

DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

Ist der Dollar schwach oder der Euro stark?

Status Quo

- Der US-Dollar (USD) erlebt im Zuge dieser Pandemie einen zyklischen Abwertungsschub. Die US-Notenbank beschloss, die Finanzmärkte aggressiv zu unterstützen, um eine Kreditklemme zu verhindern. Das US-Finanzministerium brachte die US-Wirtschaft wieder in Schwung, indem es die Nachfrage durch verschiedene Unterstützungsprogramme im Lohnsektor belebte. Die Entscheidung der FED, die Leitzinsen auf das untere Ende der festgelegten Bandbreite nahe Null zu senken und eine unbegrenzte, voll flexible Strategie für den Erwerb von Vermögenswerten einzuführen, ließ die Geldmenge um 25% im Jahresvergleich ansteigen. Seitdem die Finanzmärkte in der Woche vom 23. März 2020 ihren Tiefststand erreicht hatten (bei einem Wechselkurs von 1,0636), wurde der USD gegenüber dem EUR um etwa 14% abgewertet. Zwischen August und Anfang November schwankte das Währungspaar EUR/USD in einer Bandbreite von 1,1600 bis 1,2000. Philip Lane, Chefökonom der EZB, äußerte sich besorgt darüber, **dass ein zu starker Euro einen Teil ihrer geldpolitischen Ziele zum Scheitern bringen könnte**. Das vorrangige Ziel der EZB ist die Gewährleistung der Preisstabilität. Eine längere Periode der Euro-Stärke hätte angesichts des offenen Charakters der europäischen Wirtschaft eine deflationäre Wirkung. Durch COVID-19 wird die Nachfrage weiterhin gedämpft. Engpässe in der Angebotskapazität könnten nur ein inflationäres Gegengewicht für die Zeit nach der Pandemie bilden. Gegenwärtig wirken EUR-Stärke und Nachfragedefizit in die gleiche Richtung und halten die Kerninflation im deflationären Bereich. Die EUR/USD-Stärke hat sich nach den US-Wahlen beschleunigt. Die Märkte erwarten, dass eine Biden-Harris-Regierung die Grenzen der Finanzpolitik testen wird. Pandemiebedingte Notfall-Budgetdefizite, die derzeit etwa 15% des US-BIP ausmachen, werden sich in einer „normalen Politik“ in Haushaltsdefizite zwischen 5% und 10% des US-BIP verwandeln. Seit Anfang November hat diese Entwicklung zu spekulativen Kräften unter den Marktteilnehmern geführt und das Verhältnis EUR/USD nahe an den Wert von 1,22 gebracht. Das Yellen-Powell-Tandem bereitet sich auf ein harmonisches Vorgehen vor. Eine schwächere Währung dient beiden Seiten zum Vorteil.
- Wir haben bereits erwähnt, dass die EZB zu reaktiv und die meiste Zeit im Verzug ist. Der Konsens für die EZB-Sitzung am 10. Dezember besteht darin, dass Präsidentin Lagarde neben einer Lockerung der TLTRO-Finanzierungsbedingungen eine Ausweitung des PEPP-Programms in Bezug auf Zeit und Umfang ankündigen wird. Der Marktkonsens fordert keine Änderung der offiziellen Leitzinsen. Ein Einlagenzinssatz von -50 Basispunkten sollte immer noch fair sein. Aber ist er das auch? Ich bestreite dies. Der Hauptgrund liegt in einer übermäßigen Aufwertung des nominalen effektiven Wechselkurses (Nominal Effective Exchange Rate / NEER).
- Letzten Freitag schloss der von der EZB berechnete monatliche NEER-Wert bei 122,92. Dieser

Kurs basiert auf gewichteten Mittelwerten der bilateralen Euro-Wechselkurse von 41 wichtigen Handelspartnern des Euroraums. Mit 122,92 sind wir weniger als 1% vom höchsten Stand entfernt, der im Dezember 2008, seit der Einführung des Euro am 1. Januar 1999, erreicht wurde. Die Bloomberg-Daten zu diesem nach Handelsströmen gewichteten Euro-Währungs-Index (TWI) reichen bis ins Jahr 1993 zurück. Auch in diesem Zeitraum nähern wir uns dem höchsten Stand aller Zeiten. Laut EZB-Präsidentin Lagarde wird der Euro-Wechselkurs gerade analysiert und als einer der Kanäle zur Messung der Wirksamkeit ihrer Politik betrachtet. Nun, vielleicht ist es an der Zeit, **zu den primären bzw. standardpolitischen Instrumenten zurückzukehren und weniger Gewicht auf sekundäre oder unkonventionelle Instrumente zu legen.** Zugegeben, beides ist wesentlich, um alle Kanäle, über die die Geldpolitik ihre Ziele erreicht, offen und liquide zu halten. Die Wettbewerbsfähigkeit des EUR-Raums bekommt jedoch Risse. Mit -0,50% hat die Fazilität des Einlagenszinses noch nicht das Niveau erreicht, das die finanziellen Bedingungen verschärfen und das mögliche Wachstum verringern würde. Warum sollte man sich nicht der Herausforderung stellen und, wie andere Zentralbanken es getan haben, den Einlagensatz in Richtung -0,75% senken? Die Signalfunktion wäre laut und deutlich. Der Euro-TWI würde sich anpassen und gleichzeitig das Gleichgewicht zwischen dem standardmäßigen und dem nicht standardmäßigen Einsatz der politischen Instrumente der EZB wiederherstellen.

- Betrachtet man jedoch den von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank for International Settlements) gemessenen realen effektiven Wechselkurs (REER) des EUR-Gebiets, so ist die Situation weniger dramatisch. Der REER ist der gewichtete Durchschnitt des NEER, bereinigt um das Verhältnis des inländischen zum ausländischen Verbraucherpreisindex. Der EUR REER schwankt um seinen 20-jährigen langfristigen Durchschnitt. Wenn also die Situation unter dem REER-Himmel nicht kritisch ist, verheißt es nichts Gutes, wenn die EZB die europäischen Verbraucherpreise nicht in Richtung ihres 2%-Ziels anzuheben vermag. Wenn es den USA und anderen Ländern gelingt, das Inflationsniveau anzuheben, wird sich dies noch mehr zum Nachteil unserer EUR-Währung auswirken, die weiterhin auf ihrem Aufwertungspfad bleiben wird. Dies ist eine weitere japanisch anmutende Entwicklung, die sich entfaltet! Zu diesem Zeitpunkt in der Geschichte der Europäischen Währungsunion sollte unsere Währung nicht zu einem Instrument der Flucht in die Sicherheit werden. Das Tandem aus Ursula von der Leyen und Christine Lagarde sollte einen höheren Gang einlegen.
- Der Vollständigkeit halber möchte ich mitteilen, was die Märkte bereits heute in Bezug auf den künftigen EUR/USD-Wechselkurs veranschlagen. Der EUR/USD-Kurs schloss letzten Freitag bei 1,2124. Gleichzeitig liegt der EUR/USD-Terminkurs für 2 Jahre bei 1,2340 und der für 5 Jahre bei 1,2815. Der EUR/USD 8-Jahres-Terminkurs liegt heute bei 1,35. Legt man die Theorie der Zinsparität zugrunde, bedeutet dies, dass in der Debatte um die Präferenz für USD-Investitionen gegenüber EUR-Investitionen die Marktteilnehmer diesen Bewertungspfad der Währung über die jeweiligen Anlagehorizonte hinweg als Basisszenario nehmen. Die Prognostiker schlagen dabei bezüglich des Schicksals des USD gegenüber dem Euro Alarm, weil de facto bereits viel im Kurs enthalten ist. Es gibt keinen Grund für Panik an den Finanzmärkten.

Bewertungen

- **In Erwartung einer überparteilichen fiskalischen Einigung in den USA über fast eine Billion**

USD reduzierten sich die Renditen von US-Treasuries stark. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen stieg um etwa 13 Basispunkte und schloss bei 0,966%. Es war eine 'Bear steepening'-Woche, in der die 30-jährige Rendite um etwa 16 Basispunkte auf 1,735 % fiel. Der Schutz für Anleger in inflationsgebundenen US-Anleihen war hoch. Die 30-jährigen realen US-Renditen stiegen um bescheidene 5 Basispunkte. Die 10-jährigen Realrenditen fielen jedoch um 2 Basispunkte und schlossen bei -0,949%! Die Inflationserwartungen für 30-jährige US-Staatsanleihen stiegen effektiv in Richtung des symbolischen Niveaus von 2,00%. Angesichts des flexiblen durchschnittlichen Inflationsziels der FED, das im Sommer eingeführt wurde, ist es nur eine Frage der Zeit, bis die im Laufe der Jahre 2017 und 2018 erreichten Break-even-Renditen von 2,20% erreicht werden. In den letzten 10 Jahren haben wir beobachtet, dass die Inflationserwartung für 30 Jahre um die 2,50% liegt. Sie sollten davon ausgehen, dass diese Niveaus auch in den nächsten 3 Jahren erreicht werden. Der Weg des geringsten Widerstandes wird die aktuellen 30-jährigen Realrenditen von -0,28% tiefer in den negativen Bereich drücken.

- **Die europäischen Renditen waren vom Rückgang der US-Nominalrenditen weniger betroffen.** Die 10-jährigen deutschen Renditen stiegen um 4 Basispunkte auf -0,55%. Die Rendite der südlichen EWWU übertraf diese Entwicklung und lag um 2/3 Basispunkte höher. Ein ähnliches Bild zeigte sich für den europäischen inflationsgebundenen Sektor. Am Beispiel der 10-jährigen realen deutschen Staatsanleihen haben wir im Laufe der Woche die -1,50%-Marke durchbrochen und uns bei -1,52% eingependelt. Die 10-jährigen deutschen Inflationserwartungen stiegen um solide 8 Basispunkte auf 0,94%. Wir sind meilenweit entfernt von den Höchstständen aus 2017 und 2018 mit einer 10-jährigen Break-even-Rendite von 1,40%. Lassen Sie uns beobachten, wie die EZB die Politik steuern wird, um diese so wichtigen Indikatoren für die Inflationserwartungen zu erhöhen.
- **Während die europäischen Investment Grade (IG)-Unternehmen mit einer fast Null-Performance über die Woche pausierten, erzielte der europäische High Yield (HY)-Sektor ein weiteres starkes Wochenergebnis.** Das europäische High Yield-Segment legte um 72 Basispunkte zu und erzielt damit ein respektables Ergebnis seit Jahresbeginn von 2,58%. **Die europäischen IG- und HY-Märkte werden das Jahr 2020 mit ähnlichen Gesamterträgen abschließen.** Es ist, als sähen die Anleger sowohl den qualitativen als auch den spekulativen Anleihensektor vollständig unter dem Schutz der EZB-Politik. Unser weit angesetztes Spread-Ziel von 225 Basispunkten für den iTraxx Crossover-Index ist beinahe Realität geworden! Dieser HY-Risiko-Proxy schloss bei 234 Basispunkten.
- Ungeachtet des hohen Emissionsniveaus, insbesondere in harter Währung, **investieren Anleger weiterhin Geld in Vermögenswerte der Emerging Markets.** Die Renditen von Staatsanleihen aus der Subsahara-Region in Hartwährung verringerten sich am stärksten (um 25 Basispunkte auf 6,48%). **Die durchschnittliche Rendite in Landeswährung (GBI-EM) liegt nun bei 4,33%.**
 - Die Währungen der Schwellenländer schnitten sehr gut ab. Der JP Morgan Emerging Markets Currency Index bewegte sich innerhalb einer Woche von 56,40 auf 57,25, während die Volatilität leicht von 10,10 auf 10,25 anstieg. Ein Großteil dieser Bewegung lässt sich durch einen schwächeren USD erklären. Der Dollar-Spot-Index, der den Wert des USD gegenüber einem Korb der wichtigsten Währungen misst, handelt jetzt im Bereich von 90,55 und damit auf Wochensicht um 1,6% schwächer und 11,5% schwächer

im Vergleich zum März-Höchststand von 102,75. Der brasilianische Real (+2,0% in EUR), der kolumbianische Peso (+1,9%) und der ungarische Forint (+0,9%) sind die Top-Performer der Woche. Der kenianische Schilling (-2,5% in EUR), die nigerianische Naira (-2,3%) und der argentinische Peso (-2,3%) bilden die Schlusslichter.

- Diese Woche signalisierte der brasilianische Präsident Jair Bolsonaro, dass er die Soforthilfe für inoffizielle Arbeiter während der Pandemie einstellen werde. Seit 2016 gibt es eine gesetzmäßig verankerte Ausgabenobergrenze. Die Überschreitung dieser Ausgabenobergrenze stellt für Brasilien ein großes Risiko dar, da sie die Staatskonten noch stärker destabilisieren würde. Daher wurde die Ankündigung vom Markt begrüßt. Die Rendite lokaler Anleihen brach diese Woche um mehr als 60 Basispunkte ein. Das Finanzministerium nutzte die Gelegenheit, um globale Anleihen im Wert von 2,5 Milliarden USD auf den Markt zu bringen. Alle Hoffnungen ruhen nun auf dem Engagement der brasilianischen Regierung, die Reformagenda zu beschleunigen und das Haushaltsdefizit zu verringern. Da die Zinsen auf die ausstehenden Anleihen das nominale BIP-Wachstum übertreffen, steigt das Verhältnis von Schulden zu BIP immer noch schnell an und wird 2021 voraussichtlich die 100%-Marke überschreiten.
- Die Mitglieder des ‚Monetary Policy Committee‘ (MPC) der indischen Zentralbank (Reserve Bank of India / RBI) waren einstimmig dafür, die Zinssätze unverändert zu lassen, trotz hartnäckig hoher Inflationsraten, die die Schwankungsbandbreite zwischen 2% und 6% um das mittlere Inflationsziel von 4 % überschreiten. Gleichzeitig hielt die Zentralbank an ihrer ‚Forward Guidance‘ einer kontinuierlichen, akkommodierenden Geldpolitik und der Unterstützung des Anleihemarktes durch Offenmarktgeschäfte fest. Die RBI konzentriert sich eindeutig auf die Unterstützung der beginnenden wirtschaftlichen Erholung des Landes, während sie die hohe Inflation - verursacht durch hohe Nahrungsmittelpreise und Unterbrechungen in der Versorgungskette - als vorübergehend ansieht. Indische Anleihen erholten sich mit dem Resultat einer steileren Renditekurve, da die RBI davon absah, Maßnahmen zur Absorption der im Finanzsystem vorhandenen Überschussliquidität zu ergreifen. Diese Liquidität führt dazu, dass die Geldmarktsätze viel niedriger sind als der Reverse-Repo-Satz. Die politischen Entscheidungsträger waren jedoch besorgt, dass die Ergreifung von Maßnahmen zur Absorption der überschüssigen Liquidität als Signal für eine Verschärfung der finanziellen Bedingungen fehlinterpretiert werden könnte.
- Was die Inflation betrifft, so lagen die türkischen Verbraucherpreise im November mit einem Plus von 14,03% gegenüber dem Vorjahr höher als erwartet (im Vormonat waren es noch 11,89%). Es scheint also, dass die Realzinsen im Land nur 1% betragen, was möglicherweise nicht ausreicht, um die türkische Lira auf einem Aufwertungspfad zu halten. Es ist wahrscheinlich, dass der Markt die Glaubwürdigkeit der Zentralbank früher oder später in Frage stellen wird.

Fazit

- Die Debatte über das Schicksal des EUR/USD-Wechselkurses ist in vollem Gange. Der Währungskrieg erlebt ein Comeback, zumal die Zentralbanken in aller Welt die Leitzinsen gegen Null oder darunter gedrückt haben.
- Wie bei Zinsen und Anleihen ist Diversifikation die einzige Möglichkeit, die Auswirkungen von Währungsschwankungen auf Kapitalerhalt und Wachstum globaler Rentenportfolios zu mildern.
- Der EZB-Rat sieht sich mit einer komplexen Aufgabe konfrontiert, die es zu lösen gilt. Seine Glaubwürdigkeit würde sich erhöhen, wenn Standard- und nicht-konventionelle politische Hebel aktiviert würden, um die Erfolgswahrscheinlichkeiten zu erhöhen.