

Inflation Linked Bonds – Inflationserwartungen werden steigen

Frankfurt, 24. Oktober 2018

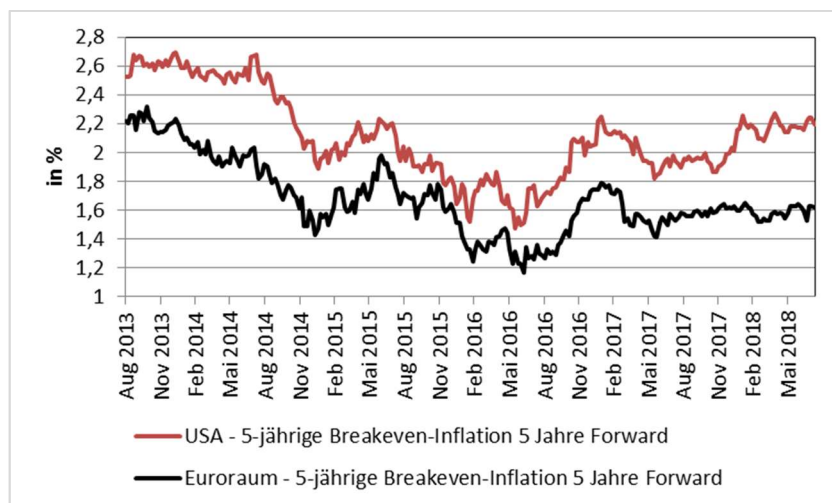
Dr. Holger Brauer, Senior Portfolio Manager Global Inflation Linked Bonds bei Nomura Asset Management Deutschland KAG mbH über implizite Inflationserwartungen und wie man diese in der Kapitalanlage ausnutzt.

Die Inflation im Euroraum hat deutlich angezogen, das EZB-Ziel von „nahe, aber unter 2 %“ ist im Grunde erreicht. Was bedeutet das für die EZB-Politik?

Das Anziehen der Inflation im Euroraum hat mehrere Gründe. Der wohl bedeutendste Beitrag kommt augenblicklich von den Rohölpreisen, die derzeit deutlich höher liegen als noch vor einem Jahr. Aber auch die Kerninflation, welche die volatilen Komponenten wie Energie- und Nahrungsmittelpreise nicht enthält, erholt sich, wenn auch nur langsam. Die EZB schaut auf den zugrundeliegenden Inflationstrend. Ihr Ziel ist es, dass die Inflation auf breiter Basis steht. Angesichts der immer noch strukturell schwachen Südstaaten im Euroraum, der weiterhin bestehenden Risiken im europäischen Bankensektor und der hohen öffentlichen Verschuldung vieler Staaten wird die EZB ihre Geldpolitik voraussichtlich nur langsam normalisieren. Ihre Anleihekaufprogramme fährt die Zentralbank ohnehin hauptsächlich deshalb zurück, weil diese an ihre Grenzen kommen.

Warum sinken derzeit die langfristigen Inflationserwartungen?

Die Inflationserwartungen hängen auch davon ab, was die Märkte von der Konjunktur erwarten und wie sie die Risiken für die Konjunktur wahrnehmen. Im Gegensatz zu den USA hat sich das Wirtschaftswachstum im Euroraum im Verlauf des Jahres abgeschwächt. Hinzu kommen für Europa spezifische Probleme wie der Konfrontationskurs der neuen italienischen Regierung und die drohende Disintegration der Europäischen Union. Das alles hat möglicherweise technisch die impliziten Inflationserwartungen belastet, also die Differenz zwischen nominalen Marktrenditen sowie den realen Renditen inflationsgeschützter Anleihen. Daher lohnt auch ein Blick auf die Forward-Breakeven-Inflationsraten. Sie beginnen in fünf Jahren und zeigen die Inflationserwartungen für die dann folgenden fünf Jahre an. Hier erkennt man für den Euroraum eine Seitwärtsbewegung und für die USA einen Anstieg. In einem global anlegenden Fonds, der aktiv gemanagt wird, kann man davon profitieren. Wir sind beispielsweise in unseren Portfolios – als Gegenposition zu ILBs aus den USA – bei nominalen Anleihen Shortpositionen mittels Futures-Kontrakten eingegangen. Damit haben wir einen Mehrertrag gegenüber der Benchmark erzielt.

Abb.1: Langfristige implizite Inflationserwartungen in den USA und im Euroraum

Quelle: Bloomberg

Was muss passieren, damit die Inflationserwartungen wieder anziehen?

Es liegt auf der Hand, dass ein positiveres Konjunktur- und Inflationenbild auch die Inflationserwartungen stützt. Aber das ist nicht alles. Normalerweise enthält die am Markt gepreiste implizite Inflation über die Inflationserwartungen hinaus noch eine Risikoprämie, besonders bei längeren Laufzeiten, für die die Unsicherheit besonders hoch ist. Die Forward-Breakeven-Inflationsraten liegen im Euroraum weiterhin deutlich unter dem Ziel der EZB (siehe Abb. 1). Historisch ist es häufig umgekehrt, nämlich dass die Märkte nicht das Vertrauen in die Notenbank haben, die Inflation stabil zu halten und sich so eine Breakeven-Inflation über dem Notenbankziel einstellt. Möglicherweise kehrt die Inflationsrisikoprämie zurück, wenn die Phase der Deflation aus dem Zeitfenster der Anleger rückt und die tatsächliche Inflation das Notenbankziel auch mal wieder nach oben überschießt, wie es augenblicklich in den USA der Fall ist. Dort erholen sich die längerfristigen Inflationserwartungen.

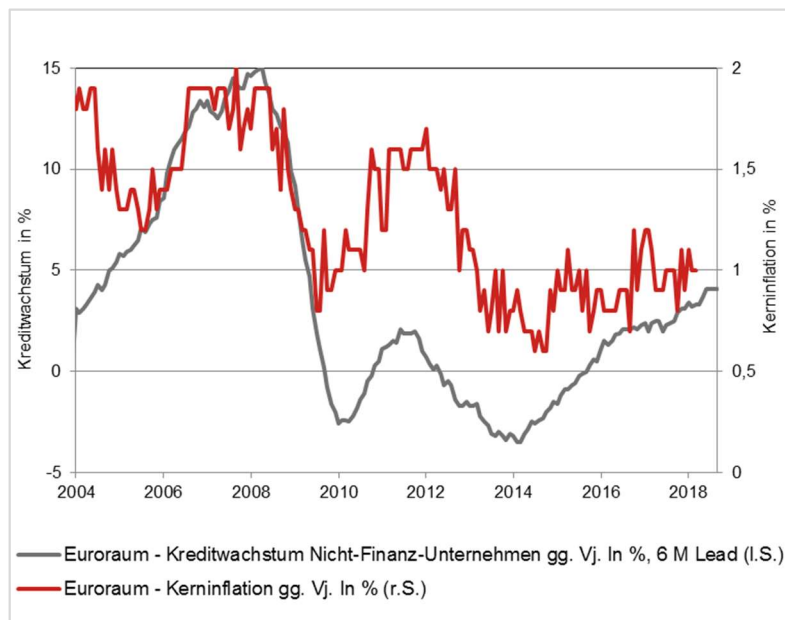
Was spricht für eine steigende Inflation?

Der Trend zur Deglobalisierung, der sich unter anderem in den von der Trump-Regierung verhängten Zöllen und im Brexit-Prozess widerspiegelt, bewirkt einen positiven Preisschock, der diesen Prozess verstärken könnte. Hinzu kommt, dass der zunehmende Protektionismus den Wettbewerb und die Effizienz in der globalen Wertschöpfungskette negativ beeinflusst. Genauso wie früher die Globalisierung die Inflation gedrückt hat, ist die Umkehrung dieses Prozesses tendenziell inflationär. In einem Umfeld steigender Inflation bei gleichzeitigem Rückgang des Wirtschaftswachstums (Stagflation) sind inflationsgeschützte Anleihen nicht nur relativ zu nominalen Anleihen, sondern auch absolut gesehen aussichtsreich: einerseits wegen zu erwartender Kursgewinne, und andererseits wegen hoher Inflationsthesaurierung. Ein anderer Auslöser für steigende Inflationserwartungen könnte ein Vertrauensverlust in die Notenbanken sein, zum Beispiel weil sie zur Finanzierung von Staatsausgaben herangezogen werden. Die EZB könnte sehr schnell in diese Rolle gedrängt werden, wenn der Zusammenhalt der Eurozone auf dem Spiel stehen sollte.

Wie lässt sich der Inflationstrend frühzeitig erkennen?

Der zugrundeliegende Inflationstrend, den man beispielsweise an der Kerninflation ablesen kann, folgt mit etwas Verzögerung dem Kreditzyklus, der sich vom Konjunkturzyklus unterscheiden kann.

Abb. 2: Kreditzyklus und Inflation im Euroraum



Quelle: Bloomberg, EZB, Eurostat

Im Euroraum war das Kreditwachstum im Nichtbankensektor erst seit 2016 nicht mehr negativ. Der Zyklus ist also sehr jung, und das erklärt auch die aktuell moderate Kerninflation, die gerade einmal einen halben Prozentpunkt über dem Tiefpunkt liegt. Hier ist noch deutlich mehr Potenzial vorhanden, denn das Kreditwachstum beschleunigt sich im Euroraum mit einem ungebrochenen linearen Trend. Unter der Annahme, dass der Kreditzyklus sich so fortsetzt, könnte sich die Euro-Kerninflation in zwei Jahren der 2 %-Marke annähern und bei stabilen Öl- und Nahrungsmittelpreisen somit auch die Headline-Inflationsrate.

Warum ist der Kreditzyklus ein Inflations-Indikator?

Dahinter steht der Mechanismus, dass bei Kreditnehmern die erweiterte Geldmenge steigt. Daraus kann eine Nachfrage entstehen, die auf Kapazitätsengpässe trifft, so dass die Preise steigen. Hinzu kommt, dass das Geld möglicherweise schneller ausgegeben wird, die Umlaufgeschwindigkeit also steigt, zum Beispiel, weil die EZB wohl noch einige Zeit an tiefen Leitzinsen festhalten wird, die Inflation sich aber schon deutlich in das positive Terrain bewegt hat. Vielleicht wird ein Anleger, der ein so gut wie nicht rentierliches Sparbuch hat und für den risikoreichere Anlagen keine Alternative sind, sich das nächste Auto früher kaufen als er es sonst täte, weil er mit künftig steigenden Preisen rechnet. Dann kommt eine positive Spirale in Gang. Die bereits erwähnten inflationstreibenden Effekte des Protektionismus kommen noch hinzu.

Was spricht darüber hinaus für eine stärkere Inflation als derzeit allgemein erwartet?

Inflationserwartungen werden stark getrieben von der aktuellen Inflation und ihren Durchschnittswerten der vorangegangenen Jahre. Häufig spielen auch adaptive Erwartungen eine Rolle. Hat man die Inflation in der Vergangenheit überschätzt, wird man künftig konservativer prognostizieren, bei sonst gleichen Voraussetzungen. So führte der starke Rückgang der Ölpreise in den Jahren 2015 und 2016 dazu, dass die Inflation im Euroraum und in den USA bis unter die Nulllinie gedrückt wurde. Es verwundert daher nicht, dass die Märkte mit dieser rückblickenden Erwartungsbildung nun falsch liegen, nachdem der Zyklus gedreht hat. In den 1970er-Jahren hat es sich auch als Trugschluss erwiesen, die jahrzehntelangen sehr moderaten Inflationsraten aus der Zeit davor als Richtschnur für künftige Inflation heranzuziehen und damit Anleiherenditen zu preisen, die sich im Nachhinein als zu niedrig herausgestellt haben. Schon jetzt ziehen etwa in den USA der vorlaufende Arbeitskostenindex und die durchschnittlichen Stundenlöhne mit zunehmender Rate an. Anleger sollten lieber die weitere Entwicklung antizipieren als in den Rückspiegel zu schauen, zumal praktisch alles auf eine Fortsetzung der guten Konjunktur in den USA hindeutet. Es ist sehr wahrscheinlich, dass die Inflation in den USA höher ausfällt als derzeit erwartet.

Was bedeutet das für Käufer von Inflation Linked Bonds?

Das Szenario einer hohen Inflation ist in den Anleihemärkten derzeit praktisch überhaupt nicht eingepreist und somit ist die Absicherung dieses Randrisikos durch ILBs praktisch kostenlos. Für den Anleger ist für die Attraktivität von ILBs zudem vor allem der erwartete längerfristige Wachstumspfad der Inflation entscheidend, verbunden mit ihrer derzeit moderaten Bewertung.

Übersicht der globalen inflationsindexierten Anleihefonds der Nomura Asset Management:

Fondsname	Anteil-klasse	ISIN	Auflage	Verwaltungs-gebühr	Mindest-anlage
Nomura Real Return Fonds	R EUR	DE0008484361	20.10.2004	0,72 %	1 Anteil
Nomura Real Return Fonds	I EUR	DE000A1XDW21	20.01.2017	0,35 %	1 Million EUR
Nomura Real Protect Fonds	R EUR	DE000A1XDW13	30.04.2015	0,72 %	1 Anteil
Nomura Real Protect Fonds	I EUR	DE0008484452	29.04.2009	0,35 %	1 Anteil

I = Institutional Class / R = Retail Class



Dr. Holger Brauer

Holger Brauer ist seit 2005 Portfolio Manager für Global Inflation Linked Bonds bei Nomura Asset Management Deutschland KAG mbH. Zuvor war er von 1995 bis 2000 als Assistent des Präsidenten des Instituts für Weltwirtschaft in Kiel beschäftigt. Danach arbeitete er als Analyst im Bereich Capital Market Research bei der Feri Research GmbH in Bad Homburg.

Die **Nomura Asset Management Gruppe** ist ein führender globaler Asset Manager. Das Unternehmen mit Hauptsitz in Tokio und Niederlassungen u.a. in London, Singapur, Malaysia, Hongkong, Shanghai, Taipei, Frankfurt und New York beschäftigt weltweit rund 1.300 Mitarbeiter und ist seit 30 Jahren in Europa tätig. Nomura Asset Management bietet eine umfassende Palette an Investmentstrategien an wie beispielsweise globale, regionale und länderspezifische Aktienstrategien, High Yield Anleihen, globale und alternative Rentenstrategien.

Pressekontakt

Nomura Asset Management Deutschland KAG mbH

Ina Pröscher

E-Mail: Ina.Proescher@nomura-asset.de

Tel.: +49 (0) 69 – 15 30 93 – 760

matchkom pr

Carsten Michael

E-Mail: Carsten.Michael@matchkom.de

Tel.: +49 (0) 69 – 689 700 – 759

Stand: Oktober 2018: Bei der vorliegenden Pressemitteilung handelt es sich um eine Werbemitteilung. Diese dient nur der Information. Diese Pressemitteilung enthält nicht alle Informationen, die für die Anlageentscheidung eines Investors maßgeblich sind. Die Inhalte dieser Unterlage sind als geringfügige nicht monetäre Zuwendung zu verstehen. Sie stellen kein Angebot zum Abschluss eines Vertrages oder die Aufforderung zur Abgabe eines Vertragsangebotes dar. Ebenso wird auch nicht empfohlen, ein bestimmtes Geschäft abzuschließen.

Nomura Asset Management Deutschland KAG mbH und ihre Konzerngesellschaften übernehmen keine Haftung für Vermögensnachteile, -verluste, -schäden oder -kosten, die aus dem Gebrauch oder der Verwendung dieser Mitteilung beim Empfänger einschließlich seiner Organe, Mitarbeiter, Berater oder Vertreter oder sonstiger Einheiten (oder: Gesellschaften) entstehen. Die Inhalte dieser Mitteilung sind nicht als rechtliche, geschäftliche oder steuerliche Beratung noch als Empfehlung irgendeiner Art zu verstehen. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Aussagen geben die aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

Der Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen (KIIDs) in deutscher Sprache sind in elektronischer oder gedruckter Form kostenlos unter www.nomura-asset.de oder direkt bei der Nomura Asset Management Deutschland KAG mbH, Gräfstraße 109, 60487 Frankfurt am Main erhältlich. Nomura Real Protect Fonds darf mehr als 35% des Sondervermögens in Schuldverschreibungen folgender Aussteller anlegen: Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Vereinigte Staaten von Amerika, Japan. Nomura Real Return Fonds darf mehr als 35% des Sondervermögens in Schuldverschreibungen folgender Aussteller anlegen: Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Vereinigte Staaten von Amerika.