

Makroökonomisches Update

Anleihemärkte zwischen geldpolitischer Normalisierung und volkswirtschaftlicher Realität: Dynamische Risikosteuerung zahlt sich aus



Januar 2022



Anleihemärkte zwischen geldpolitischer Normalisierung und volkswirtschaftlicher Realität: Dynamische Risikosteuerung zahlt sich aus

Die hohen Inflationszahlen in den USA haben die Fed zu einem Umdenken bewegt. Das beispiellose quantitative Lockerungsprogramm wird deshalb in raschen Schritten beendet. Leitzinserhöhungen stehen an. Diese geldpolitische Normalisierung bedeutet auch eine Rückkehr zur volkswirtschaftlichen Realität. Für Anleihe-Investoren ist dies ein herausforderndes Umfeld. Eine dynamische Steuerung von Zins- und Kreditrisiken kann helfen. Wir zeigen Ihnen wie und warum Sie damit erfolgreich durch das neue Anleihejahr 2022 kommen.

Autor:
Alexander Gruber, Ph.D. HSG
 Head of Economic Research & Advisory und
 Lehrbeauftragter an der Universität St.Gallen (HSG)



Der langfristige Ertrag von Anleihen ergibt sich aus vier Bausteinen

Für unsere Analyse lohnt sich zunächst einmal ein Blick auf die approximative Dekomposition von Anleiheerträgen. Grundsätzlich hängen diese Anleiheerträge wie in **Abbildung 1** dargestellt, **positiv von vier Bausteinen ab: dem aktuellen kurzfristigen Zins, den erwarteten zukünftigen kurzfristigen Zinsen über die Laufzeit der Anleihe, der Term Premium und den Credit Spreads.**

Im Folgenden werden wir uns der Einfachheit halber oft schlicht auf **zwei Komponenten** beziehen: die **Zins-Komponente** und die **Credit-Komponente.**

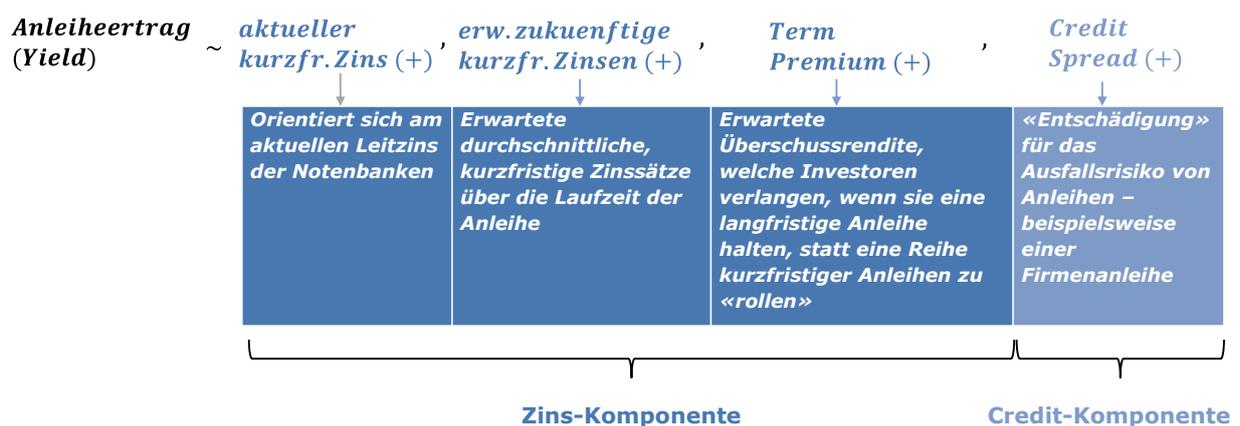


Abbildung 1: Die vier Bausteine und zwei Komponenten von Anleiheerträgen

Eine solch systematische Aufteilung in diese Bausteine und Komponenten ist alleine schon deshalb sinnvoll, weil sich dadurch der oft aufkommende Irrglaube entkräften lässt, dass das Zinsniveau nicht mehr fallen könne, wenn man mit dem **aktuellen Leitzins an der Nullzinsgrenze angestossen sei**: So waren es nämlich im Nachgang der Corona-Krise ab März 2020 vor allem die tieferen Erwartungen über die zukünftigen kurzfristigen Zinsen (und eben nicht nur der aktuelle kurzfristige Leitzins!), welche erklären, warum die **10jährigen Zinsen auf US Staatsanleihen (siehe Abbildung 2)** seit der Corona-Krise **tief** liegen **als beispielsweise in den Jahren 2014 und 2015** als die Leitzinsen ebenfalls bereits bei null lagen.



Abbildung 2: Die Zins- und Credit-Komponenten von US Anleihen seit dem Jahr 2000

Daten: Zinsen und Credit Spreads aus Bloomberg Barclays US Agg Indizes vom 6.10.2000 bis 31.12.2021. Quelle: Bloomberg, Finreon Research. Die Credit Spreads basieren auf dem Option Adjusted Spread (vs. Sovereign Curve) des Bloomberg US Corporate Total Return Index (LUACTRUU Index). Die Zinsrisikoprämie errechnet aus dem Yield-to-Worst des Bloomberg US Treasury Total Return Index (LUATTRUU Index) korrigiert um ein Durationsadjustment, welches berücksichtigt, dass der US Corporate Total Return Index und der Bloomberg US Treasury Total Return Index unterschiedliche Durationen aufweisen. Die Zinsen und die Credit Spreads in der obigen Grafik sind so besser vergleichbar.

Realwirtschaftliche Einflüsse beeinflussen alle Bausteine des Anleihertrags

Abbildung 2 zeigt ausserdem, dass die **Gesamterträge von Anleihen** schon **seit langer Zeit fallen**. Dies hat zunächst einmal **viel mit Einflüssen zu tun, die von der Geldpolitik grossteils unabhängig sind**¹ und die in **Abbildung 3** genannt werden:

- Die **aktuellen und die erwarteten zukünftigen kurzfristigen Zinssätze** sind in den vergangenen zwei Jahrzehnten gefallen, weil der **natürliche Realzins** stetig **fiel** (Hamilton et. al, 2016, Laubach und Williams, 2003, Holston, Laubach, and Williams, 2017). Das langsamer werdende Wachstum der Weltwirtschaft und andere «säkulare» Trends wie der demographische Wandel und zunehmende Ungleichheit haben massgeblich dazu beigetragen (Rachel und Smith, 2017). Auch waren die **langfristigen Inflationserwartungen** in dieser von Zentralbankern «Great Moderation» getauften Periode äusserst **tief**, weshalb Notenbanken die Inflation auch bei tiefen Zinsen leicht im Zaum halten konnten.
- **Die Term Premium** ist wiederum gesunken (gemäss «Fed Modell» von Adrian, Crump und Moench, 2013), weil die tiefen **Inflationserwartungen** über weite Strecken **stabil und von geringer Unsicherheit** geprägt waren (Bauer et al, 2013). Der globale **Sparüberhang** schuf zudem eine konstant starke **Nettonachfrage** nach Staatsanleihen (Summers, 2015). Ausserdem waren **maturity-matching** Institutionen wie Versicherungen und Pensionskassen gezwungen, stark in langfristige Anleihen zu investieren. Temporär drückten auch immer wieder **Safe haven-Effekte** und der damit verbundene Drang in Staatsanleihen auf die Zinskomponente.
- Die **Credit Spreads** erfuhren durchschnittlich gesehen eine gewisse «Kompression», weil die **Risikoaversion** der Marktteilnehmer über weite Strecken seit der Jahrtausendwende **tief** war und mit **langen, starken Konjunkturphasen** einherging. Sie scheinen allerdings nicht dauerhaft und systematisch gefallen zu sein.

Im Moment könnten – **aus dieser realwirtschaftlichen Perspektive** heraus betrachtet – **vor allem steigende Inflationserwartungen und die damit einhergehende Unsicherheit** Bond-Yields weiter in die Höhe treiben!

¹ Selbstverständlich ist die Geldpolitik an vielen Entwicklungen dieser realwirtschaftlichen Einflüsse nicht ganz unschuldig. Primär sind beispielsweise für die langfristig fallenden natürlichen Realzinsen aber realwirtschaftliche Entwicklungen wie das Wirtschaftswachstum und der demographische Wandel verantwortlich.



Abbildung 3: Positive (+) und negative (-) realwirtschaftliche Einflüsse auf den Anleiheertrag

Geldpolitische Einflüsse spielten vor allem seit der Finanzkrise eine wichtige Rolle

Neben diesen realwirtschaftlichen Einflüssen prägte in den letzten 13 Jahren aber auch **die Geldpolitik** (siehe Abbildung 4) die einzelnen Bausteine ganz massgeblich:

- Während Zentralbanken den **aktuellen kurzfristigen Zinssatz** durch zahlreiche Leitzinssenkungen drückten, hielten sie die **erwarteten zukünftigen Zinssätze** durch ganz gezielte **Forward Guidance**, bei welcher sie den Marktteilnehmern und Investoren immer wieder niedrige Zinsen für lange Zeit versprochen, tief. Besonders die US Fed unter der Führung von Ben Bernanke hat diese «Lower-for-Longer»-Kommunikationsstrategie aktiv etabliert und genutzt.
- Die Term Premium und die Credit Spreads** wiederum hielten die Notenbanker durch ihre gewaltigen **Quantitativen Lockerungsprogramme QE 1 bis QE 4** (Bernanke, 2020), das **Maturity Extension Programm** (auch «**Operation Twist**» genannt) bzw. durch eine dezidierte **Kontrolle der Zinsstrukturkurve** (Japan) **tief**.

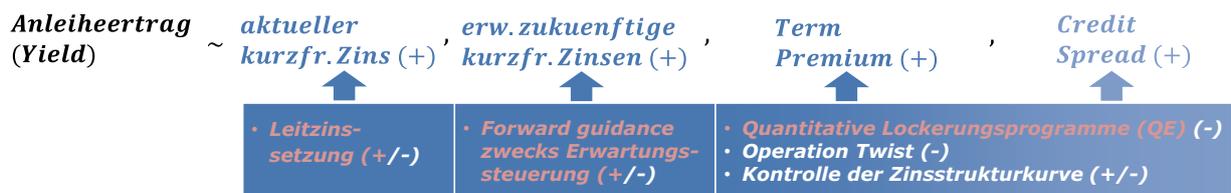


Abbildung 4: Positive (+) und negative (-) geldpolitische Einflüsse auf den Anleiheertrag

Aus dieser geldpolitischen Perspektive heraus gesehen, könnten **Leitzinserhöhungen und das Auslaufen von QE** also **bald** alle Bausteine des Anleiheertrags befeuern.

Quantitative Lockerungsprogramme beeinflussen die Credit Spreads sehr stark

Das angekündigte Ende von QE-Programmen ist besonders deshalb relevant, weil diese Programme bedeutende Auswirkungen auf Credit Spreads haben. **Abbildung 5²** zeigt eindrücklich, dass die **Credit Spreads während aller QE Programme stark gefallen** sind:

- Das QE 1 Programm**, bei welchem die US Notenbank 1.2 Billionen USD US Agency Debt sowie Mortgage Backed Securities (MBS) und 300 Milliarden USD an Staatsanleihen kaufte, führte zu einem Fall der **Credit Spreads um 4.4 Prozentpunkte**.³
- Während des **QE 2 Programms** wiederum, bei dem die Fed 600 Milliarden USD an **langlaufenden Staatsanleihen** kaufte, fielen sie um ca. **0.2 Prozentpunkte**.
- Auch bei der «**Operation Twist**», bei welcher **400 Milliarden USD an langlaufenden US Staatsanleihen ge- und 400 Milliarden USD an kurzlaufenden US Staatsanleihen verkauft** wurden, sanken sie markant (**-0.9 Prozentpunkt**).
- Beim **QE 3 Programm**, dem sogenannten «**QE Infinity**», wiederum, bei dem die Fed US Banken **MBS** im Wert von 40 Milliarden USD monatlich abkaufte, fielen die Spreads **um ca. 0.5 Prozentpunkte**.

² Daten: Bloomberg, US Fed, Yardeni Research, Finreon Research

³ Korrekterweise sollte es allerdings als Credit Easing Programm bezeichnet werden, weil es vor allem auf die Refinanzierungsbedingungen von Haushalten und Firmen abzielte (Bernanke, 2009).

- Schliesslich sanken sie auch während des beispiellosen **QE 4 Programms** im Zuge der Corona-Krise, bei welcher die Fed zunächst grenzenlos und ab Juni 2020 dann 120 Milliarden USD monatlich (80 Milliarden Staatsanleihen / 40 Milliarden MBS) kaufte, **um ca. 2.7 Prozentpunkte**.

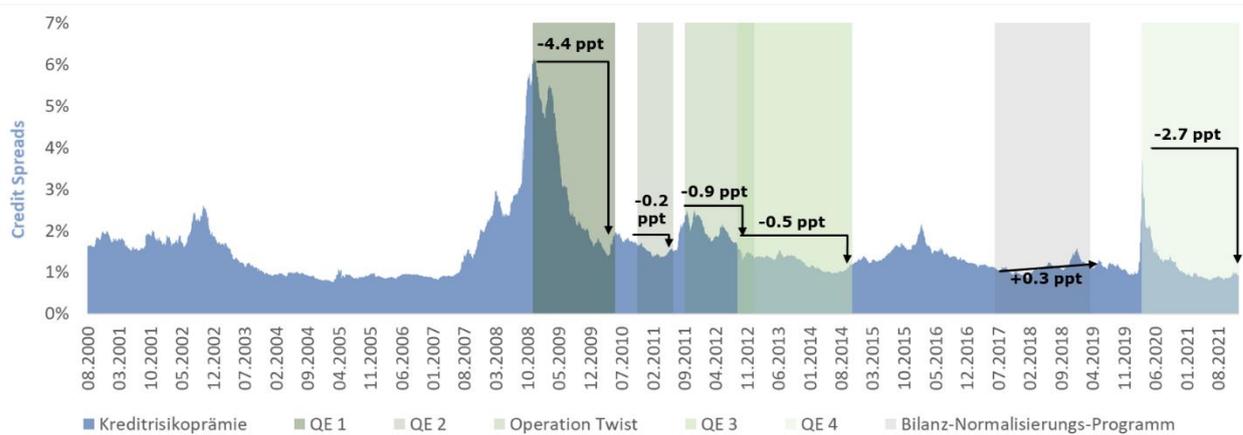


Abbildung 5: Einfluss von QE und geldpolitischer Normalisierung auf die US Credit Spreads

Kaum versuchte sich die Fed an einem **Normalisierungs-Programm**, im Zuge dessen sie die Grösse ihrer Bilanz reduzierte, stiegen die Credit Spreads **um ca. 0.3 Prozentpunkte an**.

Der Anteil der Zins- und Credit-Komponenten schwankt in diesen Phasen enorm

Der Anteil der **Credit-Komponente am gesamten Anleihertrag (Yield)** schwankte im Zuge dieser enormen geldpolitischen Eingriffe **entsprechend stark** und fiel während aller QE Programme deutlich (siehe Abbildung 6). Genau in diesen QE-Phasen war das systematische Credit-Exposure deshalb besonders lohnenswert. Das **Potential für eine aktive Steuerung der Zins- und Credit-Komponenten** ist also beträchtlich.

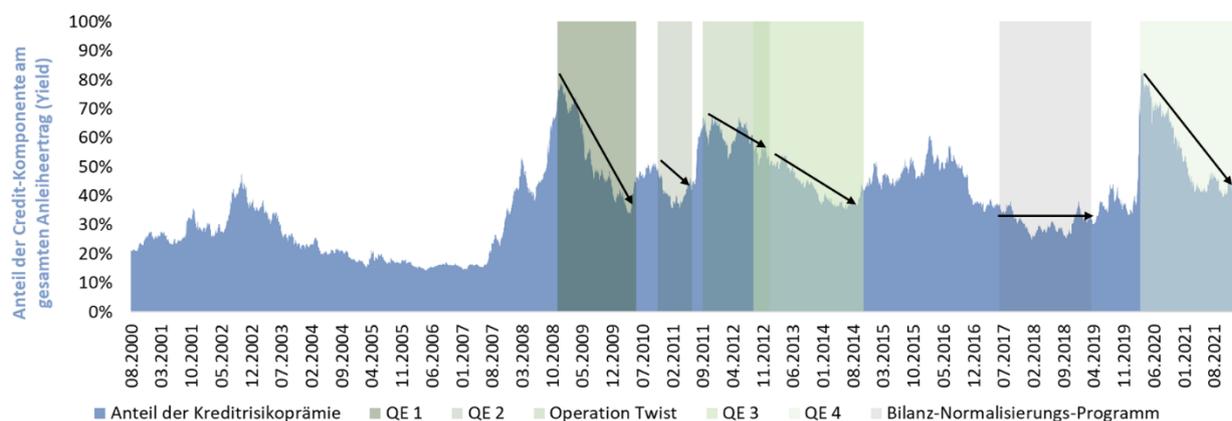


Abbildung 6: Anteil der Credit-Komponente am gesamten US Anleihertrag (Yield) schwankt stark

Dynamische Steuerung der Zins- und Credit-Komponenten nutzt dieses Potential

Auffällig ist weiters, dass sich die Entwicklung der Credit-Spreads durch eine gewisse **Trägheit und Persistenz** auszeichnen, was sich wiederum in hoher Autokorrelation und andauernden Risikoregimen manifestiert. Der **Finreon Fixed Income Risk Indikator macht sich diese quantitativen Zeitreiheneigenschaften** sowie andere ökonometrische Methoden und Erkenntnisse optimal **zu Nutze** und hat so **die bedeutenden Bewegungen der Credit Spreads** (sowie auch jene der Zinskomponente) **hervorragend erkannt**. **Abbildung 7** zeigt unsere Kreditrisiko-Signale (Live-Signale ab Ende April 2014).

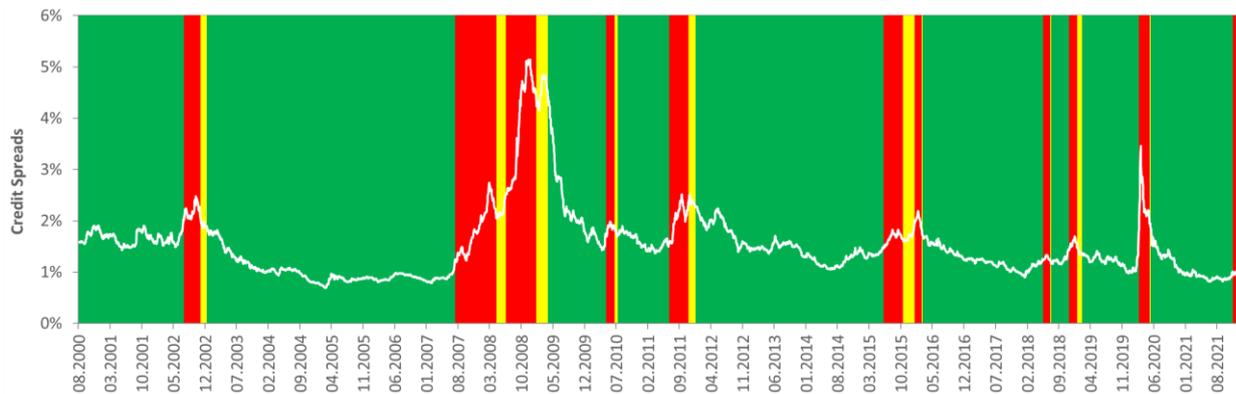


Abbildung 7: US Credit Spreads und Verlauf der Finreon Fixed Income Risk Indikator-Signale

Outperformance unserer dynamischen Risikosteuerung dementsprechend stark

Unsere Strategie auf US Anleihen erzielte deshalb auch eine ansprechende **Outperformance von 15.5%** in der Live-Phase seit Ende April 2014, wie in **Abbildung 8** ersichtlich.

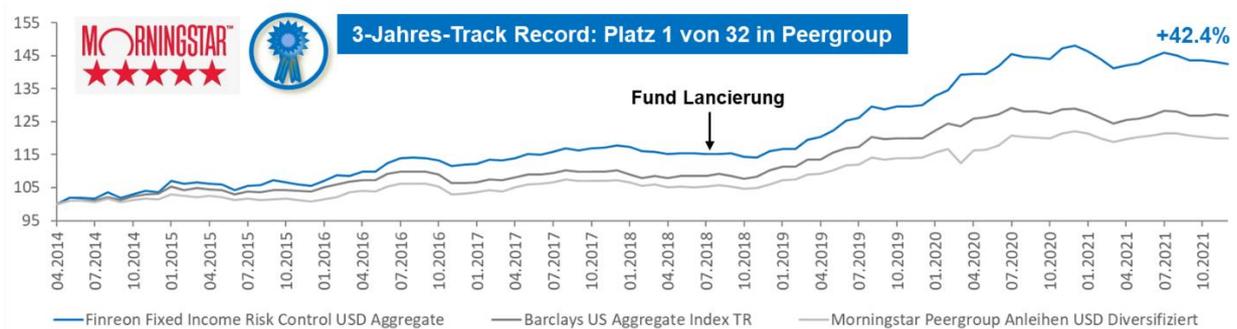


Abbildung 8: Performance Finreon Fixed Income Risk Control USD Aggregate

Daten: 04/2014-12/2021. Finreon Fixed Income Risk Control V2-Klasse seit 07/2018, zuvor simulierte Performance mit Live-Signalen. Morningstar Peergroups per 31.12.2021. Quelle: e-fundresearch.com, Finreon Research.

Finreon Fixed Income Risk Control im aktuellen Umfeld besonders spannend

Sowohl **realwirtschaftliche Einflussfaktoren** wie die **steigenden Inflationserwartungen und die enorme Unsicherheit über die künftige Inflationsentwicklung** als auch **geldpolitische Einflüsse** wie **anvisierte Zinserhöhungen und das Ende von QE Programmen** stellen Anleihe-Investoren **momentan** vor **Herausforderungen**. Unsere Analyse zeigt, dass die Bewegungen am Anleihemarkt in solchen Phasen signifikant sein können. Besonders weil die **relative Bedeutung der Zins- und Credit-Komponenten** in solchen Zeiten **so stark schwanken** kann, bietet eine **dynamische Steuerung dieser Risiken viel Potential** und ist **einem rein statischen Exposure vorzuziehen**. Diese erfolgt am besten **systematisch** und frei von potentiell kontraproduktiven Bauchgefühlen.

Schlussfolgerungen

- Die **geldpolitische Normalisierung** und der Übergang zur **volkswirtschaftlichen Realität (z.B. hohe Inflation)** sind für Anleihe-Investoren im Moment **eine Herausforderung**.
- Besonders **QE- und Normalisierungs-Programme** haben in den letzten Jahren **grosse Wirkung auf die Zins- und Credit-Komponenten** von Anleiherträgen entfaltet.
- **Weil die relative Bedeutung** von Zins- und Credit-Komponenten **so stark schwankt**, ist die **dynamische Steuerung** dieser Exposures **einer statischen vorzuziehen** - gerade jetzt!
- Die **Finreon Fixed Income Risk Control Strategien** tun dies seit langem **systematisch und sehr erfolgreich** und weisen eine **starke Outperformance** aus!

Quellenverzeichnis

Adrian, T., Crump, R. K. & Moench, E. (2013). Pricing the term structure with linear regressions. *Journal of Financial Economics*, 110 (1), 110- 138.

Bauer M. D., Rudebusch G. D., Wu, J. C. (2014). Term Premia and Inflation Uncertainty: Empirical Evidence from an International Panel Dataset: Comment. *American Economic Review*, 104 (1): 323-327.

Bernanke, B. S. (2020). The New Tools of Monetary Policy. *American Economic Review*, 110 (4): 943-983.

Bernanke, B. S. (2009). The Crisis and the Policy Response. Speech, *Stamp Lecture at the London School of Economics*, London, January 13, 2009.

Hamilton, J. D., Harris, E. S., Hatzius, J., & West K. D. (2016). The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present, and Future. *IMF Economic Review*, 64 (4): 660-707.

Holston, K., Laubach, T., & Williams, J. C. (2017). Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. *Journal of International Economics*, 108 (1): S59-S75.

Laubach, T. & Williams, J. C. (2003) Measuring the Natural Rate of Interest, *Review of Economics and Statistics* 85 (4): 1063-70.

Rachel, L. & Smith, T. D. (2017). Are Low Real Interest Rates Here to Stay? *International Journal of Central Banking*, 13 (3):1-42.

Summers, L. H. (2015). Demand Side Secular Stagnation. *The American Economic Review*, 105(5), 60–65.

Finreon – Ein Spin-Off der Universität St.Gallen (HSG)

Das Unternehmen Finreon entstand als Spin-Off der Universität St.Gallen (HSG) und gilt heute als etablierte und kompetente Partnerin, wenn es um innovative Anlagekonzepte im Bereich der Vermögensverwaltung und dem Advisory institutioneller Kunden geht. Die Lösungen von Finreon basieren auf langjähriger Praxiserfahrung und neuesten Erkenntnissen aus der Forschung mit modernen Finanzmarkttheorien.



CEO

Dr. Ralf Seiz
Lehrbeauftragter Universität St.Gallen

Kontakt

Finreon AG
Oberer Graben 3
CH-9000 St.Gallen

+41 71 230 08 06

info@finreon.ch

www.finreon.ch

Disclaimer

Diese Unterlagen und die darin enthaltenen Informationen sind nur für ausgewählte qualifizierte Investoren bestimmt und vertraulich. Eine Reproduktion oder eine Weiterverwendung ist nicht erlaubt. Die vorliegende Dokumentation stellt weder eine Empfehlung noch eine Offerte zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts dar. Sie dient lediglich zu Informationszwecken. Obwohl Finreon AG bestrebt ist, den Inhalt dieses Dokuments korrekt und vollständig zu halten, wird keine Garantie für dessen Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit gegeben. Jede Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus diesen Informationen ergeben, wird ausgeschlossen. Historische Renditen sind keine Garantie für zukünftige Erträge.