

DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

Die Europäische Union übernimmt die Führungsrolle

Stand der Dinge

- Die Einigung im Europäischen Rat vom 21. Juli über den Europäischen Konjunkturfonds und den mehrjährigen EU-Haushalt war vor allem an den Devisenmärkten sichtbar. Der Euro wertete gegenüber den meisten Währungen der Industrie- und Schwellenländer auf. Das Haupt-Paar EUR/USD schloss die vergangene Woche 2% höher ab - bei 1,1656. **Solche schnellen Bewegungen sollten Aufmerksamkeit erregen.** Was steckt hinter dieser Anpassung in nur einer Woche, in der sich die Zins-, Anleihen- und Aktienmärkte demgegenüber wenig inspirierend verhielten? **Der starke Euro könnte eine Art Werbung für die Einheitswährung verkörpern.** Eine Werbung, die den Status des Euro als Reservewährung stärkt. Wir behaupten nicht, dass der USD seine unangefochtene Position als globale Reservewährung verliert, aber wir könnten sehen, wie der Marktanteil des Euro unter den globalen Reservewährungsmanagern wächst. Ab 2021 wird die EU über die Europäische Kommission mit der Emission von Anleihen des ‚Euro Recovery Fund‘ mit Laufzeiten zwischen 3 und 30 Jahren beginnen. Im Wesentlichen werden wir die Entstehung eines liquiden, qualitativ hochwertigen (AAA), sicheren EU-Anleihenmarktes erleben, der direkt mit dem US-Treasury-Markt konkurriert. Vor nicht allzu langer Zeit wurde der Euro im Hinblick auf Überlebenswahrscheinlichkeiten analysiert. **Seit letzter Woche steht fest: Die Zukunft des Euro sieht besser aus, und der Markt honoriert diese Aufwertung des Reservewährungsstatus entsprechend.** Gleichzeitig isolieren die anhaltenden geopolitischen Spannungen zwischen den USA und China die Vereinigten Staaten stärker als das Reich der Mitte. Der USD war während eines Großteils des 20. und auch zu Beginn des 21. Jahrhunderts die dominierende Welt-Reservewährung. Realistischerweise besteht Einigkeit darüber, dass China sich im laufenden Jahrzehnt zur führenden Weltwirtschaftsnation noch vor den USA entwickelt. Über solch relativ lange Zeiträume ist es schwierig, Portfolios zu positionieren, aber zwischen dem USD und dem Euro könnte in der Reservewährungsbilanz ein neues Gleichgewicht entstehen. Bereits vor Kurzem habe ich einen schwächeren USD angesichts des aggressiven Bilanzwachstums der EZB und des Mangels an synchronisierten globalen Wachstumsbedingungen für das Jahr 2021 vorhergesagt. Hierfür spricht nun auch das oben genannte Argument der Euro-Reservewährung. Ungeachtet dessen bleibt die Schlussfolgerung bestehen: **Wir sprechen uns für ein angemessenes USD-Engagement aus, um die Diversifizierungsqualität inmitten eines globalen Portfolios zu optimieren.** Es obliegt dem Portfolioverwalter zu definieren, welcher Prozentsatz mit dem Begriff „angemessen“ verbunden ist. Der Vollständigkeit halber verweise ich auf die Fähigkeit des japanischen Yen, Finanzmarktschocks in einem zunehmendem Risk-Off-Momentum abfedern zu können. Zugegeben, das war in den letzten 3 Monaten nicht wirklich der Fall, aber über längere Zeiträume behält der JPY neben dem USD seinen Sicherheitsstatus.
- **Es ist an der Zeit, Minskys Hypothese zu überdenken, dass Wirtschaftsakteure, die ein geringes finanzielles Risiko beobachten, dazu veranlasst werden, mehr Risiken einzugehen.** Eine übermäßige Risikobereitschaft kann zu einer Krise führen. Minsky fasste dies wie folgt

zusammen: „Stabilität destabilisiert“. Die Volatilität der Finanzmärkte ist ein Zustand, der für sich allein genommen wenig Einfluss auf die Risikobereitschaft, die Realwirtschaft oder die Finanzkrise hat. Momente unerwartet niedriger oder hoher Volatilität können zu schlechten Marktergebnissen führen. Auch Zeit ist eine wichtige Voraussetzung. Unerwartet niedrige Volatilität muss lange genug präsent sein, um Kredit- bzw. Anleihenbooms aufzubauen. Für den Aufbau von Aktienbooms ist hingegen weniger Zeit mit niedriger Volatilität erforderlich. Daher stellt sich die Frage, wie lange die globale geld- und fiskalpolitische Reaktion seit März in der Lage ist, die Volatilität einzudämmen und zu unterdrücken - eine Bedingung, die sowohl für die Anleihen- als auch die Aktienmärkte förderlich ist. Die Antwort ist klar: Wir wissen es nicht, da uns ein geeigneter Maßstab fehlt. Der einzige Bezugszeitraum führt uns zurück in den Zweiten Weltkrieg, eine Zeit, in der die Finanzmärkte stark reguliert und weniger offen waren als heute. Die Geldpolitik der Industrieländer hat die langfristigen Zinssätze ruhiggestellt. Der explizite und implizite Rahmen zur Kontrolle der Renditekurven erlaubt es Regierungen und Unternehmen, sich auf historisch niedrigen Niveaus zu refinanzieren. Der Bankensektor kann seine Rolle als Intermediär außergewöhnlich gut wahrnehmen und auf die Bildung eigener Bilanzrisiken verzichten. Das bedeutet, dass breite Investorenkreise über die Investmentfondsbranche, Versicherungsgesellschaften, (Sektor-)Pensionsfonds und Kleinanleger große Mengen an Finanzprodukt-Exposure absorbieren. Da das monetäre Sicherheitsnetz gut funktioniert und die Glaubwürdigkeit intakt ist, nimmt das Gewicht der Fiskalpolitik zu. Eine schlechte Fiskalpolitik, die auf Subventionen und unproduktive Projekte ausgerichtet ist, wird die Zeit der Stabilität verkürzen. Eine gute, verantwortungsvolle und integrative Fiskalpolitik, die auf wertschöpfende Projekte ausgerichtet ist, könnte allerdings die Zeit verlängern, bis wir wieder auf ernsthafte Unebenheit stoßen.

Bewertungen

- **Die Abflachung der US-Zinskurve war in der vergangenen Woche wieder zurück.** Die 2-jährige Anleihe verharrte zwischen 14 und 15 Basispunkten (bp), während 5-jährige Anleihen ein Allzeittief von 25 bp erreichten und bei 27,5 bp schlossen. Die 10-Jahres-Anleihen fielen unter 60 bp und schlossen bei 59 bp. Der Gewinner war die 30-Jahres-Laufzeit, die mit 1,23% um satte 10 bp fiel. Die Marktteilnehmer erkennen allmählich, dass die wirtschaftliche Erholung langwierig und ungleichmäßig sein wird. Angesichts einer potenziell gemäßigten Fed-Sitzung am Mittwoch und einer Reihe neuer Inflationsdaten, die kaum positiv sein werden, erwarten wir eine weitere stabile, „ereignislose“ Woche bei US-Treasuries. Die 10-jährige TIPS-Auktion am Donnerstag hat bestätigt, dass die Nachfrage nach inflationsgebundenen Anleihen solide ist. Die 10-jährigen US-Inflationserwartungen lagen bei 1,50%. Dieses Niveau führt uns für die USA und die EU zurück in den Februar bzw. die Vor-Corona-Märkte. Wir erwarten eine weitere Normalisierung und einen Rückgang der 10-jährigen Realzinsen deutlich unter -1,00%. Sie schlossen die Woche bei -0,91%.
- **Die Märkte für europäische Staatsanleihen regierten erleichtert auf die positiven Auswirkungen der Ergebnisse des EU-Gipfels.** Die Konvergenz der Zinssätze innerhalb der EWWU setzte sich unvermindert fort. Der Spread zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren schloss bei 145 bp, was einem Rückgang um solide 15 bp entspricht. Der Renditeaufschlag für 10-jährige Anleihen fiel mit -45 bp auf seinen bisherigen Jahresdurchschnitt zurück. Die Zinssätze für 10-jährige Staatsanleihen Spaniens und Portugals gingen um weitere 5 bp zurück und schlossen bei etwa 35 bp. Der 10-jährige Spread zwischen deutschen und französischen Staatspapieren verharrt bei 30 bp. In den nächsten

Quartalen ist mit Tests unter 20 bp zu rechnen, da sich die wirtschaftlichen Bedingungen in Frankreich schneller verbessern als in der EU. Dies wird sich in niedrigeren Risikoprämien niederschlagen. Die EUR-Staatsanleihemärkte haben 39 bp zur diesjährigen Bilanz hinzugefügt, entsprechend einer Performance von +2,68% Year-to-Date.

- **Einmal mehr erlebten die EUR Investment Grade-Unternehmensanleihen-Märkte mit einem Ergebnis von 44 bp eine herausragende Woche.** In weniger als 5 Monaten erholte sich der Sektor und kehrte mit -5 bp seit Jahresanfang in den positiven Bereich zurück. Die Primärmärkte sind lebhaft und die durchschnittlichen Renditen mit 78 bp nach wie vor attraktiv im Vergleich zu den Staatsanleihemärkten mit einer Duration von 28 bp und einer durchschnittlichen Performance von nur 0,01% oder 1 bp.
- **Die EUR-High Yield (HY)-Dynamik war stark und trug 95 bp zur Performance bei.** Year-to-date schloss der Sektor bei -3,10%. Mit einer effektiven Rendite von rund 4,10% und einem Spread von rund 475 bp setzt der Sektor seinen Erholungsprozess fort. Die Aktivität an den Primärmärkten ist solide. Die monetäre und fiskalische Unterstützung ist ein Schlüsselfaktor für die weitere Besserung des HY-Universums. Wenn wir auf die Schwellenländer schauen, sehen wir, dass sich mehr abgemüht wird, allerdings mit langfristigem Wert.
- Bei der Prozession von Echternach, einer kleinen Stadt in Luxemburg, bewegen sich die Menschen drei Schritte vorwärts, gefolgt von zwei Schritten rückwärts. **In den letzten zweieinhalb Monaten folgten die Märkte für Schwellenländer-Staatsanleihen in Landeswährung dem gleichen Muster: auf und ab, aber ohne wirklichen Fortschritt.** Die Spreads entwickelten sich relativ gut. Die Spreads in Landeswährung verengten sich in der vergangenen Woche um 4 bp auf 386 bp. Hartwährungs-Investment Grade wurde mit 220 bp (-13 bp) gehandelt. In der breiten Hartwährung verengten sich die Spreads um 19 auf 457 bp. Die Spreads in Hartwährung in Subsahara-Afrika weiteten sich um 3 auf 725 bp aus.
- Ein billiger US-Dollar ist in der Regel ein gutes Vorzeichen für die Währungen der Schwellenländer. Der Dollar-Spot-Index gibt den Wert des USD gegenüber den wichtigsten Weltwährungen an. Der Index fiel von etwa 96 in der vergangenen Woche auf 94,63 - den niedrigsten Stand seit September 2018. Die Lokalwährungsmärkte konnten, gemessen in EUR, im Zuge dieser Entwicklung nicht zulegen. Sie verloren im Durchschnitt rund 1%. Der ungarische Forint (+1,8% in EUR), der brasilianische Real (+1,7%), der polnische Zloty (+1,6%), der uruguayische Peso (+1,5%), die tschechische Krone (+1,4%) und der chilenische Peso (+1,2%) legten zu. Alle anderen Währungen aus unserem Anlageuniversum verzeichneten negative Renditen. Jamaika-Dollar (-3,4% in EUR), ukrainische Griwna (-3,1%) und ghanesischer Cedi (-3,0%) waren die Hauptverlierer. Vorerst scheinen sich sowohl ein schwächerer USD als auch eine Verbesserung der Rohstoffpreise kaum positiv auf die Lokalwährungen der Schwellenländer auszuwirken.
- Argentinien verhandelt noch immer mit den Anleihegläubigern über ein Angebot, das dem Land einen Schuldenerlass von mehr als 35 Milliarden USD (bei einer Staatsverschuldung von 325 Milliarden USD) verschaffen würde. Selbst wenn eine Einigung zustande käme, würde dies Argentinien eine untragbare Schuldenlast aufbürden. Je nachdem, wie stark die Wirtschaft schrumpft (je nach Umrechnungskurs des Peso), wird die Verschuldung in Prozent des BIP auch nach diesem Abkommen 100% oder mehr erreichen. Auf den Philippinen, einem der Märkte mit den besten Ergebnissen in diesem Jahr (+11% seit Jahresanfang in USD), ordnete Präsident

Rodrigo Duterte an, diejenigen zu erschießen, die gegen die Regeln der sozialen Distanz verstoßen. Die Ukraine emittierte erfolgreich Anleihen im Wert von 2 Milliarden EUR mit einer Laufzeit von 12 Jahren und einer Rendite von 7,25%. Anfang dieses Monats annullierte sie die Emission nach dem Rücktritt des Zentralbank-Gouverneurs. Aufgrund der Tatsache, dass die Anleihen für einen staatlichen Emittenten die höchstmögliche Rendite in EUR bieten, glauben wir, dass bei diesem Niveau nur sehr wenig Performance-Potenzial besteht. In Mexiko plant die Regierung eine Reform des Rentensystems in Form einer Erhöhung der Arbeitgeberbeiträge. In Ungarn erleben wir eine massive Rallye der langen Laufzeiten, seit die Zentralbank ankündigte, die Rückkäufe in diesem Teil der Zinsstrukturkurve auszudehnen. Im April erhöhten wir unsere Position am langen Ende in Ungarn von null auf 2,5%, während wir aus unserer Position im mittleren Bereich der polnischen Zinskurve Gewinne mitnahmen. Wir glauben, dass das kurze Ende der lokalen rumänischen Zinskurve mit Renditen um 3,35% Wertpotenzial bietet. Denn der Markt diskontiert weitere Zinssenkungen der rumänischen Zentralbank nur unangemessen ab.

Schlussfolgerung

- Die Europäische Union und die Eurozone haben in der vergangenen Woche eine historische Hürde genommen. **Die Geburt einer sicheren europäischen Anleihe ist Realität. Anleger sollten diesen Moment zu schätzen wissen. Europa ist weltweit führend in Sachen Solidarität, Demokratie und Hoffnung auf eine bessere Zukunft.**
- Anleger stellen sich unklaren Herausforderungen, während die Renditen globaler, qualitativ hochwertiger festverzinslicher Produkte deutlich unter 1,00% fallen. Anleihen bieten geringe Risikoprämien über ihre nominalen Verzinsungen hinaus. Qualitative Aktienanlagen sind währenddessen sicherlich eine mögliche Alternative. Während der Kapitalismus versucht, sich an ein neues Regime anzupassen, in dem die Währungs- und Finanzbehörden die Kontrolle übernehmen, bleibt folgendes Fazit: Seien Sie vorsichtig.