

DPAM Fixed Income Kommentar

Von Peter De Coensel, CIO Fixed Income

Vom großen Einbruch zur großen Wiederbelebung des Marktes

Die aktuelle Lage

Der April 2020 wird in den Diskussionsrunden über die Wertentwicklung als „Der Monat des Rückzugs“ in Erinnerung bleiben. Die Märkte für EUR-Staatsanleihen und USD-Schatzpapiere legten um 0,4% zu und verzeichneten seit Jahresbeginn Gewinne von 0,8% bzw. 9,3%. Britische Staatsanleihen übernahmen die Führung im staatlichen Sektor mit einem Zuwachs von 3,1% und 10,3% seit Anfang des Jahres. Staatsanleihen aus Schwellenländern erlitten einen Wertverlust von 10,9% seit Jahresanfang, nach einer wenig beeindruckenden Erholung von 3,2% im April. Bei Unternehmensanleihen erholten sich EUR-Investment-Grade-Anleihen (IG) um 3,7% und reduzierten den Verlust seit Ende 2019 auf akzeptable 2,7%. EUR-Hochzinsanleihen (HY) legten im April um solide 6% zu, wobei der Jahresverlust nun mit 10,1% geringer ausfiel. In den USA hatte die Rallye der Unternehmensanleihen bereits in der zweiten Märzhälfte begonnen. Daher gab es im April weniger Bewegung. Aber die daraus resultierenden Jahreszahlen sind solide, wobei IG-Anleihen in den USA um 1,1% gestiegen und US-High Yield-Anleihen um 8,9% gefallen sind. Trotz seines hohen Engagements im Energiesektor verzeichnete das US-amerikanische HY-Segment bessere Ergebnisse als das in der EU. Bei Aktien war der Kontrast zwischen der EU und den USA noch größer. Der EUR DJ STOXX 600 stieg um 6,7%, was zu einem Rückgang seit Jahresbeginn von 17,3% führte, während der S&P 500 12,8% zurückgewann und seinen Rückgang seit Jahresanfang auf 9,3% verringerte. Die NASDAQ erholte sich um beeindruckende 15,5% und verlor damit nur 0,6% im Vergleich zum Jahresstart, eine relativ stabile Wertentwicklung.

Der Hauptgrund für diesen **Performanceunterschied zwischen der EU und den USA** ist die Strategie der Zentralbanken. Die US-Notenbank hatte sich am 13. März mit der Ankündigung einer unbegrenzten quantitativen Lockerung für eine **All-In-Option** entschieden, während die EZB ihren **üblichen Stop-and-Go-Modus** beibehielt. Verständlicherweise sieht die EZB davon ab, eine All-in-Option zu nutzen, da dies zu einer weiteren Entscheidungslähmung der politischen Führungen innerhalb der EU führen würde. Anstelle von Konvergenz würde dies zu noch größeren Ungleichgewichten zwischen monetären und fiskalischen Maßnahmen führen.

Die Erholung im April steht in direktem Zusammenhang mit der **beispiellosen weltweiten geld- und fiskalpolitischen Reaktion**. Sie wird auch durch die Furcht vor Versäumnissen genährt, die normalerweise die Marktteilnehmer im Privatkundenbereich (aber auch Institutionelle) betrifft. Die Finanzgeschichte meinte es jedoch mit frühen Rückkehrern an die Märkte nicht immer gut. Die meisten Bärenmärkte bauen auf Rückschlägen auf, die die Stimmung und die Hoffnungen heben. Jedoch folgen meist **härtere Korrekturen auf Grund enttäuschender Erholungsdaten**. Die EZB-Präsidentin prognostiziert für 2020 eine Wachstumsverlangsamung von 5 bis 12%. Im Grunde warnt sie davor, dass es keine Visibilität gibt und depressionsähnliche Ergebnisse wahrscheinlich sind. Dies würde uns in ein Neustartszenario versetzen, das dann beginnen würde, wenn die Gesamtaktivität um 10% zurückgegangen ist bzw. bei 90% liegt. Um von 90% auf ein Vorkrisenniveau von 100% zurückzukehren, müssten wir davon ausgehen, dass die Konsummuster auf das Niveau von 2019 zurückspringen.

Dies wird nicht aber geschehen. Die **Nachfrage- und Angebotsfunktionen sind ernsthaft gestört worden**. Von einer effektiven Rückkehr zur Normalität können wir vielleicht erst dann sprechen, wenn die Fussballarenen wieder voll sind. Das bringt uns bestenfalls in das Jahr 2021, schlimmstenfalls vielleicht in das Jahr 2022, 2023. Denken Sie daran, dass das US-BIP im Verlauf der Großen Finanzkrise 2008-2009 um etwa 4% auf ein Tiefstniveau von 96% gefallen ist. Heute deutet der Konsens darauf hin, dass das reale BIP der USA um 6 bis 8% gesunken ist und die Arbeitslosigkeit bei 15% liegt. In den letzten sieben Wochen haben 30 Millionen US-Arbeitnehmer, d.h. 20% der dortigen Arbeitskräfte, Arbeitslosenunterstützung beantragt. **Es ist zu erwarten, dass die Haushaltsdefizite und die Verschuldungszahlen in Rekordhöhe um 20 bis 30 Prozentpunkte steigen werden**. Der größte Teil der Schulden wird von den Zentralbanken aufgekauft und entweder fällig oder über ihre Bilanzen reinvestiert werden. Darüber hinaus werden die Zentralbanken den Finanzministerien die aufgelaufenen Kuponleistungen gutschreiben. Dies fällt nicht unter den Begriff „Monetarisierung“, da die Zentralbanken den primären und sekundären öffentlichen Markt in Anspruch nehmen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass **rekordverdächtige Kennzahlen und außergewöhnliche Rahmenbedingungen ein hohes Maß an Wachsamkeit und Vorsicht rechtfertigen**. Beispiel: Das von US-Geldmarktfonds verwaltete Vermögen ist in den letzten 6 Wochen um mehr als eine Billion USD gestiegen!

Während die US-Notenbank in der vergangenen Woche ihre präventive Politik bestätigte, hält die EZB an ihrer reaktiven Politik fest. Wie erwartet, übt die EZB weiterhin Druck auf die Staats- und Regierungschefs der EU/EWU aus, ihre finanzpolitischen Maßnahmen zu verstärken. Eine Ausweitung des 750 Milliarden Euro umfassenden Pandemie-Notkaufprogramms hinsichtlich Umfang und Dauer wird auf der Tagesordnung der nächsten EZB-Sitzung am 4. Juni stehen. Bei einer Pressekonferenz wurde deutlich, dass das rein monetäre Transaktionen (Outright Monetary Transaction, OMT) nicht **mehr das Instrument der Wahl** sind. Dies war ein Instrument der Jahre 2011-2012. Es wird häufig vergessen, dass nach den Regeln des OMT nur die Finanzierungsbedingungen für 1- bis 3-jährige Zinssätze beeinflusst und gesenkt werden konnten. Tatsächlich ist dieses Ziel erreichbar, da die EZB beschlossen hat, die Attraktivität der Refinanzierungsbedingungen für ihr drittes Programm für gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO III) zu erhöhen. Wenn die Banken die Kreditvergabeziele erreichen, können sie Geld zu einem sehr attraktiven Zinssatz von -1,00% aufnehmen bzw. zu einem Zinssatz von -0,50% für die klassische längerfristige Refinanzierung und -0,25% für die pandemiebezogene Finanzierung. Diese Maßnahmen werden die Konvergenz der Zinssätze innerhalb der EWU für Schulden von bis zu 3 Jahren erhöhen. **Dies wird die 5- bis 10-jährige EWU-Zinskonvergenz positiv beeinflussen**. Die Konvergenz der Zinskurven am langen Ende könnte länger dauern, da eine Steuerunion in naher Zukunft nicht absehbar ist.

Währenddessen erleben wir **in den Schwellenländern einen grundlegenden Wandel in der Zentralbankpolitik im Vergleich zu früheren Abschwüngen**. Die dortigen Zentralbanken senken die Leitzinsen aggressiv - trotz eines Umfelds abwertender Währungen (FX). Sie werden zu starken Zinssenkungen gezwungen, da der monetäre Transmissionsmechanismus (d.h. die Auswirkungen niedrigerer Zinsen auf das Wachstum) schwächer ist. Dieser Politikwechsel ist die Hauptursache für die von Mitte Februar bis heute beobachtete Abwertung der Währungen der Schwellenländer. Wir glauben, dass **die Märkte diese neue Realität inzwischen eingepreist haben**. Insgesamt wurde Schwellenländerwährungen gegenüber dem USD um 11,3% bereinigt. Bis Ende April verloren z.B. die Währungen Brasiliens 26,7%, Südafrikas 24,4% und Mexikos 21,7% gegenüber dem Greenback. Wir glauben, dass sich die Zinskomponente als Ergebnis der Maßnahmen dieser Zentralbanken weiter positiv entwickeln wird. Dies wird zu einer weiteren Versteilerung der Lokalzinskurven führen.

Um diesen Prozess reibungsloser zu gestalten, haben einige Länder (z.B. Mexiko) damit begonnen, Swap-Fazilitäten anzubieten, die es Investoren ermöglichen, langfristige in kurzfristige Schulden zu tauschen. Wir wiederholen, dass im **Devisenbereich die Märkte den Maßnahmen der Zentralbanken vorausgeeilt sind** und dass die Devisenmärkte in den Schwellenländern beginnen werden, die Talsohle vom derzeitigen Niveau aus zu durchschreiten. Für die Frontier-Märkte bieten die G20- und IWF-Programme Unterstützung durch einen Aufschub der Zinszahlungen für bestehende Schulden oder eine vollständige Umschuldung.

Aktuelle Bewertungen

Die Politik der US-Notenbank reduziert die Gesamtgröße des US-Finanzmarktes. Die Fed kaufte in den letzten zwei Monaten etwa 2 Billionen USD in US-Treasuries auf, wodurch sich die Bilanz der Zentralbank auf über 6,5 Billionen USD oder 30% des US-BIP erhöhte. Die 30-jährigen Renditen stiegen um etwa 8 Basispunkte (bp) und schlossen bei 1,25%. Angesichts der aggressiven Intervention der US-Notenbank in den letzten Monaten ist es überraschend, dass die 10-Jahres-Zinsen bei 60 Bp und damit nur 15 Bp unter dem Durchschnitt von 75 Bp seit Anfang März liegen. Am längeren Ende der US-Zinskurve ist mit einem steiler werdenden Druck zu rechnen. **Es liegt auf der Hand, dass sich Anleger im US-amerikanischen Staatsanleihensektor nicht auf das Szenario eines deflationären langfristigen Verlaufs einlassen. Sie preisen ein disinflationäres Ergebnis ein und fürchten ein inflationäres Ergebnis.** Der gewichtete Durchschnitt der Wahrscheinlichkeiten für jedes dieser Szenarien spiegelt sich in unterstützenden, aber immer noch historisch günstigen, marktbasierenden Inflationserwartungen (Breakeven-Zinsen) wider. Inflationsgeschützte US-Schatzpapiere mit einer Laufzeit von 10 Jahren preisen durchschnittliche jährliche Verbraucherpreissteigerungen in den USA von 1,07% über die nächsten 10 Jahre ein. Wir halten dies für gering angesichts des nicht wahrgenommenen Wachstums der Geldmenge und der gestörten aggregierten Angebots- und Nachfrageketten. Die Inflationserwartungen in den USA reagieren empfindlicher auf das Wachstum, während die Inflation in der EU weniger volatil und hartnäckiger ist, da sie stärker von staatlicher Regulierung abhängt. Wir empfehlen Anlegern, **die erwarteten Inflationsindikatoren in den nächsten Quartalen und Jahren genau zu verfolgen.**

Die deutschen 10-Jahres-Zinssätze fielen um bemerkenswerte 11 bp auf -59 bp. Die Konvergenz der Zinssätze innerhalb der EU ist sowohl in den Semi-Core-Märkten als auch in Spanien und Portugal zu beobachten. Die italienischen Zinssätze am kurzen Ende hielten sich gut, während die 10- und 30-Jahres-Zinssätze weiter litten. Die italienischen Zehnjahressätze beendeten die kurze Woche mit einem Rückgang um 8 Basispunkte auf 1,75% gegenüber einem unveränderten 30-jährigen Satz von 2,60%. Der Marktkonsens konzentriert sich auf den fairen Wert von 10-Jahres-Bundesanleihen. Mit dem TLTRO III, der den Weg für eine Finanzierung zu einem Satz von -1,00% frei macht, treten wir in eine weitere Phase der Anpassung durch die EZB ein. Es liegt auf der Hand, dass der deutsche 10-Jahres-Satz länger negativ bleiben wird, als wir erwartet oder gewünscht hatten.

EUR-IG-Unternehmensanleihen beendeten den Monat April mit einer positiven Bewertung. Mit Spreads bei 1,93% und einer Rendite von 1,30% war die Erholung von Spread-Höchstständen von 250 bis 260 bp und Renditen von über 2,00% schnell und heftig. Die Rating-Agenturen haben jedoch das Tempo ihrer Neubewertungen erhöht. Wir müssen uns auf mehr Druck auf die mit BBB bewertete Gruppe einstellen. Eine höhere Selektivität wird sich allmählich auf das IG-Anleihenuniversum auswirken und sich in einer höheren Qualitätspräferenz der Anleger niederschlagen. **Dieses Segment bleibt aufgrund seiner Widerstandsfähigkeit und des Backstops der Zentralbank unser bevorzugtes Universum über alle festverzinslichen Sektoren hinweg.** IG-Unternehmensanleihen in den USA profitierten kurzzeitig von

den Ankündigungen der Fed, ihre Kreditvergaben zu lockern. Wir werden sehen, ob die Fed in dem Moment, in dem sie aktiv zu intervenieren beginnt, tatsächlich die Finanzbedingungen verbessert. Da die Zahl der ‚Fallen Angel‘ (Unternehmen, die ihr IG-Rating verlieren) weiter steigen wird, erwarten wir eine **höhere Streuung der Kreditspreads im Hochzins-Universum**. Die hohe Unsicherheit wird das Privatkundengeschäft länger vom Markt fernhalten. Dies bedeutet auch, dass das Vertrauen der Institutionen und die Nachfrage die High Yield-Spreads in den kommenden Monaten antreiben werden. Angesichts der 50%igen Korrelation des HY-Segments mit den Aktienmärkten haben wir den Eindruck, dass **HY noch nicht über den Berg ist**. Jede neue Korrektur der Aktienmärkte in den nächsten Monaten wird im Hochzinsuniversum zu spüren sein. Mit einer Rendite von 5,8% und Spreads von 630 Basispunkten in Europa sollten langfristige Anleger vor dem bevorstehenden Ausfallzyklus geschützt sein. Dasselbe gilt für den US-HY-Markt mit einer Rendite von 8,2% und einem Spread von 758 Bp. Die Anleihenmärkte der Schwellenländer schlossen den Monat auf einer starken Basis. Die Spreads in Landeswährung (GBI-EM) verengten sich um 5 Bp auf 430 Bp. In Hartwährung waren die Spreads ebenfalls etwas enger. IG wurde in Hartwährung mit 345 bp (-5 bp) gehandelt. Die breiten Hartwährungen (EMBIG) verengten sich um 10 Bp (auf 630 Bp) und die Spreads von Staatsanleihen aus Subsahara-Afrika verengten sich in Hartwährung um 15 Bp (auf 935 Bp).

Die Währungen der Schwellenländer haben endlich Unterstützung gefunden. Der südafrikanische Rand (plus 4,9% in EUR), der mexikanische Peso (plus 4,9%), der brasilianische Real (plus 4,2%) und die indonesische Rupiah (plus 3,0%) waren in der vergangenen Woche die größten Gewinner. Am anderen Ende des Spektrums finden wir die Währungen der Dominikanischen Republik (-0,9% in EUR), Ghanas (-0,9%), Argentiniens (-0,8%) und der Türkei (-0,6%).

Seit Jahresanfang sind die Philippinen (plus 10,5%) der Markt mit der besten Performance, wenn man die Gesamtrendite betrachtet. Die drei führenden Länder liegen alle in Asien: China (7,2%), Singapur (4,6%) und Indien (3,5%). Am schlechtesten schnitten Südafrika (-25,8%), Brasilien (-21,0%), Mexiko (-15,8%) und Kolumbien (-15,4%) ab. Südafrikanische Anleihen schienen in der vergangenen Woche einen Boden gefunden zu haben. Sie legten trotz ihres (WGBI-)Indexausschlusses um 60 Basispunkte zu.

Zusammenfassung

Als Anleiheninvestoren verfolgen wir die Aktienmärkte in diesen Tagen genau und denken über den berühmten Spruch nach: „Sell in May and go away ... don't come back until St Leger Day!“. In den letzten 10 Jahren war die Performance des S&P 500 in 60% der Fälle positiv, aber auf monatlicher Basis war dieser Wert niedriger, so dass die durchschnittliche Performance bei -1,23% lag. Die technischen Daten bleiben negativ. Es wird alles abhängen von längerfristigen Gewinnschätzungen und Multiplikatorschätzungen über alle Sektoren hinweg und den Nachrichtenfluss über die Viruseindämmung. Die Welt wird Daten aus Georgia verfolgen, einem der ersten US-Bundesstaaten, der aus dem Lockdown aussteigt, gefolgt von Texas Mitte Mai. Auch in Europa werden einige Länder mit Lockerungsmaßnahmen experimentieren. Das Schicksal des Aktienmarktes könnte die Kernzinsen auch über den Mai/Juni steuern. Die Betonung liegt auf ‚Könnte‘, da wir unbekanntes Terrain betreten. In den letzten 20 Jahren war die Performancekorrelation zwischen Aktien und Anleihen negativ. Eine negative Aktienperformance wurde durch eine positive Anleihenperformance ausgeglichen. Ausgewogene Portfoliomanager profitierten davon in hohem Maße. Die 50/50-Diversifizierung über Anleihen und Aktien war die Regel. Da die Leitzinsen auf den weltweiten Finanzmärkten der Industrieländer „null Prozent“ betragen, könnte diese Regel in Frage gestellt werden. **Unter stabilen disinflationären Bedingungen könnte möglicherweise weiterhin ein gewisser Schutz von Anleihen ausgehen.**

Unter deflationären Bedingungen oder unter inflationären Bedingungen mit einer Inflationsrate von über 2 bis 3% könnte die Korrelation jedoch instabil werden. Phasen positiver Performance-Korrelationen traten in den 70er und teilweise in den 90er Jahren auf. Die Aktienmärkte litten, während die Zinsen stiegen, was auch für Anleiheninvestoren eine Herausforderung darstellte. Korrelationen ändern sich nicht von heute auf morgen, aber Anleger sollten sich vor möglichen Überraschungen hüten sobald die Phase der Goldilocks-Disinflation vorbei ist.