die zweite Jahreshälfte 2022 ein.

Trotz der Aussicht auf eine gestraffte Geldpolitik bewegten sich die Staatsanleiherenditen in diesem Jahr relativ wenig. Von einer Wiederholung des „Taper Tantrums“ im Jahr 2013 ist jedenfalls nichts zu sehen. Damals waren die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen um rund 120 Basispunkte nach oben geschossen. Ende des Jahres 2013 hatten sie einen Höchststand von 3 % erreicht. Gegenwärtig liegen ihre Renditen bei etwa 1,3 %. Damit haben sie sich ein Stück weit vom Höchststand zu Beginn des Jahres entfernt, als die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen 1,75 % betrug.

Abbildung 1. Die Renditen von Staatsanleihen haben sich in diesem Jahr bisher relativ wenig bewegt

2021 Bisheriger Jahresverlauf**2013 Taper Tantrum**

Die frühere Wertentwicklung stellt keinen Hinweis auf die künftige Wertentwicklung dar.

Quelle: Bloomberg, 31. August 2021.

Warum sind die Renditen dieses Mal nicht gestiegen? Dafür gibt es verschiedene Gründe. Der Hauptfaktor ist wahrscheinlich die rasche Ausbreitung der COVID-19-Delta-Variante in den USA und Teilen Asiens. Dies scheint sich bereits auf die jüngsten Wirtschaftsdaten auszuwirken: So ist etwa das Vertrauen der US-Verbraucher gesunken, und die Einzelhandelsumsätze in China fielen schwächer aus als erwartet. Fed-Beobachter werden daher in den Herbstmonaten genau auf weitere Anzeichen einer wirtschaftlichen Verschlechterung oder eines verstärkten Infektionsgeschehens achten.

Inflation: vorübergehend oder anhaltend?

Die Inflationsaussichten sind ein weiteres zentrales Gesprächsthema. Ist der jüngste Anstieg der Verbraucherpreise ein vorübergehendes Phänomen? Oder ein dauerhaftes? Die Meinungen sind nach wie vor geteilt. Meiner Einschätzung nach wirken die strukturellen Triebkräfte weiter, die die Inflation über viele Jahre hinweg niedrig gehalten haben: etwa Demografie, Globalisierung und Technologie. Dennoch denke ich, dass Anleger zum ersten Mal seit vielen Jahren Vorsicht walten lassen sollten.

Die Inflation in den USA liegt seit mehreren Monaten deutlich über dem Zielwert. Die Verbraucherpreise steigen derzeit auf Jahressicht um über 5 %. Dies ist zum Teil ganz klar auf vorübergehende Faktoren zurückzuführen. Dazu gehören Basiseffekte und die Gebrauchtwagenpreise – diese sind gestiegen, da es weltweit Lieferengpässe bei Computerchips für den Automobilbau gibt. Doch vieles spricht dafür, dass die Inflation zumindest für den Rest des Jahres über dem Zielwert liegen könnte. Für Aufwärtsdruck dürfte besonders die angespannte Lage auf dem US-Arbeitsmarkt sorgen. Der JOLTS-Bericht („Job Openings and Labour Turnover Survey“) zeigt: Am letzten Arbeitstag im Juli waren in den USA 10,9 Millionen Stellen unbesetzt. Der typische Wert liegt bei nur rund 5,0 Millionen.

Wir könnten also bald an dem Punkt ankommen, an dem die Fed ihr symmetrisches Inflationsziel erreicht hat. Denn die hohen Inflationsraten dieses Jahres könnten die niedrige Inflation des Vorjahres vollständig ausgleichen. Dies ist ein weiterer Faktor, durch den die Rufe nach steigenden Zinssätzen lauter werden könnten.

Abbildung 2. Entwicklung der Inflation seit 1970

US-Verbraucherpreisindex jährlich, %

Quelle: Bloomberg, 31. Juli 2021 (letzter verfügbar).

Großbritannien: eine „bescheidene Straffung“ könnte notwendig sein

Auch im Vereinigten Königreich wird das Thema „Tapering“ aufmerksam verfolgt. Die Bank of England überraschte die Märkte kürzlich mit einer Ankündigung: Der Bestand an Vermögenswerten könnte abgeschmolzen werden, indem fällig werdende britische Staatsanleihen nicht mehr durch Nachkäufe ersetzt werden – und zwar schon ab einem Zinsniveau von 0,5 %. Zuvor war man von einem Niveau von rund 1,5 % ausgegangen. Daher könnte eine Straffung der britischen Geldpolitik viel früher einsetzen als bisher angenommen. Die Märkte haben eine erste Zinserhöhung für die zweite Hälfte des Jahres 2022 eingepreist. Noch überraschender ist eine andere Ankündigung der Notenbank: Danach würde sie den Verkauf von britischen Staatsanleihen (Gilts) erwägen, sobald die Zinsen auf 1,0 % angehoben werden. Dies hat eindeutig Folgen für die Gilts-Märkte. Wie bei den Staatsanleihen sind die Renditen allerdings nur relativ geringfügig gestiegen. 10-jährige Gilts bringen derzeit Erträge von rund 0,7 %.

Europa: ein neues Inflationsziel mit Klärungsbedarf

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat unter ihrer neuen Präsidentin Christine Lagarde kürzlich ihr Inflationsziel geändert: von „unter, aber nahe 2 %“ auf exakt 2 %. Bedeutet das ein flexibles durchschnittliches Inflationsziel? Darf die Inflation also eine Zeit lang über dem Ziel liegen, um eine frühere Phase mit niedriger Inflation auszugleichen? Dazu hat die EZB derzeit eher gemischte Aussagen gemacht. Eine Reihe von Ratsmitgliedern legt eine sehr strikte Haltung an den Tag. Der Präsident der Deutschen Bundesbank, Jens Weidmann, etwa warnte davor, die Zinssätze zu lange niedrig zu halten. Dies berge die Gefahr, die Inflation anzukurbeln. Weidmann forderte zudem die Rückführung des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Und dies, obwohl andere Mitglieder sich besorgt über eine vorzeitige Abschaffung dieses COVID-19-Stimulierungsprogramms der EZB geäußert haben. Die EZB kündigte auf ihrer geldpolitischen Sitzung im September eine moderate Verlangsamung der PEPP-Käufe an. Doch wirkliche Entscheidungen über die Zukunft des Programms sollen offenbar erst in späteren Sitzungen fallen. Insgesamt kann man sich des Eindrucks nicht erwehren: Die EZB muss noch mehr Arbeit leisten, um ihre geldpolitische Strategie für die Zeit nach der Pandemie zu (er)klären.

Kreditmarkt: freundliches Umfeld, aber ausgereizte Bewertungen?

Das Umfeld ist derzeit günstig für risikobehaftete Anlagen wie Aktien und Kreditmittel. Rund 85 % der Unternehmen haben bei den letzten Gewinnmeldungen die Schätzungen übertroffen. Ein weiterer positiver Faktor sind die niedrigen Renditen der Staatsanleihen. Angesichts dessen haben ertragsuchende Anleger in risikoreichere Titel investiert. Dies hat dazu beigetragen, dass die Kreditaufschläge wieder auf dem Niveau vor der COVID-19-Pandemie angekommen sind – sowohl auf den Märkten für Investment-Grade-Titel als auch im Hochzinsbereich.

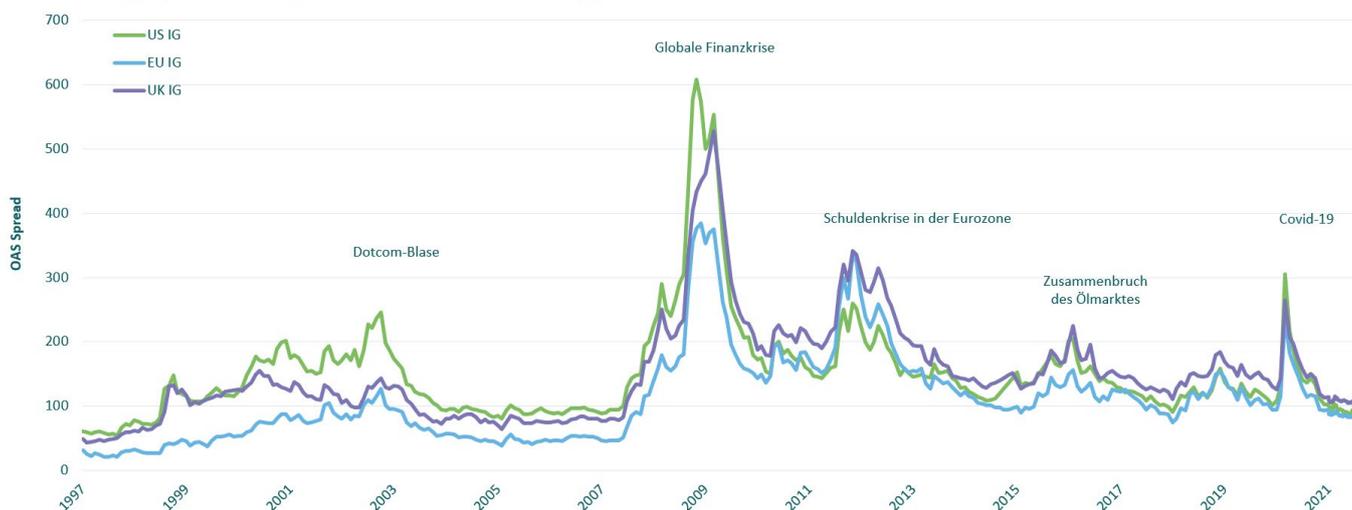
Dabei räume ich ein, dass die Ausfallraten bei Unternehmen wahrscheinlich sehr niedrig bleiben werden. Dafür sprechen das starke Wirtschaftswachstum und die anhaltende staatliche Unterstützung. Doch fällt es mir insgesamt schwer, auf dem

derzeitigen Niveau bei Kredittiteln gute Entwicklungsmöglichkeiten zu sehen. Ich möchte auch auf einige erste Anzeichen für eine Verschlechterung zentraler Kennzahlen hinweisen. Dazu gehört etwa ein schleichender Anstieg des Verhältnisses von Verschuldung und Erträgen (Debt-to-Earnings-Ratio). Außerdem ist fraglich, ob die Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes die höheren Materialkosten in vollem Umfang weitergeben können. Dies könnte sich auf die Gewinnspannen auswirken. Unter dem Strich sehe ich im Kreditbereich weiterhin interessante Segmente. Ich bin aber überzeugt, dass Anleger zunehmend selektiv vorgehen sollten.

Abbildung 3. Die Preise im Kreditbereich scheinen perfekt ausbalanciert zu sein

Indizes für Investment-Grade-Unternehmensanleihen – Kredit Spreads

Was uns die Vergangenheit über die Spreads von Unternehmensanleihen zeigt



Ein Index wird nicht verwaltet und ist nicht für Direktanlagen verfügbar. Die Informationen können sich ändern und stellen keine Garantie für zukünftige Ergebnisse dar.

Quelle: Bloomberg, ICE Bank of America Indizes, 31. August 2021.

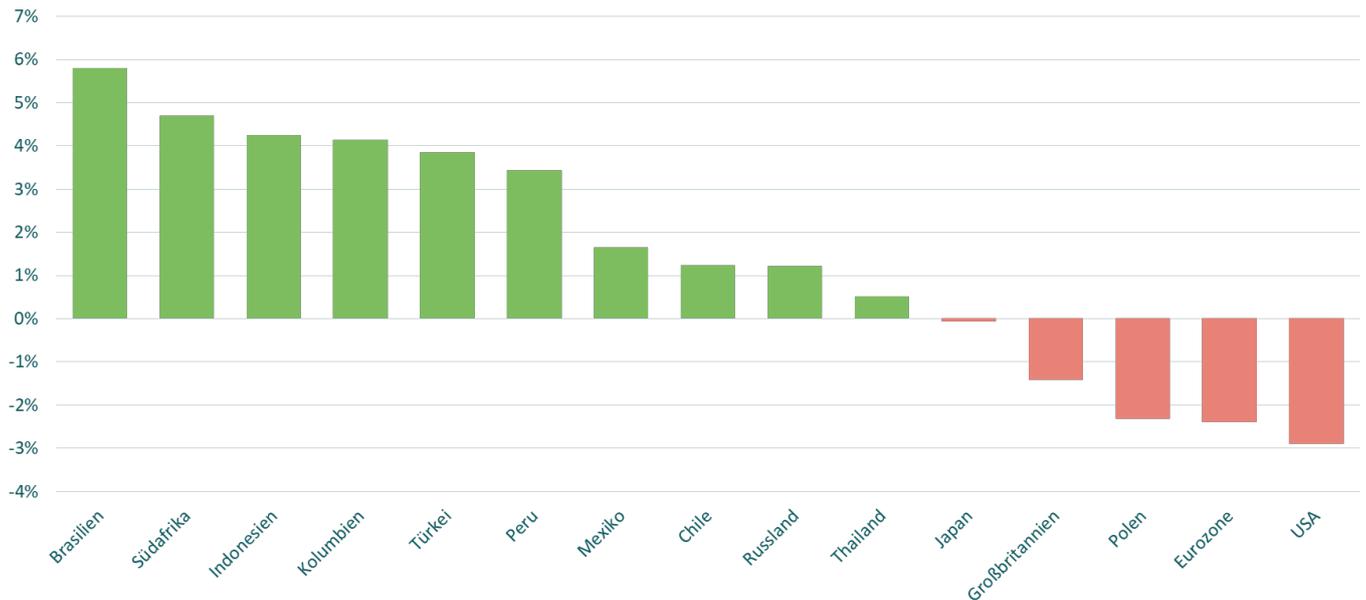
Schwellenländer: mehrere Gegenwinde im Jahr 2021

Man kann mit Fug und Recht behaupten, dass die Schwellenländer-Anleihen bisher ein schwieriges Jahr 2021 hinter sich haben. Die Anlageklasse hatte mit verschiedenen Gegenwinden zu kämpfen. Dazu gehörten ein stärkerer US-Dollar und das pandemiebedingte Abflauen des Welthandels. In jüngster Zeit kam die Ausbreitung der Delta-Variante des COVID-19-Virus in Teilen Asiens hinzu. Darüber hinaus gab es eine Reihe geopolitischer Probleme: von den Unruhen in Südafrika bis hin zu den wachsenden politischen Spannungen zwischen China und Taiwan. All dies führte zu starken Kursverlusten bei einer Reihe von Währungen aus Schwellenländern und zu höheren Kreditaufschlägen bei Hartwährungsanleihen.

Dennoch ist dies ein Bereich des Rentenmarktes, der meines Erachtens weiterhin Potenzial hat. Die Anlageklasse bietet nach wie vor vergleichsweise hohe reale Renditen. Zudem stehen viele Schwellenländer meiner Ansicht nach besser da als die Industrieländer: zum Beispiel mit Blick auf ihre längerfristigen Wachstumsaussichten und die Verschuldung im Verhältnis zum BIP. Zudem werden Schwellenländer oft als homogene Anlageklasse angesehen. Tatsächlich jedoch gibt es eine erhebliche Streuung, da die einzelnen Länder sehr unterschiedliche Wachstumstreiber haben. Dies bietet meiner Meinung nach zahlreiche interessante Anlagechancen.

Die Anlage in Schwellenmärkten ist mit einem größeren Verlustrisiko verbunden, unter anderem aufgrund höherer politischer, steuerlicher und wirtschaftlicher Risiken, Wechselkursrisiken und aufsichtsrechtlicher Risiken. Es kann Probleme beim Kauf, Verkauf, der Verwahrung oder Bewertung von Anlagen in diesen Ländern geben.

Abbildung 4. Realrenditen in den Schwellenländern bleiben insgesamt höher als in den Industrieländern



Die frühere Wertentwicklung stellt keinen Hinweis auf die künftige Wertentwicklung dar.

Realrendite: Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen abzüglich der erwarteten Inflation

Quelle: Bloomberg, 31. August 2021.

M&G

September 2021



Das vorliegende Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Andere Personen sollten sich nicht auf die hierin enthaltenen Informationen verlassen. Die Weiterleitung dieses Dokuments in oder von der Schweiz aus ist nicht zulässig, mit Ausnahme der Weitergabe an Qualifizierte Anleger („Qualifizierte Anleger“) im Sinne des Schweizerischen Kollektivanlagengesetzes, der Schweizerischen Kollektivanlagenverordnung und des entsprechenden Rundschreibens der Schweizerischen Aufsichtsbehörde. Ausschließlich für den Gebrauch durch den ursprünglichen Empfänger bestimmt (vorausgesetzt dieser ist ein Qualifizierter Anleger). Diese Finanzwerbung wird herausgegeben von M&G International Investments S.A. Eingetragener Sitz: 16, boulevard Royal, L 2449, Luxembourg.

617001