

## DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

### Von der disinflationären Krise zum inflationären Boom

#### Stand der Dinge

- In ca. eineinhalb Wochen werden die Kommentatoren die Performance des 1. Halbjahres 2020 diskutieren. Wetten, dass der Begriff „Überraschung“ dabei eine wichtige Rolle spielen wird! Wirklich bemerkenswert ist, dass die Finanzmärkte angesichts eines weltweiten Wirtschaftsstillstands mit einem Einbruch der realen BIP-Zahlen um 5 bis 15% nur eine marginale Korrektur erfahren haben. Wie auch immer der Erholungspfad aussehen mag – es wird Jahre und nicht nur Quartale dauern, bis die Weltwirtschaft wieder das Niveau von Ende des Jahres 2019 erreicht hat. Erst dann werden wir wieder von einer „positiven“ oder „boomenden“ Wirtschaft sprechen können. **Kann man mit Fug und Recht behaupten, dass wir derzeit eine wirtschaftliche Rezession durchmachen? Ich denke schon.** Wir werden eine steigende Zahl von Zahlungsausfällen bei Regierungen, Unternehmen und Haushalten erleben. Die gegenwärtigen geld- und fiskalpolitische Reaktionen federn diese Entwicklung ab. Es könnte sogar dazu führen, dass sich der Bereinigungsprozess verlängert, anstatt verkürzt. Geschäftsmodelle, die nicht zurechtkommen mit dem sich ändernden Kaufverhalten der Verbraucher und B2B-Kunden, den Arbeitsbedingungen, den Beschaffungsmöglichkeiten über alle Produktionsfaktoren hinweg und einem Mangel an Preissetzungsmacht, werden es schwer haben zu überleben. Die niedrigen Zinssätze werden sie nicht lange schützen. Wenn wir uns darüber hinaus darin einig sind, dass wir uns derzeit in einem sich wandelnden wirtschaftlichen Umfeld befinden, müssen wir uns auch über dessen disinflationären Charakter einig sein.
- Im ersten Absatz habe ich Sie vor allem durch zwei der vier Rahmenbedingungen geführt, die Charles Gave untersucht und erläutert hat. In den letzten 20 Jahren bin ich seinen Worten immer aufmerksam gefolgt. Ich erinnere mich an ein Treffen im Jahr 2016, bei dem er das nachstehende Investmentmuster erläuterte. Demzufolge gibt es **hauptsächlich vier grundlegende Anlageumfelder**, in denen die Wirtschaftstätigkeit unter Bedingungen steigender oder fallender Preisen expandiert oder kontrahiert. Ein wirtschaftliches Aufschwung-gegen-Abschwung-Szenario hängt von der Höhe der aktuellen, tatsächlichen Marktzinsen im Vergleich zu den unbestimmbaren natürlichen bzw. optimalen Zinsen ab.

#### Disinflationärer Boom

Seit 2009 wird der Marktzinssatz meist auf null oder effektiv auf einen niedrigen Wert festgelegt. Disinflation war die Regel. **Zwischen 2009 und 2019 befanden wir uns also in erster Linie in einem disinflationären Boom.** Die klaren Gewinner waren Investoren, die sich in Wachstumsunternehmen mit Preissetzungsmacht eingekauft haben. Value-Unternehmen oder solche mit geringer Preissetzungsmacht standen auf der Verliererseite. Interessanterweise erzielten die meisten festverzinslichen Sektoren dank der stark interventionistischen Geldpolitik immer noch ansehnliche Renditen. Da der Marktzins unter dem natürlichen Zins lag, nahm die Fehlallokation von Kapital zu.

## Disinflationäre Krise

Seit dem 1. Quartal 2020 hat die Coronapandemie eine Anlagephase in Gang gesetzt, die als disinflationärer Zusammenbruch bekannt ist. Anleger sollten in dieser Situation sichere Staatsanleihen kaufen und halten und risikoreiche Anlagen verkaufen. Performancedaten aus allen Finanzsektoren haben dies bestätigt. **US-Treasuries, EWU-Staatsanleihen, globale nominale und inflationsgebundene Staatsanleihenindizes verzeichnen alle positive Renditen im ersten Halbjahr 2020.** Ihre Siegesserie fortgesetzt haben auch die Gewinnerunternehmen aus der vorangegangenen disinflationären Boomphase. Hinter diesen wenigen Gewinnern verbirgt sich die langsame Erholung, die unter der Oberfläche an Stärke zunimmt. Die Fehlallokation von Kapital aus der vorangegangenen Phase wird versuchen sich aufzulösen. **Die Millionen-Dollar-Frage bleibt: Wie lange wird uns diese disinflationäre Krise noch beschäftigen? Unsere Schätzung: für weitere zwei Jahre.** Eine hohe Selektivität unter den Risikoaktiva wird gute von schlechten Ergebnissen trennen, wobei die letzteren jedoch die ersteren überwiegen werden. Wie wir letzte Woche erklärt haben, ist das monetäre Arsenal noch nicht ausgeschöpft, und eine explizite Steuerung der Zinskurve könnte die nominalen Zinssätze auf ein noch niedrigeres Niveau drücken, um die Auswirkungen der Rezession, die wir derzeit durchmachen, abzumildern.

## Inflationäre Krise

**Die Finanzpolitik wird uns in die nächste Phase drängen, die Charles Gave als „inflationäre Krise“ bezeichnet. Diese Phase könnte in den Jahren 2022 und 2023 eintreten.** Ähnliche Bedingungen sind Anfang der 1970er Jahre unter der US-FED-Präsidentschaft von Arthur Burns eingetreten. Bargeld in den sichersten Währungen wird der Königsweg werden, und Finanzassets müssen vermieden werden. Inflationsgebundene Anleihen könnten die zweitbeste Wahl sein. Wenn dem so ist, sollten Sie sich schon heute darauf vorbereiten. Das Aktienrisiko sollte auf robuste Geschäftsmodelle beschränkt werden, die unter steigenden Inflationsbedingungen gedeihen können. Auch hier ist es kompliziert, die Dauer dieser Phase zu schätzen, da sie vom Mut der Zentralbanken abhängt, ihre Inflationsasymmetrie zu testen. Sie sollten es lassen, die Zinssätze zu straffen, bei Inflationswerten von 2,5 bis 3,5%.

## Inflationärer Boom

In dieser Periode werden wir auf einen Wachstumspfad einschwenken, der das Niveau von Ende des Jahres 2019 übertrifft. Immobilien, Rohstoffe und Gold werden auf neue Höchststände klettern. An diesem Punkt sollten Sie langlaufende nominale Anleihen vermeiden. Ein breiteres Anteilskapital könnte aus einem langen Konsolidierungsmuster ausbrechen und angemessene Renditen bieten.

Der Grund dafür, diese vier Anlagequadranten genauer zu betrachten, besteht hauptsächlich darin, etwas **Abstand zu nehmen und nachzudenken.** Wir sind mit so extrem großen Mengen an Informationen überflutet worden, dass man leicht den Überblick verliert. Auch hier wird die Realität wahrscheinlich anders aussehen, aber wir sollten auf der Hut sein. Die oben beschriebene Zeitachse könnte viel kürzer oder länger sein. Wir wissen es einfach noch nicht. Folglich sollten wir sorgfältig darauf achten, wie schnell oder langsam die Finanzmärkte ungewisse künftige realwirtschaftliche Ergebnisse bewerten.

## Bewertungen

- Die Kurvenniveaus von US-Treasuries blieben auf dem Niveau der vergangenen Woche. Bei technischer Analyse eines japanischen Candlestick-Charts würden wir ein Doji-Muster erkennen. Die Marktteilnehmer waren völlig unentschieden. In dieser Woche sollte sich die Marktrichtung zeigen. Da die nominale Renditekurve der Treasuries gleichgeblieben ist, haben wir interessante Aktivitäten bei den US TIPS beobachtet. Die Inflationserwartungen haben sich weiterhin rasch normalisiert. Der 5-Jahres-Zeitraum hat mit einem Break-even-Satz von 1,08% geführt. Die nominalen 5-Jahres-Treasury-Zinssätze verharren seit Ende März bei etwa 0,30%. Infolgedessen haben wir erlebt, wie die realen 5-Jahres-Sätze im gleichen Zeitraum um etwa 75 Basispunkte (bp) in Richtung -75 bp auf -0,80 bp gefallen sind! Die Break-even-Kurve flachte schnell ab, was bedeutet, dass die Inflationserwartungen für 3 bis 5 Jahre auf das erwartete Inflationsniveau von 10 und 30 Jahren gestiegen sind: **Die 10-Jahres-Inflationserwartungen lagen bei 1,27%** und die 30-Jahres-Inflationserwartungen bei 1,55%. Wie bereits erwähnt, sind diese Inflationserwartungen selbst unter disinflationären Bedingungen immer noch günstig und könnten leicht um weitere 50 Basispunkte nach oben korrigiert werden, bevor sie die untere Grenze der langfristigen historischen Bandbreite erreichen. **Seit der Einführung von US TIPS im Jahr 1997 schwanken die 10-jährigen Breakeven-Zinsen zwischen 1,50% und 2,50%.**
- In der vergangenen Woche gab es ein anhaltendes Interesse an deutschen Papieren, da die fragilen Risikomärkte die Auswirkungen von zweiten Covid-Ausbrüchen in der ganzen Welt hinterfragten. Deutsche 10-Jahres-Anleihen schlossen bei -42bp gegenüber -44bp in der Woche zuvor. Anleger zogen sich wieder zurück. Die italienischen 10-Jahres-Sätze fielen in Richtung 1,35%. Im Februar 2020 erreichten italienische 10-Jahres-Zinssätze ihren Tiefststand von 90 bp. Die spanischen und portugiesischen 10-Jahres-Zinssätze fielen um 10bp und 5bp auf 48bp bzw. 50bp.
- Der EUR IG Iboxx-Index hat mit einem Anstieg um 19 bp erneut geliefert. Mit einer Year-to-Date-Performance von -1,10% steigen die Hoffnungen der Anleger auf ein positives Jahr 2020. Gleichzeitig wird der Sektor ein Umfeld stabiler Kurse benötigen, damit Carry und Roll-Down einen positiven Einfluss haben können. Zudem werden die Hoffnungen auf eine positive Performance eine zusätzliche, wenn auch bescheidene Verengung der Credit Spreads erfordern.
- Der EUR HY(High Yield)-Index blieb über die Woche hinweg im Status quo, mit einem kleinen Ergebnis von -3bp. Der Itraxx Crossover CDS-Index schloss bei 3,88%. Im Laufe des Jahres 2020 lag dieser reine HY-Credit-Spread-Risikoindikator Anfang Januar bei nur 2,04% und erreichte am 18. März einen Höchststand von 7,06%. Wir liegen also effektiv bei über 60% des höchsten Standes. Wir glauben weiterhin, dass der Sektor weitere 50 bis 75 bp zulegen könnte. Dazu braucht es eine Verringerung der Virusverbreitungszahlen und eine stärkere Unterstützung durch die EZB.
- Die Schwellenmärkte bewegten sich in dieser Woche seitwärts. Die Spreads in Landeswährung (GBI-EM) verengten sich um 2bp auf 3,98%. Hard Currency Investment Grade gab um 3 bp nach und wurde bei 2,52% gehandelt. Die breiten Hartwährungen (EMBIG) verengten sich um 6 bp auf 4,94%. Die Spreads in Hartwährung in Subsahara-Afrika verengten sich am stärksten und stiegen um 15 bp auf 7,40%.

- Die Währungen der Schwellenländer wurden in dieser Woche etwas schwächer gehandelt. Der JP Morgan Emerging Markets Currency Index (EMCI) gab um 1,5% nach. Der Dollar-Index-Spot schloss leicht höher bei 97,30. Die Spitzenreiter waren der russische Rubel (1,3% in EUR), der kolumbianische Peso (1,1%) und der philippinische Peso (0,6%). Der brasilianische Real (-5,7% in EUR) hat die Senkung des Selic-Zinssatzes um 75 bp nicht verdaut, der mit 2,25% ein historisch niedriges Niveau erreichte (die FED-Zinsen lagen im Februar auf diesem Niveau!). Weitere schwache Performer waren der chilenische Peso (-2,3%) und der südafrikanische Rand (-1,6%).
- Der IWF hat seine flexible Kreditlinie (FCL) auf Peru und Chile ausgeweitet. Zusammen mit Mexiko und Kolumbien hat seine Kreditvergabekapazität nun knapp über 100 Milliarden US-Dollar erreicht. Die FCL stehen Ländern zur Verfügung, die nachweislich eine verantwortungsvolle Politik betreiben.

## Schlussfolgerung

- Das Finanzmarktregime, an das wir uns zwischen 2009 und 2019 gewöhnt haben, wird sich durch die COVID-19-Pandemie gewaltig verändern. Diese Periode war unser **disinflationärer Boom**. Ein Teil der Lösung wird darin bestehen, das fehlallokierte Kapital zu bereinigen, auch mit monetärer und fiskalischer Unterstützung. Auf die **disinflationäre Krise**, wie wir sie gerade erleben, wird eine **inflationäre Krise** folgen, doch sollte Investoren dies nicht abschrecken. Sie sollte sie dazu herausfordern, Ersparnisse richtig zu allokiieren und für Kapitalerhalt und Wachstum zu diversifizieren (auch wenn dieses Wachstum kurz- bis mittelfristig vielleicht nur bescheiden ausfallen wird). Längerfristig sollten wir ein **Wiedererstarken des Konjunkturzyklus** erleben, der auf solideren Fundamenten steht. Dieser **Inflationsboom** wird **Risikoaktiva wieder aufblühen** lassen.