

DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

Ausschnitte aus dem Sommer 2020 – und 1929

Stand der Dinge

- In vier Monaten werden wir hoffentlich wissen, wer der 46. Präsident der USA sein wird. Nach mehreren Umfrageergebnissen (US PredictIt 2020, Real Clear Politics 2020) liegt Trump im Durchschnitt neun bis zehn Prozentpunkte hinter Biden zurück. Das ist ein erheblicher Rückstand. Die Märkte haben sich - zu Recht - ausschließlich auf die Auswirkungen der Pandemie konzentriert. Auf einen kurzen Marktschock folgte eine Erholung der Finanzmärkte in Lichtgeschwindigkeit. Mega-Cap-Technologiewerte und digitale Giganten führten den Anstieg an. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Nervosität rund um die US-Wahlen die Märkte in Aufruhr versetzen wird. Trumpf repräsentiert im Wesentlichen die 80%/20%-US-Wirtschaft. Eine seiner wichtigsten Errungenschaften war die Senkung des durchschnittlichen Körperschaftssteuersatzes auf 21%. Während der Trump-Präsidentschaft konnten US-Unternehmen Aktienrückkäufe steigern, wie es sie in keiner anderen Phase der Geschichte gegeben hat. Eine der ersten politischen Kehrtwendungen unter einer Biden-Präsidentschaft wird eine Rücknahme dieser Politik sein, um die US-Wirtschaft (wieder) in ein 70%/30%-Gleichgewicht zu bringen. Biden erklärt, den Körperschaftssteuersatz auf 28% zu erhöhen. Darüber hinaus wird er US-Unternehmen bestrafen, die Gewinne im Ausland einbehalten und internationale Steuerarbitrage-Strukturen ausnutzen. In dieser Hinsicht zielen der Amtsinhaber und Biden auf dieselben Mega-Cap-Unternehmen ab, deren Bewertungen in der ersten Hälfte des Jahres 2020 in die Höhe geschneit sind. Die Märkte sind darauf vorbereitet und haben die düstere Gewinnsaison dieser Woche eingeläutet. Bleibt die Frage, ob sie bereits einen Biden-Sieg diskontiert haben? **Dieser wichtige politische Unsicherheitsfaktor wird neben der enormen wirtschaftlichen und sozialen Unsicherheit die Märkte im Allgemeinen und die US-Zinsen im Besonderen in den nächsten vier Monaten in Schach halten.**
- In einer eher technischen Betrachtung wollen wir uns mit der Form und den Niveaus der USD- und EURO-Overnight-Indexed-Swap-Kurven (OIS) befassen. Diese Kurven zeigen kurzfristige Zinssätze auf dem aktuellen oder niedrigeren Niveau über die nächsten drei Jahre und auf extrem niedrigen Niveaus über 10 und 30 Jahre. Ferner stellen sie im Wesentlichen die Markterwartungen für die Tagesgeld-Zinssätze der FED und der EZB und deren Laufzeitstruktur dar. Bei der Berechnung der Laufzeitstruktur auf der Grundlage des Tagesgeldsatzes ergibt sich ein 3-Jahres-USD-Satz von 0,00% und ein EUR-Satz von -53 Basispunkten (bp). Im USD-Bereich von 10 Jahren erhalten wir 40bp und einen 30-Jahres-USD-OIS-Satz von 65bp. Auf der EUR-Seite erhalten wir -32bp für einen 30-Jahres-EUR-OIS-Satz bei -10bp. Diese Kurven sind für die Preisfestsetzung für derivative Instrumente auf der ganzen Welt von großer Bedeutung. Die Kurvenform und das Niveau dieser Zinssätze weisen für das nächste Jahrzehnt **eine enorme Stabilität auf niedrigem Niveau** auf. Wir sind in eine neue Ära eingetreten, in der die Geld- und Finanzpolitik dominieren und gleichzeitig eng miteinander verbunden sein wird.
- Zurzeit lese ich **“The Day the Bubble Burst: A Social History of the Wall Street Crash of 1929”** von

Gordon Thomas und Max Morgan-Witts. Mich zogen die vielen Ähnlichkeiten zwischen heute und damals in ihren Bann. Politische Manöver, die die Finanzmärkte als Instrument zur Popularitätssteigerung nutzen. Börsenbeteiligung als Kanal zur Verringerung von Ungleichheit! Anfang letzter Woche lockten die von der chinesischen Regierung kontrollierten Zeitungen die Menschen weiterhin zu Investitionen an der Börse. Dies führte dazu, dass der Shanghai Shenzhen CSI 300 Index seit dem 1. Juli um 14% gestiegen ist. Trump beherrscht die Kunst, Wirtschaftsdaten, sprunghaft ansteigende Aktienindizes oder die negativen Zinsen in Europa zu nutzen. Seine Regierung übt Druck auf die Geld- und Finanzpolitik aus und behauptet, lebhafte Märkte führten zu einer besseren Zukunft für alle. Bis Ende Juli dürfte ein fünftes fiskalisches Ausgabenprogramm, welches das sich beschleunigende Haushaltsdefizit schätzungsweise um eine weitere Billion USD erhöhen wird, den US-Konsum und die US-Aktienmärkte steigern und die Chancen auf Trumps Wiederwahl verbessern. **Infolgedessen haben unzählige neuer Kleinanleger, jung und alt, den Nervenkitzel des Investierens oder besser des Day-Tradings entdeckt.** Die Presse und die Massen lieben dies, so wie es vor 91 Jahren ebenso der Fall war. Der Vollständigkeit halber sei gesagt, dass der große Unterschied zwischen heute und damals die Geldpolitik ist. Die geteilte Führung der FED wollte 1929 spekulatives Verhalten ersticken. Sie verzichtete auf die Bereitstellung von Bankfinanzierungen, als dieses Geld zu Margin-basierten Investitionen führte. Heute verfolgt die Fed eine Nullzinspolitik und tätigt massive Käufe von Vermögenswerten über das gesamte Risikospektrum hinweg. **Wenn es also eine Blase gibt, könnte es Jahre dauern, bis sie platzt, da die Finanzstabilitätshüter bei der Party mitmachen.**

Bewertungen

- Ein leichtes ‚Bear steepening‘ wandelte sich in der vergangenen Woche in ein leichtes ‚Bull flattening‘, wobei die Betonung auf ‚leicht‘ liegt! In Bezug auf die US-Zinsen schlossen 2-jährige Papiere unverändert bei 15 bp, während die 10-jährigen Zinsen um 3 bp und die 30-jährigen Zinsen um 8 bp in Richtung 0,64% bzw. 1,35% fielen. Die Steilheit der 2 versus 30-Jahres-Kurve liegt um die 120bp oder etwa 5bp von ihrem langfristigen Durchschnitt von 115bp entfernt. Auf der gesamten US-TIPS-Kurve haben sich die realen Zinssätze inzwischen im mittlerweile akzeptierten negativen Bereich konsolidiert. Der jüngste Anstieg des Goldpreises war eine Art Aufholbewegung. Anleger sollten sich darüber im Klaren sein, dass Gold und Realzinssätze in hohem Maße negativ korreliert sind. **Wenn also der positive Goldtrend intakt bleibt, sollte er parallel zu den negativer werdenden US-Realzinsen verlaufen.**
- In der vergangenen Woche war die Stärke in 10-jährigen deutschen Bundesanleihen stets präsent, die bei -47,3 Basispunkten schlossen. Jedes risikolose Ereignis reicht aus, um diesen Referenzzinssatz durch den Widerstand von -50 bp zu drücken. **Es liegt auf der Hand, dass die langfristigen Refinanzierungsinstrumente (TLTROIII), die dem EU-Bankensystem von der EZB bei einem -1,00%-Niveau auf dem Silbertablett angeboten wurden, den Torpfosten verschoben haben könnte.** Die 10-Jahres-Bundesanleihe könnte einen niedrigeren Gleichgewichtsbereich von etwa -50bp bis -75bp gegenüber dem bestehenden Bereich von -25bp bis -50bp anstreben. Dies dürfte auch dazu beitragen, die Finanzierungskosten in den Euro-Mitgliedsländern zu senken. Da Spanien und Portugal im 10-Jahres-Bereich knapp über 40 Basispunkten handeln, könnte dies ihre Finanzierungskosten in Richtung 25 Basispunkte drücken. Italien, dessen 10-jährige Anleihen bei 1,22% schlossen, könnte sich bei 1,00% oder in Richtung der 0,92%-Tiefs von Anfang 2020 einpendeln. Die Verhandlungen über den EU-Konjunkturfonds entwickeln sich im Laufe des Sommers zu einem positiven Abschluss und

könnten zu einem Katalysator der Anpassung des Marktes für europäische Staatsanleihen werden.

- **Die Märkte für EUR-Investment Grade-Unternehmensanleihen erholten sich über der -1,00%-Marke und schlossen bei -0,87% seit Jahresbeginn.** Die wöchentliche Gesamrendite von 27 bp wurde hauptsächlich durch die Abflachung der Kreditkurven von Qualitätsunternehmen erzielt. Da sich der Konsens „lower for longer“ bei den Zinssätzen festigt, wollen institutionelle Anleger die attraktive Bewertung von hochwertigen Unternehmensanleihen mit Laufzeiten zwischen 15 und 30 Jahren nutzen.
- **Im EUR High Yield (HY)-Segment werden wir den September abwarten müssen, um eine höhere Dynamik bei den Primäremissionen zu erreichen.** Ende Juni erreichten die Ausfälle einen sehr bescheidenen Wert von 2,3%. Die Risikoaversion hindert Anleger daran, in diesen Sektor einzusteigen. In den USA ist der HY-Markt in besserer Verfassung, da die Unterstützung der FED vorhanden ist. Selbst als die Ausfallrate im Vergleich zum Juni in Richtung 6,3% stieg, verzeichnete der US-HY-Markt mit 55,6 Mrd. USD **die höchste Monats-Emission aller Zeiten.** Die Zuflüsse in Richtung US HY bleiben robust.
- **Die Schwellenmärkte verzeichneten in dieser Woche geringe positive Renditen.** Die Spreads in Landeswährung (GBI-EM) weiteten sich um 2bp auf 392bp aus. Hartwährung Investment Grade wurde mit 236bp (-4bp) gehandelt. Die breite Hartwährung (EMBIG) verengte sich um 4bp auf 477bp. Die Renditeaufschläge in Subsahara-Afrika in harter Währung wurden unverändert bei 721 Basispunkten gehandelt.
- **Die Währungen der Schwellenländer legten im Durchschnitt um 0,3% zu.** Die positivsten Performer waren der chilenische Peso +1,5% in EUR, angetrieben von der V-förmigen Erholung der Kupferpreise, der südafrikanische Rand (+0,6%) und der peruanische Sol (+0,4%). Der uruguayische Peso (UYU) war der größte Verlierer (-3,9% in EUR). Die Zentralbank Uruguays, eine der wenigen Notenbanken, die die Zinssätze in diesem Jahr nicht gesenkt hat, kündigte an, dass sie die wöchentlich zu leistenden Zahlungen, die in USD zu begleichen sind, akzeptieren wird. Dies bedeutet, dass sie tatsächlich versucht, USD statt UYU zu erhalten. Dies verärgerte Anleger, da die Ankündigung kurz nach der Ausgabe von Anleihen in Landeswährung erfolgte.
- **Die Emissionstätigkeit in den Schwellenländern hält mit dem bisher höchsten vierteljährlichen Emissionsvolumen von 231 Milliarden USD im zweiten Quartal 2020 in Rekordtempo an.** El Salvador (Rating B3, positiver Ausblick bei Moody's und B-, stabiler Ausblick bei S&P) begab erfolgreich Anleihen mit Fälligkeit 2052 im Wert von 1 Mrd. USD zu einer Rendite von 9,50%, die erste Emission von Anleihen in der Region mit einem Rating unter BB. Wir sehen für diesen (ziemlich langen) Punkt der Kurve ein begrenztes Wertpotenzial. Costa Rica wird bevorzugt. Das Land hat ein besseres Rating (B2 bei Moody's und B bei S&P), ist besser im ESG-Ranking und wird als 38. Mitglied der OECD beitreten.
- Südafrika erlebte eine turbulente Woche. Die Staatsanleiherenditen **setzten den nach der letzten Haushaltsveröffentlichung eingeleiteten Aufwärtstrend fort.** Dieser Trend wurde durch Zahlen untermauert, die ein abnehmendes Tempo der Anleihekäufe durch die Zentralbank sowie eine enttäuschende Nachfrage seitens der Investoren bei der ersten wöchentlichen Auktion mit erhöhtem Angebot (6,6 Milliarden ZAR gegenüber 6,1 Milliarden ZAR zuvor) zeigten.

Schlussfolgerung

- Nach unserem Aufruf zum Realismus wollen wir diese Woche einen **Aufruf zur Geduld** machen. Bei der Investition in Anleihen wird Geduld zu einem Schlüsselfaktor werden, da der Kapitalzuwachs abnehmen und die Einkommenszuwächse abflachen werden. Der starke Renditerückgang im ersten Halbjahr 2020 hat es Anlegern in festverzinslichen Wertpapieren ermöglicht, sich gut von den Turbulenzen im März zu erholen. **Wenn man über das Jahr 2020 hinausblickt, wird die Wertschöpfung an den Rentenmärkten ein hohes internationales Engagement und einen wirklich globalen Ansatz für den Portfolioaufbau erfordern.**
- Der Zweck unserer kurzen Überlegung bis 1929 ist nicht, Angst vor Blasen zu schüren, ganz im Gegenteil. Es ist eine Einladung, ein interessantes Buch zu lesen. Ein Buch, das die Komplexität in der Gesellschaft in jenem Moment offenbart, in dem die kombinierte Wirkung von öffentlicher und privater sowie Geld- und Finanzpolitik zu unerwünschten Ergebnissen führt. Auch wenn jeder für sich genommen ein optimales, rational vertretbares Ergebnis erzielen will.