

DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

Ein ernsthafter Mangel an Realismus

Stand der Dinge

- Die US Non-Farm Payroll (NFP)-Zahlen vom vergangenen Donnerstag zeigten einen Anstieg von 4,8 Millionen Arbeitsplätzen im Vergleich zum Juni. Die Konsensschätzungen lagen bei 3,23 Millionen – also eine weitere Überraschung in der Liste der positiven Wirtschaftsdaten. Die Marktteilnehmer (und die US-Regierung) billigten die NFP-Ergebnisse. US-Risikoanlagen schlossen die verkürzte Woche dementsprechend stark ab. Gleichzeitig stiegen die anfänglichen Arbeitslosengeldbezieher um 1,43 Millionen, während fortgesetzte Ansprüche mit knapp unter 20 Millionen beziffert wurden. Die Verfolgung realwirtschaftlicher Daten ist wichtig, um die Stärke einer Erholung (oder das Ausbleiben einer solchen) beurteilen zu können. Wir müssen sie jedoch aus dem richtigen Blickwinkel betrachten, um die Wirtschaftsdaten richtig interpretieren zu können. Wir haben anstatt des monatlichen NFP-Anstiegs die Gesamtzahlen betrachtet. Von ihrem früheren Höchststand von 152 Millionen Ende Februar und ihrem Tiefststand von 130 Millionen Ende April haben sich die Arbeitsplätze nun auf 138 Millionen erholt. **Allerdings sind die NFP-Zahlen vom vergangenen Donnerstag mit Vorsicht zu genießen.** Rechnet man die 20 Millionen dauerhaften Anspruchsnehmer hinzu, wird deutlich, dass die wirtschaftliche Erholung viel mehr Zeit in Anspruch nehmen wird, als die Märkte derzeit erwarten.
- Vorsicht ist auch geboten, wenn man versucht, Erholungen im Purchasing Manager Index (PMI) zu lesen oder vorherzusagen. Hierbei handelt es sich um einen monatlichen Stimmungsindikator, der wie folgt definiert ist: „[...] ein statistisches Maß, das häufig verwendet wird, um wirtschaftliche Wendepunkte zu erkennen. Er aggregiert mehrere Indikatoren, indem er untersucht, ob sie nach oben oder nach unten tendieren, **ignoriert jedoch das Ausmaß der Bewegung.** Der PMI wird berechnet, indem alle Antworten, die 'besser' anzeigen, zu denen addiert werden, die 'gleich' antworten. Diese Zahl wird dann in einem Prozentsatz ausgedrückt. Ein PMI von 50 ist also gleichbedeutend mit keiner Veränderung“. In den letzten Wochen zeigten die veröffentlichten PMI-Zahlen eine beträchtliche Stärke und erholten sich auf einen beruhigenden Bereich von 45 bis 52 (je nach Land oder Region). Es ist jedoch zu bedenken, dass die Möglichkeit einer menschlichen Voreingenommenheit besteht. Man fragt sich, ob die Einkaufsleiter, nachdem sie fast drei Monate lang nicht agieren konnten, **nur positive und optimistische Antworten auf die Umfragen hinterlassen wollten.** Da die PMI-Zahlen die Größenordnung des Trends ignorieren, stellen sie zudem die tatsächliche Relevanz der aggregierten Ergebnisse in Frage. **Unter der Oberfläche sehen wir weniger Optimismus.** Die Beschäftigungsaussichten haben sich nicht erholt. Darüber hinaus stellen wir einen von den Produktionskosten ausgehenden Inflationsdruck fest mit einem ‚Prices paid‘-Anteil von weit über 50. Gehen Sie also mit den PMI-Zahlen vorsichtig um!
- Der Stand der Dinge auf dem Gebiet der Volatilität von Vermögenswerten ist bemerkenswert. Wir beobachten eine klare Dichotomie an den Märkten. **Auf den Märkten für Zinssätze und Investment-Grade-Anleihen (IG) haben die Zentralbanken die Volatilität sehr wirksam**

eingedämmt. Die Volatilität der realisierten und erwarteten Zinssätze sowie der IG-Spreads ist auf ein historisch niedriges Niveau zusammenschrumpft. Da die quantitative Lockerung (QE) global geworden ist, ist die „Marktbreite“ dieser niedrigen Volatilität hoch. Auf der anderen Seite des Spektrums stellen wir fest, dass die Volatilität der High Yield (HY)-Spreads und die Aktienvolatilität nach wie vor überdurchschnittlich sind. Die Verteilung zwischen IG und HY schwankt aufgrund der sich beschleunigenden Ausfallerwartungen nur unwesentlich. In der ersten Hälfte des Jahres 2020 waren Zahlungsausfälle eher selten. Dennoch könnten sich die HY-Märkte auf ein schwierigeres Marktumfeld einstellen. Interessanterweise hat sich die steigende Zahl der ‚gefallenen Engel‘ für HY-Investoren als positiv erwiesen. Sie können nun ihre Portfolios in Richtung Unternehmen oder Kapitaltranchen diversifizieren, die in der Zeit vor Covid-19 ein IG-Label hatten. Dies könnte zu einem Dämpfer für die Volatilität werden. Bei den Aktien schloss der Volatilitäts-Index VIX am Donnerstag bei 27,7. Solch hohe Zahlen zeigen immer noch Potenzial für tägliche Bewegungen von über 1% im S&P500-Index. In diesem Fall ist auch die „Marktbreite“ des Index nicht ausschlaggebend, da der Großteil des Kursauftriebs in den technischen und digitalen Sektoren geleistet wurde. Vor der Pandemie bewegte sich der VIX zwischen 10 und 25. Um einen weiteren Rückgang der HY-Spreads um 100 Basispunkte (bp) zu erreichen, sollte sich der VIX unter 20 einpendeln. Hierzu herrscht noch Uneinigkeit.

Bewertungen

- **Die Zinsstrukturkurve von US-Treasuries hat in der vergangenen Woche einen steileren Verlauf angenommen.** Starke Nachfrage am kurzen Ende hielt 2-jährige Anleihen bei 15 Basispunkten, verglichen mit 16 Basispunkten Ende Juni. 10-jährige Anleihen stiegen um 3 Basispunkte und schlossen bei 67 Basispunkten, während 30-jährige Anleihen um 6 Basispunkte kletterten und bei 1,43% schlossen. Wieder einmal fand der größte Teil der interessanten Aktionen im Bereich US TIPS statt. Die reale US Treasuries-Kurve stieg ziemlich aggressiv an. Die reale Anleihe Juli 2025 schloss unter -1,00%, d.h. 11 Basispunkte niedriger als in der Woche zuvor. Der 10-jährige Realzinssatz schloss bei -75 Basispunkten und gab damit um 5 Basispunkte nach. Der reale Zinssatz über 30 Jahre blieb mehr oder weniger unverändert und schloss bei -19 Basispunkten. Die Inflationserwartungen setzten ihren Aufwärtstrend fort. Der Break-even auf 5-, 10- und 30-Jahresbasis schloss bei 1,23%, 1,39% bzw. 1,60%. Wir wiederholen, dass wir diese Bewegung als „Normalisierung“ einstufen. Wie bereits erwähnt, erwarten wir eine Beschleunigung des Preisauftriebs erst in den Jahren 2021-2023.
- Bei den **europäischen Staatsanleihen** (EGB) erregte Portugal viel Aufmerksamkeit mit einer äußerst erfolgreichen Auktion einer 15-jährigen Anleihe mit einem nachgefragten Volumen von über 40 Milliarden Euro. Insgesamt kam eine 4 Milliarden EUR schwere neue 0,90%ige Anleihe (Fälligkeit Oktober 2035) mit einer Rendite von 92,8 Basispunkten (Kurs 99,602%) auf den Markt. Sie kletterte schnell und schloss bei 101,50%. Auch Italien und Spanien verzeichneten ein anhaltendes Interesse über ihre Zinskurven hinweg. Die italienischen 10-Jahres-Zinsen pendelten sich bei 1,25% ein, was einem Rückgang von 4 Basispunkten entspricht. In der Zwischenzeit landeten die spanischen und portugiesischen 10-Jahres-Zinssätze knapp unter 45 Basispunkten. Wir wiederholen, dass Nachfrage/Angebot in den Sommermonaten unterstützend wirken werden. Die Kaufprogramme der EZB laufen auf Hochtouren und haben den Markt mit einem negativen Nettoangebot zurückgelassen. Wie die FED in den USA kontrolliert die EZB die Langfristzinsen. Die Märkte sind einer solchen Dominanz erlegen.

- Eine EZB-Studie, die **die positiven Effekte der kombinierten QE-Bemühungen analysiert** (die sich derzeit auf monatlich rund 120 Milliarden Euro belaufen), hat neu errechnet, wie tief der Einlagenzins sinken müsste, um ähnliche Auswirkungen auf die Inflation, die Kreditbereitstellung und die allgemeine wirtschaftliche Unterstützung zu erzielen. Das Ergebnis ist verblüffend. Der Einlagenzinssatz, der derzeit bei -50 Basispunkten liegt, müsste in Richtung einer Spanne von -1,00% bis -1,50% sinken. In der Tat errechnete die Studie, dass ein Einlagensatz von -1,50% ähnliche Auswirkungen hätte wie ein Kaufprogramm in Höhe von etwa 1,45 Billionen EUR. Vorerst hat sich die EZB eindeutig für den QE-Pfad entschieden. Dennoch kann man nicht ausschließen, dass die EZB - um ihr vorgeschriebenes Inflationsziel zu erreichen - im Jahr 2021 zum Zinsinstrument zurückkehren könnte, wenn die Auswirkungen von Anlagekäufen unbefriedigend bleiben. Bedenken Sie, dass das deutsche Bundesverfassungsgericht für das Instrument des Asset-Kaufs bereits den Daumen nach unten gesenkt hat.
- **Die EUR-Unternehmens-Investment Grade (IG)-Märkte haben eine weitere solide Woche zu ihrer Erfolgsbilanz der stetigen Erholung hinzugefügt.** Das Universum legte in der Woche um 6 Basispunkte zu und schloss bei -1,10% seit Jahresanfang. Auch die europäische High Yield (HY)-Performance hatte eine starke Woche, stieg um 36 Basispunkte und schloss bei -4,64% seit Jahresbeginn. Da wir bald in die Gewinnsaison eintreten werden, werden die Kredit-Sekundärmarktliquidität und die Primäremissionen auslaufen. Exogene Marktschocks können die Kreditspreads schnell in die Höhe treiben. Das Interesse am Schutz einer Absicherung durch September-Optionen auf IG- und HY-Credit-Default-Swap-Indizes war in der vergangenen Woche deutlich höher.
- **Schwellenmärkte starteten positiv in die zweite Jahreshälfte.** Die Spreads in Landeswährung (GBI-EM) verengten sich um 6 Basispunkte auf 3,90%. Hartwährungs-Investment Grade wurde bei 2,40% gehandelt und verringerte sich um 8 Basispunkte. Die breite Hartwährung (EMBIG) verengte sich um 12 Basispunkte auf 4,81%. Die Spreads in Hartwährung in Subsahara-Afrika verengten sich ebenfalls um 11 Basispunkte auf 7,21%.
- **Die Währungen der Schwellenländer blieben im Großen und Ganzen unverändert.** Die stärksten Performer waren der chilenische Peso (+1,5% in EUR), der kolumbianische Peso (+1,5%), der südafrikanische Rand (+1,3%) und der mexikanische Peso (+1,3%). Indonesien kündigte an, dass es den Gegenwert von rund 40 Milliarden USD an Staatsausgaben über die Zentralbank finanzieren werde. Dies wirkte sich negativ auf die Indonesische Rupie aus und machte sie zum schlechtesten Performer dieser Woche (-2,50% in EUR). Sowohl der russische Rubel (-1,8%), der unter anderem durch das Referendum belastet war, als auch die ukrainische Griwna (-1,5%), die durch den Abgang von Yakiv Smoli als Gouverneur der Nationalbank unter Druck stand, verzeichneten negative Renditen.
- **Die erste Hälfte des Jahres 2020 wird als ‚GPC‘ oder „Große Pandemie-Krise“ in die Geschichte eingehen.** Im Durchschnitt gingen die Lokalwährungsmärkte von einer Year-to-date-Rendite von etwa +3% Mitte Februar auf etwa -17% Mitte März zurück. Am Ende schlossen sie die erste Jahreshälfte zwischen -5% und -6% ab. Die Zinssätze (einschließlich Carry) waren positiv (etwa 4,50%), aber die Devisenrendite war stark negativ (-10,25%). Unser gut diversifiziertes, qualitativ hochwertiges und nachhaltiges Portfolio hat sich besser entwickelt als die Konkurrenten und erzielte die beste risikobereinigte Rendite.

- Zukünftige Entwicklungen werden stark davon abhängen werden, wie schnell die Welt eine Heilung finden kann. Vorerst kehren wir zu **unserer neutralen Haltung in den Schwellenländern** zurück (von vorsichtig optimistisch), da die Märkte den Aufschwung bereits großzügig eingepreist haben.

Schlussfolgerung

- **Der Ruf nach Realismus bei den Erholungserwartungen ist überfällig.** Aufgrund der weltweiten geld- und fiskalpolitischen Reaktion waren die Märkte sehr optimistisch in ihrer Interpretation der von Monat zu Monat verbesserten vorlaufenden, nachlaufenden und übereinstimmenden Wirtschaftsindikatoren. In der Zwischenzeit wütet die Pandemie immer noch in den Schwellenländern. Im Gegensatz zu Europa haben die USA noch immer nicht den Höhepunkt erreicht, auch wenn der Lockdown etwa zur gleichen Zeit im März begann. In Europa haben wir lokale Ausbrüche in Deutschland und in der spanischen Region Katalonien beobachtet.
- Die von vielen erhoffte V-förmige Erholung wird höchstwahrscheinlich nicht eintreten. **Eher ist eine Erholung in Form eines Quadratwurzelzeichens ($\sqrt{}$) im Anmarsch.** Der erste Sprung lässt uns allerdings noch meilenweit hinter den Werten des späten Jahres 2019 liegen. Irgendwann wird sich die Entwicklung in Erwartung einer echten Lösung der globalen Gesundheitskrise jedoch in eine langsam wachsende Funktion verwandeln. **Sobald wir einen Impfstoff entwickelt und verbreitet haben, kann das Wachstum wieder an die frühere Wachstumsfunktion anknüpfen und sie sogar übertreffen.** Wir gehen davon aus, dass die globale politische Reaktion in allen Phasen anhalten wird.