

Global Fixed Income Views

Themen und Auswirkungen der „Investment Quarterly“-Sitzung der Global Fixed Income, Currency & Commodities Group

3. Quartal 2021

AUTOR



Robert Michele
Global Head of Fixed Income,
Currency & Commodities und
Co-Leiter des Asset Management
Investment Committee

ZUSAMMENFASSUNG

- Während die Zentralbanken ihre ultralockere Geldpolitik weiterführen und die Konjunktur langsam heißläuft, bleibt unser Basisszenario das Wachstum über Trend, dem wir weiterhin eine Wahrscheinlichkeit von 90 % beimessen. Ein Rezessions- oder Krisenszenario schätzen wir weiterhin mit 5 % ein. Wir sehen aktuell nur eine äußerst geringe Gefahr, dass ausreichend Inflationsdruck entsteht, um eine aggressive geldpolitische Reaktion mit globalem Rezessionspotenzial auszulösen, oder dass Virusvarianten zu erneuten Lockdowns führen.
- Die Inflationsentwicklung ist ein komplexes Thema geworden, dem viele wechselseitige Überlegungen zugrunde liegen. Unser Fazit: Da die strukturellen Faktoren zugunsten einer langfristigen Stagnation infrage gestellt werden, glauben wir, dass die Zeit der strukturell niedrigen Inflation möglicherweise vorbei ist.
- Da von der US-Notenbank (Fed) vor Jahresende kein Kurswechsel zu erwarten ist, deutet die Terminkurve für 10-jährige US-Staatsanleihen auf eine Renditespanne von 1,5 % bis 2,0 % hin. Auch wenn negative Realrenditen bei zunehmendem Wachstum und erhöhter Inflation ein gewisses Enttäuschungspotenzial bergen, bleiben dies vorerst die Rahmenbedingungen, die uns die Zentralbanken vorgeben.
- US- und europäische Hochzinsanleihen, Bankdarlehen und Capital Notes von Banken sind unsere bevorzugten Anleihssegmente. Außerdem sehen Kommunalanleihen mit niedrigerem Rating, verbriefte Kredite und – sofern die Kapitalströme in die Schwellenländer zurückkehren – Schwellenländerwährungen interessant aus. US-Staatsanleihen und hypothekenbesicherte Agency-Papiere sind derzeit unsere am wenigsten bevorzugten Segmente.

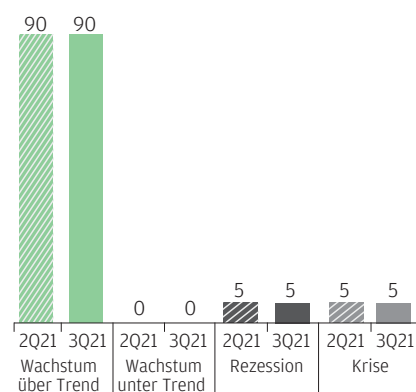
ZU EINFACH

Als wir uns zum *Investment Quarterly (IQ)* im Juni trafen waren wir durchaus überrascht, wie unkompliziert sich das aktuelle Quartal entwickelt hatte. Unsere Risikobereitschaft wurde zwar belohnt, aber Tatsache ist, dass sich mehr oder weniger der gesamte Anleihenmarkt und auch alle anderen Anlageklassen in den letzten drei Monaten verteuert haben. Das gilt sogar für US-Staatsanleihen, deren Rendite etwas nachgab. Die wirksame Kombination aus kontinuierlichen Fiskalimpulsen und einer lockeren Geldpolitik wurde durch eine weitaus erfolgreichere Impfkampagne, als wir im März vermutet hatten, noch zusätzlich unterstützt. Aus unserer Sicht befinden wir uns in der Anfangsphase einer breit angelegten, weltweiten Wiedereröffnung der Wirtschaft, die bis 2022 andauern wird.

Angesichts der gewaltig gestiegenen Wachstums- und Inflationszahlen stellte sich natürlich die Frage: „Was denken sich die Zentralbanken dabei?“ Während die geldpolitischen Entscheidungsträger diese Entwicklungen als einen vorübergehenden Trend einordneten, fühlten sich einige von uns an die Offenmarktausschüsse der 1970er Jahre erinnert. Wurden die Ölpreissteigerungen damals auch als „vorübergehend“ bezeichnet? Im Nachhinein war die Ölkrise nicht von Dauer, dennoch löste sie zweifelsohne eine Neubewertung an den Anleihenmärkten aus.

In einem Großteil unserer Diskussionen ging es entsprechend um die Inflation. Die Inflationsentwicklung ist ein weitaus komplexeres Thema als die simple Einschätzung, ob es aktuell sich um ein temporäres Phänomen handelt. Es geht vielmehr um die Überlegung, ob wir am Beginn einer neuen Reflationsphase stehen, oder es wir zu einer langfristigen Stagnation zurückkehren. Obwohl alle beklagten, wie teuer unsere bevorzugten Märkte geworden sind, war noch niemand bereit, die Gewinne mitzunehmen.

WAHRSCHEINLICHKEIT DER UNTERSCHIEDLICHEN SZENARIEN (%)



Quelle: J.P. Morgan Asset Management.
Die Einschätzungen entsprechen dem Stand vom 9. Juni 2021.

MAKROÖKONOMISCHER HINTERGRUND

Während die globale Wachstumsdynamik möglicherweise ihren Höhepunkt erreicht hat, gehen wir davon aus, dass sich die Produktionslücke in den USA zur Jahresmitte schließen wird. Das US-BIP wird 2021 voraussichtlich um 6,8% und 2022 um 5,1% zulegen. Das globale BIP-Wachstum dürfte 2021 bei 6,4% und 2022 bei 4,8% liegen. Unberechenbare Faktoren, die den Wachstumstrend verändern könnten, könnten die Wirksamkeit der Impfstoffe gegen neue Virusmutanten (als potenzieller Abwärtsdruck) und das Ausmaß der vom Kongress ausgehenden fiskalischen Anreize (als Aufwärtsdruck) sein.

Zugegebenermaßen stand die Betrachtung des Wachstums aktuell jedoch im Schatten der Inflationsdebatte. Die Frage, ob sich die steigenden Inflationsdaten tatsächlich als vorübergehend erweisen werden, wurde leidenschaftlich diskutiert. Wir sehen, dass es Lieferengpässe gibt, weil die Nachfrage nach langlebigen Gütern die aktuellen Lagerbestände übersteigt und die Beschäftigten erst allmählich wieder an ihren Arbeitsplatz zurückkehren. Der Mangel an Arbeitskräften hat die Situation noch verschärft, wobei hier mehrere Faktoren zusammenkommen.

Während die verbesserte Arbeitslosenunterstützung in der Presse viel Beachtung fand, gibt es noch andere Aspekte, die die Beschäftigung beeinflussen: Probleme mit der Kinderbetreuung, Geschwindigkeit des Impftempos und gewisse zeitliche Sachzwänge, wie schnell die Unternehmen den Betrieb wieder aufnehmen können. Bei einem monatlichen Stellenzuwachs von 500.000 Arbeitsplätzen könnte es 15 Monate dauern, bis die Beschäftigungszahlen wieder auf dem Stand vor der Pandemie sind. Die Konjunkturerholung wird also noch länger anhalten, sodass die Nachfrage im Zuge des wirtschaftlichen Neustarts kontinuierlich steigen dürfte; ein erhöhtes Angebot sollte letztendlich dafür sorgen, diesen Bedarf zu decken. Die Wirtschaftsbereiche, die von der Pandemie schwerer betroffen waren und besonders auf die Wiedereröffnung angewiesen sind (etwa Hotels, Flugpreise, Restaurants, Gebraucht-, Neu- und Mietwagen etc.), unterliegen aktuell tatsächlich dem größten Inflationsdruck.

Dies führte uns zu einer erneuten Analyse der allgemein anerkannten Gründe für eine langfristige Stagnation: Technologie, Globalisierung, Demografie und Inflationserwartungen. Lediglich die Technologie scheint ein fortwährender Treiber des Inflationsrückgangs zu sein. Die Globalisierung schwächte sich in den vergangenen zehn Jahren ab und der Welthandel in Prozent des BIP wächst nicht mehr. So sind die Inflationserwartungen sowohl auf globaler Ebene als auch im Hinblick auf die Industrieländer gestiegen. Eine Wende scheint sich auch bezüglich des Narrativs zur Demografie abzuzeichnen. Inzwischen ist man sich darüber einig, dass weltweit die alternde Gruppe der „Baby Boomer“ Generation mehr spart und weniger ausgibt. Wir beobachten indes eine Trendkorrelation zwischen dem globalen Abhängigkeitsverhältnis und der weltweiten Inflation. Oder anders ausgedrückt: Weniger Arbeitskräfte, die eine wachsende Zahl an Rentnern finanzieren müssen, werden wahrscheinlich höhere Löhne verlangen.

Zuletzt haben wir den Schuldenüberhang ins Gespräch gebracht: Wird die Höhe der weltweiten Verschuldung das globale BIP abschwächen, wenn der Schuldendienst den produktiven Kapitaleinsatz überfordert? Angesichts der niedrigen Finanzierungskosten waren wir nicht der Meinung, dass sich daraus ein eigener disinflationärer Gegenwind ergeben wird.

Zusammengefasst: Die strukturellen Faktoren, die die langfristige Stagnation begünstigen, werden zu einem Zeitpunkt infrage gestellt, in dem sich die moderne Geldtheorie (Modern Monetary Theory, MMT) als akzeptiertes und effektives Instrument für politische Entscheidungsträger etabliert hat. Die Zeit der strukturell niedrigen Inflation ist möglicherweise vorbei.

SZENARIO-ERWARTUNGEN

Ein Wachstum über Trend bleibt unser Basisszenario, das wir mit 90%, also sehr hoher Wahrscheinlichkeit, erwarten. Die Zentralbanken verfolgen nach wie vor eine ultralockere Geldpolitik. Betrachtet man dies im Zusammenhang mit der Aussicht auf zusätzliche fiskalische Anreize durch die USA, so wird sich die Wiedereröffnung der Wirtschaft entsprechend intensivieren. Regierungen, Unternehmen und Privathaushalte haben ihre finanzielle Situation durch preiswerte Kredite und/oder Fiskaltransfers aufgebeßert.

Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession und Krise schätzen wir weiterhin mit jeweils 5% ein. Dass die steigende Inflation an einen Punkt führt, der eine aggressive geldpolitische Reaktion auslöst und die Weltwirtschaft aufgrund eines akuten Mangels an Liquidität in eine Rezession stürzt, bleibt nach wie vor eine Möglichkeit. Selbstverständlich sind auch die Virusmutationen weiterhin eine allgegenwärtige Gefahr, die weitere globale Lockdown-Maßnahmen und Krisen auslösen könnte. Diese Faktoren scheinen allerdings sehr, sehr geringe Extremrisiken darzustellen.

Die Wahrscheinlichkeit eines Wachstums unter Trend haben wir bei 0% belassen. Die politischen Entscheidungsträger sind nach wie vor bereit, die Wirtschaft heiß laufen zu lassen. Damit ist alles gesagt.

RISIKEN

Die Zentralbanken haben uns alle auf eine magische Reise - oder ist es ein Experiment - mitgenommen: Nach Jahrzehnten der Disinflation sind die Währungshüter bereit, über den Wachstumsschub und Inflationsdruck hinwegzusehen und beides als eine vorübergehende Entwicklung zu betrachten. Was ist, wenn sie falsch liegen und sowohl Kostendruck als auch Preismacht eine langfristige Umkehr vollzogen haben? Die Generationen X und Y werden allmählich zur dominierenden Bevölkerungsgruppe, und welchen Mustern ihr Ausgabenverhalten folgt, wird sich erst noch zeigen. Jeder Monat, der mit der Selbstzufriedenheit der Zentralbanken verstreicht, erhöht die Gefahr, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger später weitaus aggressiver eingreifen müssen, um Liquidität zu entziehen. Darauf sind die Märkte nicht vorbereitet.

Wir haben versucht, alternative Risiken (Virusmutanten usw.) zu konstruieren, waren jedoch der Ansicht, dass man diesen Risiken mit mehr MMT und Fiskaltransfers begegnen würde.

FOLGEN FÜR DIE STRATEGIE

Die Fed dürfte vor Jahresende kaum bereit sein, die Geldpolitik zu ändern. Ein Blick auf die Terminkurve zeigt, dass 1,5% bis 2,0% eine angemessene Renditespanne für 10-jährige US-Staatsanleihen darstellt. Es mag unerfreulich sein, negative Realrenditen in Kauf zu nehmen, während sich das Wachstum ausdehnt und die Inflationsraten steigen, aber das sind die Rahmenbedingungen, die uns die Zentralbanken vorgeben.

Wir alle würden Anleihen lieber zu günstigeren Preisen kaufen, was aber wahrscheinlich nicht möglich sein wird, weil sich die Fundamentaldaten weiter verbessern. Das EBITDA-Wachstum wird unserer Meinung nach sogar unfreiwillig einen Schuldenabbau der US-Unternehmen bewirken. Im Zusammenhang mit der enormen Liquidität, die derzeit nach Rendite sucht, betrachten wir US- und europäische Hochzinsanleihen, Bankkredite und Capital Notes von Banken als unsere besten Anlageideen. Der niedriger bewertete Teil des Marktes für Kommunalanleihen erhielt ebenfalls einige Aufmerksamkeit, da die Kassen der Kommunen mit Steuereinnahmen und kostengünstigen Krediten aufgefüllt wurden. Auch verbrieft Kredite halten wir für sinnvoll. Wenn die Mittelflüsse der Aktienportfolios wieder an die Schwellenländer zurückkehren, hätte ein Korb von Schwellenländerwährungen zudem viel Aufwärtspotenzial.

Die beiden Anlageklassen, für die wir wenig Enthusiasmus aufbringen konnten, sind natürlich diejenigen, die zurzeit auch von der Fed gekauft werden: US-Staatsanleihen mit ihrer negativen Realrendite und Agency-Hypotheken mit ihren negativen optionsbereinigten Spreads. Diese Sichtweise könnte uns in die unangenehme Situation bringen, gegen die Sicht der Fed ankämpfen zu müssen, aber das könnte sich alles noch ändern, wenn im Sommer die Diskussion über die Reduzierung der Wertpapierkäufe einsetzt.

ABSCHLIESSENDE GEDANKEN

Das kommende Quartal wird wahrscheinlich nicht ganz so einfach werden wie das letzte. Die Konjunkturerholung kommt so gut voran wie erhofft. Die Zentralbanken werden zwangsläufig ankündigen müssen, wie sie mit der Anpassung ihrer Geldpolitik beginnen wollen. Wir sind der Meinung, dass dies eher früher als später der Fall sein muss: Sonst erhöht sich das Potenzial eines heftigeren Normalisierungsprozesses und damit die Möglichkeit, dass er sich stärker auf alle Märkte auswirkt.

SZENARIOWAHRSCHEINLICHKEITEN UND DEREN AUSWIRKUNGEN AUF ANLAGEN: 3. QUARTAL 2021

Jedes Quartal treffen sich die leitenden Portfoliomanager und Sektorspezialisten der Global Fixed Income, Currency & Commodities Group, um die Konsenserwartungen zu den kurzfristigen (drei- bis sechsmonatigen) Entwicklungen an den Anleihenmärkten zu formulieren. In umfangreichen Diskussionen bewerten wir das makroökonomische Umfeld und analysieren Sektor für Sektor unter besonderer Berücksichtigung von drei wesentlichen Research-Inputs: Fundamentaldaten, quantitative Bewertungen und das technische Umfeld rund um Angebot und Nachfrage. Die folgende Tabelle bietet eine Zusammenfassung unseres Ausblicks zu verschiedenen Szenarios, unsere Bewertung der Wahrscheinlichkeit eines jeden dieser Szenarios und der jeweiligen breiteren makroökonomischen, finanziellen und marktspezifischen Auswirkungen.

	AUFSCHWUNG		ABSCHWUNG	
	ÜBER DEM TREND Globales BIP-Wachstum >3,5 % Inflation >2 %	UNTER DEM TREND Globales BIP-Wachstum 2 %-3,5 % Inflation 0 %-2 %	REZESSION Globales BIP-Wachstum 2 %-3,5 % Inflation 0 %-2 %	KRISE Eine ungeordnete Marktentwicklung hat systemische Auswirkungen und birgt ein Extremrisiko
Wahrscheinlichkeit	90 %	0%	5%	5%
Veränderung vom letzten Quartal	Unverändert	Unverändert	Unverändert	Unverändert
Impulsgeber	<ul style="list-style-type: none"> Die globale Wachstumsdynamik hat ihren Höhepunkt erreicht, aber es besteht noch enormer Aufholbedarf Der Impffortschritt führt zu Wachstumsunterschieden zwischen den Ländern Angebotsengpässe in der globalen Produktion und auf einigen Arbeitsmärkten dürften das Wachstum belasten und die Inflation für mehrere Quartale ankurbeln 	<ul style="list-style-type: none"> Wir wissen, dass wir einen Stillstand der Wirtschaft überleben und von zu Hause aus arbeiten können, daher ist ein Wachstum unter Trend vom Tisch Probleme mit Impfstoffen oder einer Mutationsvariante werden absorbiert und das Wachstum liegt immer noch über Trend 	<ul style="list-style-type: none"> Inflation führt zu deutlich höheren Zinsen als erwartet Die Kreditkosten für Regierungen, Unternehmen und Verbraucher steigen erheblich 	<ul style="list-style-type: none"> Ein starker, anhaltender Inflationsanstieg führt zu deutlich höheren Zinsen als erwartet Ein verteuerter Schuldendienst führt in einer verschuldeten Wirtschaft zur Besorgnis über die Zahlungsfähigkeit, und die Vermögenspreise fallen spürbar
Geld- und fiskalpolitisches Umfeld	<ul style="list-style-type: none"> Die unwillkommene und unerwartete US-Inflation senkt die Hürden für das Tapering der Fed Die Wiederbelebung des Arbeitsmarktes bringt US-Staatsanleihen bis Jahresende an die Spitze der Spanne von 1,5 %-2 % Die Fiskalpolitik ist weniger unterstützend, aber die Belastung ist dank starker Bilanzen im privaten Sektor überschaubar 		<ul style="list-style-type: none"> Höhere Zinsen veranlassen die Zentralbanken, ihre lockere Zinspolitik zu straffen 	<ul style="list-style-type: none"> Höhere Zinsen veranlassen die Zentralbanken, ihre lockere Zinspolitik zu straffen Rezession tritt ein, aber die Inflation geht nicht zurück (Stagflation)
Markt und Positionierung	<ul style="list-style-type: none"> Risikoanlagen, insbesondere Hochzinsanleihen, Bankkapital und Leveraged Loans Wir bevorzugen weiterhin eine kurze Duration, da die Zinsen voraussichtlich weiter steigen werden Negative Konvexität wird vermieden, z. B. hypothekenbesicherte Agency-Papiere 		<ul style="list-style-type: none"> Staatsanleihen aus Industrieländern Agency-Hypothekenspanien Amortisierende verbriefte Kredite hoher Qualität und mit kurzer Laufzeit 	<ul style="list-style-type: none"> Reale Vermögenswerte Reservewährungen: JPY und USD

Quelle: J.P. Morgan Asset Management. Die Einschätzungen entsprechen dem Stand vom 9. Juni 2021.

Hierin zum Ausdruck gebrachte Meinungen, Schätzungen, Prognosen und Aussagen zu Finanzmarktrends basieren auf den aktuellen Marktbedingungen. Sie stellen unser persönliches Urteil dar und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Es besteht keinerlei Gewähr dafür, dass sie sich bewahrheiten.

STÄRKEN SIE IHR ANLEIHENPORTFOLIO MIT J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT

Wir haben unser Angebot mit einem einzigen Ziel aufgestellt und weiterentwickelt: stärkere Portfolios, die die Bedürfnisse unserer Kunden erfüllen. Heute sind wir einer der weltweit führenden Anleihenmanager.

Diverse Perspektiven, integrierte Lösungen:

- Nutzen Sie die Vorteile eines weltweit integrierten Teams von Anlageexperten und unsere fundamentalen, quantitativen und technischen Analysen.
- Profitieren Sie von praxisorientierten Insights, die eine Unterstützung dabei bieten, mit Überzeugung zu investieren: von unseren regelmäßigen Einschätzungen zur Makroökonomie und Marktentwicklung bis hin zu unseren Tools für den Aufbau von Anleihenportfolios.
- Wählen Sie aus einer Bandbreite von ergebnisorientierten Lösungen, die entwickelt wurden, um Anlegerbedürfnisse im ganzen Anleihenuniversum abzudecken.
- Profitieren Sie von unseren bewährten Erfolgsstrategien und machen Sie sich die Erfahrung zunutze, die wir als einer der weltweit größten Anleihenmanager in den verschiedensten Bereichen und Marktzyklen erworben haben.

WEITERE INFORMATIONEN:

Erfahren Sie mehr unter
www.jpmorganassetmanagement.de
www.jpmorganassetmanagement.at

Das „Market Insights“ Programm bietet umfassende Informationen und Kommentare zu den globalen Märkten auf produktneutraler Basis. Das Programm analysiert die Auswirkungen der aktuellen Wirtschaftsdaten und veränderten Marktbedingungen, um Kunden einen besseren Einblick in die Märkte zu vermitteln und fundierte Anlageentscheidungen zu fördern. Für die Zwecke von MiFID II sind das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm eine Marketingkommunikation und fallen nicht unter MiFID II / MiFIR Anforderungen, die in Zusammenhang mit Research stehen. Darüber hinaus wurden das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm als nicht unabhängiges Research nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Anforderungen erstellt, die zur Förderung der Unabhängigkeit von Research dienen. Sie unterliegen auch keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Research.

Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen stellen weder eine Beratung noch eine Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar, noch sichert J.P. Morgan Asset Management oder eine seiner Tochtergesellschaften zu, sich an einer der in diesem Dokument erwähnten Transaktionen zu beteiligen. Sämtliche Prognosen, Zahlen, Einschätzungen oder Anlagetechniken und -strategien dienen nur Informationszwecken, basierend auf bestimmten Annahmen und aktuellen Marktbedingungen, und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Alle in diesem Dokument gegebenen Informationen werden zum Zeitpunkt der Erstellung als korrekt erachtet. Jede Gewährleistung für ihre Richtigkeit und jede Haftung für Fehler oder Auslassungen wird jedoch abgelehnt. Zur Bewertung der Anlageaussichten bestimmter in diesem Dokument erwähnter Wertpapiere oder Produkte sollten Sie sich nicht auf dieses Dokument stützen. Darüber hinaus sollten Investoren eine unabhängige Beurteilung der rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, Kredit- und Buchhaltungsfragen anstellen und zusammen mit ihren professionellen Beratern bestimmen, ob eines der in diesem Dokument genannten Wertpapiere oder Produkte für ihre persönlichen Zwecke geeignet ist. Investoren sollten sicherstellen, dass sie vor einer Investition alle verfügbaren relevanten Informationen erhalten. Der Wert, Preis und die Rendite von Anlagen können Schwankungen unterliegen, die u. a. auf den jeweiligen Marktbedingungen und Steuerabkommen beruhen, und die Anleger erhalten das investierte Kapital unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Sowohl die historische Wertentwicklung als auch die historische Rendite sind unter Umständen kein verlässlicher Indikator für die aktuelle und zukünftige Wertentwicklung.

J.P. Morgan Asset Management ist der Markenname für das Vermögensverwaltungsgeschäft von JPMorgan Chase & Co. und seiner verbundenen Unternehmen weltweit.

Telefonanrufe bei J.P. Morgan Asset Management können aus rechtlichen Gründen sowie zu Schulungs- und Sicherheitszwecken aufgezeichnet werden. Soweit gesetzlich erlaubt, werden Informationen und Daten aus der Korrespondenz mit Ihnen in Übereinstimmung mit der EMEA-Datenschutzrichtlinie von J.P. Morgan Asset Management erfasst, gespeichert und verarbeitet. Die EMEA-Datenschutzrichtlinie finden Sie auf folgender Website: www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy.

Herausgeber in Deutschland: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Frankfurt Branch, Taunustor 1, D-60310 Frankfurt.

Herausgeber in Österreich: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Austrian Branch, Fährichgasse 8, A-1010 Wien. Copyright 2021 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

Copyright 2021 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

LV-JPM53260 | 07/21 | DE | 09em210207103833