

## DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

### Stärkere EU-Zusammenarbeit, zunehmende globale Konfrontation

#### Stand der Dinge

- Die University of Michigan veröffentlichte ihre Zusammenstellung von US-Inflationserwartungen des vergangenen Monats. Die Umfrage misst die Inflationserwartungen sowohl für das nächste Jahr als auch auf längere Sicht (d.h. zwischen 5 und 10 Jahren). **Für das nächste Jahr erwarten die US-Bürger einen Anstieg der Inflation um 3,20%. In den nächsten 5 bis 10 Jahren steigen die Inflationserwartungen auf 2,70%.** Der Abstand zwischen den markt- und umfragebasierten Inflationserwartungen hat neue Höchststände erreicht. Unser Basisszenario sieht eine Normalisierung der marktbasieren Inflationserwartungen nach oben vor. Unser bevorzugter 5y5y-Termin-Inflationsswap-Indikator schloss letzte Woche bei 1,77% ab und kann mit dem oben genannten 2,70%-Wert der Universität von Michigan verglichen werden. Zwischen 2004 und 2014 lag der Durchschnittswert dieser 5y5y-Inflationsforward-Swaps bei 2,90%. Wir könnten dieses Ziel in den nächsten 3 bis 5 Jahren erreichen. Eine Kombination aus einer anfänglichen Kosteninflation (durch Erhöhung der Produktionskosten verursachte Inflation), gefolgt von einer von der Gesamtnachfrage getriebenen Inflation (Demand push-Inflation) wird die Preissteigerungen wieder auf das 2%-Ziel der Zentralbank zurückbringen. Die weiterhin akkommodierende und kooperative Haltung der Geld- und Finanzpolitik wird die Inflation sogar über dieses Ziel hinauschieben. Die Zentralbanken werden dabei Leitzinssenkungen vermeiden, da eine längere Periode überdurchschnittlicher Inflationswerte erforderlich ist, um die disinflationären Kräfte zu brechen.
- Die COVID-19-Krise hat die Luftfahrt- und Automobilindustrie hart getroffen. Wir haben diese spezifischen Industrien ausgewählt, da Lufthansa und Renault zwei Beispiele geworden sind, die die Voraussetzungen für ein Wiederaufleben des Konzepts des „Staatskapitalismus“ geschaffen haben. In Frankreich ist dieses Konzept nie wirklich verschwunden. In Fortführung des „Dirigismus“ der Nachkriegszeit (als Gegenpol zum „Laissez-faire“-Ansatz) hat die französische Regierung ständig versucht, sich an Unternehmen wie EdF, Suez, Renault, PSA, Airbus usw. zu beteiligen. In Deutschland ist es jedoch weitaus seltener der Fall, dass die Regierung als Stakeholder auftritt. Die deutsche Regierung hat der Lufthansa Kredite und Kapitalbeteiligungen in Höhe von ca. 9 Mrd. EUR gewährt. Dies ist ein Teil des 600 Mrd. Euro umfassenden Hilfspakets, das Deutschland durch Bürgschaften, Darlehen und Direktinvestitionen freisetzen wird, um seine Wirtschaft zu stützen. Auch der Elysée-Palast hat dringend benötigte Unterstützung in Form eines staatlich verbürgten Darlehens von 5 Milliarden Euro zur Unterstützung des angeschlagenen Automobilherstellers Renault geleistet. Der Staatskapitalismus erlebt ein Comeback. Staatskapitalismus wird definiert als „[...] ein Wirtschaftssystem, in dem der Staat kommerzielle (gewinnorientierte) Wirtschaftstätigkeiten ausübt und in dem die Produktionsmittel als **staatliche Wirtschaftsunternehmen** organisiert und verwaltet werden (einschließlich der Prozesse der Kapitalakkumulation, der Lohnfestsetzung und der zentralisierten Verwaltung) oder in dem anderweitig eine **Dominanz unternehmerisch handelnder staatlicher Stellen** oder **börsennotierter Unternehmen, an denen**

**der Staat Mehrheitsanteile hält, besteht“.** Alle drei Formen könnten zur gängigen Praxis werden, um zu verhindern, dass das gegenwärtige wirtschaftliche Debakel in eine Solvenzkrise umschlägt. Eine solche hat in der Regel langanhaltende Auswirkungen und führt unmittelbar zu einer hohen und zähen Arbeitslosigkeit, die vor dem Hintergrund der politischen Fragmentierung umso schwieriger erscheint. Investoren sollten berücksichtigen, dass sich staatliche Unterstützung auf die Bewertungen des gesamten Aktien- und Anleihenmarktes auswirken kann. **Die Risikoprämien müssen unter Umständen entsprechend der zunehmenden staatlichen Kontrolle steigen.**

- Letzte Woche schlug die Europäische Kommission zwei historische Pläne vor: Einen „EU-Plan der nächsten Generation“ für den Zeitraum 2021 bis 2024 und einen „verstärkten langfristigen EU-Haushaltsplan“, der von 2021 bis 2027 laufen soll. Der EU-Gesamtplan „Nächste Generation“ ist ein temporäres Instrument in Form eines 750 Mrd. Euro schweren Sanierungsfonds (500 Mrd. Euro Zuschüsse und 250 Mrd. Euro Darlehen), der die Reaktion auf die COVID-19-Krise anführen wird. Dieser Fonds initiiert eine Risikoaufteilung und gemeinsame Emissionen durch die Europäische Gemeinschaft. Die Finanzierungsstruktur wirkt unterstützend, da die meisten Rückzahlungen erst zwischen 2028 und 2058 erfolgen werden. Die Kommission schlägt ferner eine Reihe neuer Eigenmittel vor, die aus einer CO2-Grenzsteuer und einer neuen digitalen Steuer bestehen. Der neue EU-Haushaltsrahmen besteht aus einem mehrjährigen Finanzrahmen von 1,1 Billionen Euro. Diese Initiativen, die bis Ende 2020 verabschiedet werden sollen, festigen im Wesentlichen den Euro als Reservewährung. Dies schafft die Voraussetzungen, um die Assetklasse Anleihen sicherer zu machen und für die Schaffung einer entsprechenden risikofreien Euro-Renditekurve. Es ist zu erwarten, dass sich der Trend zur Konvergenz der Zinssätze innerhalb der EWWU in den nächsten Quartalen verstärken wird.

## Bewertungen

- Die US-Zinskurve ist dank der flexiblen Unterstützung der FED im Rahmen der quantitativen Lockerung (QE) stabil geblieben. Wir stellen fest, dass die Kurvensteigung in einem Umfeld geringer Volatilität abnimmt. 2- und 10-Jahres-Anleihen blieben bis zum Wochenuktimo unverändert (d.h. rund 16 Basispunkte bzw. 65 Basispunkte). Die 30-jährige Anleihe stieg um 4 Basispunkte und schloss bei 1,41%. Während die Steilheit von 2- gegenüber 30-jährigen Anleihen auf 125 Basispunkte ansteigt, haben wir ein potenzielles Oberziel von 150 Basispunkten im Auge. Hierfür könnte eine erfolgreiche Wiedereröffnung der US-Wirtschaft erforderlich sein, die wiederum weitere quantitative Interventionen der US-FED reduzieren und damit das lange Ende der Treasury-Kurve unter Druck setzen könnte.
- Die deutschen 10-Jahres-Zinsen gingen auf -45 Basispunkte zurück, als die längerfristigen Auswirkungen der EU-Vorschläge nachließen. Die spanischen 10-Jahres-Zinsen fielen um 6 Basispunkte auf 0,57%, weit stärker als die portugiesischen 10-Jahres-Zinsen, die um 22 Basispunkte auf 0,50% zurückgingen. Italienische 10-jährige Staatsanleihen fielen um 12 Basispunkte auf 1,47% und brachen damit den starken technischen Abwärtswiderstand von 1,50%. **Wir können das Wiederaufleben einer europäischen Schuldenkrise getrost ‚ad acta‘ legen.** In der vergangenen Woche hatten wir noch einige Zweifel geäußert, die jedoch lediglich durch ein allgemeines Gefühl übermäßiger Vorsicht in Bezug auf die Fortschritte der EU und der Währungsgemeinschaft verursacht wurden. Wir gehen davon aus, dass ein Konjunkturfonds vor allem Spanien, Griechenland, Zypern und Polen zugute kommen wird. Wie erwartet hat die EZB ihre Anleihenkäufe im Rahmen des Pandemie-Notprogramms PEPP am 4. Juni aufstockt, und

zwar um 600 Mrd. Euro. Die Märkte haben ein solches Ereignis fast vollständig eingepreist, übersehen jedoch möglicherweise immer noch die Tatsache, dass PEPP auch ‚Fallen Angels‘ umfassen könnte, die erst kürzlich in das Hochzinsuniversum eingetreten sind. Die Bedingungen für längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO III und PELTRO) könnten weiter gelockert werden. Wir sehen mit Spannung den Kerninflationsprognosen für 2020, 2021 und 2022 entgegen.

- **EUR-Investment Grade-Unternehmensanleihen legten erneut eine solide Wochenperformance hin und kletterten um 75 Basispunkte.** In den ersten fünf Monaten fiel der Sektor um 2,52%. Die Flutwelle von Neuemissionen hat das investierbare Universum weiter vergrößert. Wir weisen jedoch erneut darauf hin, dass die EZB 100 Prozent des Netto-Neuemissionsvolumens über ihr Anleihekaufprogramm für den Unternehmenssektor aufkauft. Eine solche direkte Intervention stellt sicher, dass der EUR-Investment Grade-Markt für Unternehmensanleihen widerstandsfähig bleibt. Andererseits sind wir mit einem Cash Spread von knapp unter 170 Basispunkten in das Gebiet der fairen Bewertung eingetreten (unter Berücksichtigung der Gewinnunsicherheit in Rezessionszeiten und der daraus resultierenden Erhöhung des Verschuldungsgrades von Unternehmen). In den USA haben die Neuemissionen für den Investment Grade-Markt eine Billion USD überschritten. Im vergangenen Jahr konnte ein ähnliches Niveau erst im November/Dezember erreicht werden. Sowohl in Europa als auch in den USA rechnen wir im 2. Halbjahr 2020 mit einem deutlichen Rückgang der Hauptaktivitäten. **Solange sich die Gewinne in der Erholungsphase befinden, werden wir wahrscheinlich höhere Konditionen für die Schuldenaufnahme sehen. Die Kaufprogramme der Zentralbanken könnten die Spreads einengen. Bei den derzeitigen IG-Risikoprämien liegen wir jedoch in der Nähe des längerfristigen fairen Wertes.**
- Mit einem Wochengewinn von 2,41% **haben sich Euro-Hochzinsanleihen im Mai massiv erholt und schlossen mit einer Performance von -6,79% seit Jahresbeginn.** Die historische Korrelation mit den Aktienmärkten hat das High Yield-Segment bis zu einem Punkt getrieben, an dem man sich fragt, wann sich steigende Zahlungsausfälle durchsetzen werden. Bei einem aktuellen Spread von etwa 5,70% für Euro-High Yield und 6,45% für USD-High Yield sind wir unsicher, ob beide Sektoren ausreichend gegen einen langwierigen Ausfallzyklus isoliert sind. Wir gehen davon aus, dass ‚Fallen Angels‘ zunehmend die Unterstützung von Investoren und eine echte Wiedereröffnung der Euro-Hochzinsmärkte erfordern werden. Die Unterstützung der EZB könnte eine Schlüsselvoraussetzung sein. US-High Yield-Unternehmen hatten einen vielversprechenderen Start und haben ihre Bilanzen seit März gestützt, nachdem die FED und das US-Finanzministerium ihnen zu Hilfe kamen.
- **Die Schwellenmärkte (EM) setzten ihre Rallye in der vergangenen Woche fort, wurden jedoch hauptsächlich durch deren Währungen vorangetrieben.** Die Spreads in Landeswährung (GBI-EM) verengten sich um 5 Basispunkte auf 395 Basispunkte. Investment Grade-Hartwährungen gingen um 5 Basispunkte zurück und wurden bei 295 Basispunkten gehandelt. Das breitere Hartwährungsuniversum (EMBIG) verengte sich um 5 Basispunkte und schloss bei 545 Basispunkten. Die Renditenaufschläge in harter Währung in Subsahara-Afrika blieben unverändert bei 805 Basispunkten.
- **Schwellenländer-Währungen hatten wieder einmal eine sehr gute Woche.** Der JP Morgan Emerging Markets Currency Index (EMCI) schloss bei 54,77, mit einem Wochengewinn von 1,44% und einer Performance von 3,73% seit Anfang Mai. Der brasilianische Real (1,8% in EUR),

der polnische Zloty (1,5%) und die tschechische Krone (1,2%) waren die Währungen mit den besten Ergebnissen. Der Peso der Dominikanischen Republik (-5,4% in EUR), der argentinische Peso (-2,1%), die ukrainische Hrywnja (-2,1%) und der Cedi Ghanas (-2,1%) zählten zu den schwächsten Währungen. Wie bereits letzte Woche erwähnt, werden wir die Spannungen zwischen den USA und China weiterhin genau im Auge behalten. Der Wechselkurs des Renminbi (Offshore Deliverable) gegenüber den USA dient als gutes Barometer. Nachdem er am Mittwoch nahe dem psychologisch wichtigen Niveau von 7,20 gehandelt wurde, kletterte er bis zum Wochenende auf 7,133 zurück. Ein Großteil dieser Bewegung lässt sich durch den schwächeren US-Dollar erklären. Der Dollar-Index-Spot scheint sich unter der 100er-Marke eingependelt zu haben und schloss die Woche bei 98,344.

- **Wir glauben, dass sich Schwellenländer in den kommenden Wochen weiterhin gut entwickeln werden, vor allem aufgrund der soliden Entwicklung im Bereich ihrer Währungen.** Wir halten an unserer negativen Haltung gegenüber Brasilien fest. Präsident Jair Bolsonaro hat die sozialen Medien genutzt, um nach seinem Konflikt mit dem Obersten Gerichtshof des Landes die Möglichkeit einer „pünktlichen militärischen Intervention“ in den Verfassungsorganen des Landes zu thematisieren. In der Zwischenzeit hat Brasilien täglich über 30.000 neue COVID-Fälle gemeldet.

## Schlussfolgerung

- Ich empfehle den Leserinnen und Lesern dieses Newsletters die Lektüre der Rede von EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen zum EU-Konjunkturpaket. Es treibt die EU und die EWWU in eine neue und vielversprechende politische und wirtschaftliche Dynamik. Sie verkündet: „Dies ist der Moment Europas“. **Investitionen in die EU haben in der vergangenen Woche definitiv eine Wende zum Besseren genommen.**
- Im krassen Gegensatz zur EU wurden die USA von Chaos und Gewalt durch ethnische Konfrontationen und eine fragwürdige US-Führung heimgesucht. Darüber hinaus hat China die Soja-Importe aus den USA gestoppt, nachdem letztere diplomatische und wirtschaftliche Drohungen gegen chinesische Beamte und den Finanzsektor Hongkongs ausgesprochen hatten. Dies geschah auf der Grundlage neuer chinesischer Sicherheitsgesetze, die sich auf Hongkong auswirken. Der Konflikt zwischen den USA und China gefährdet einen entscheidenden Teil des US-China-Handelsabkommens der Phase 1. **Wir beginnen, weitere Schritte in Richtung Regionalisierung zu sehen. Der Kollateralschaden der Deglobalisierung wird mit zunehmendem Voranschreiten immer offensichtlicher werden.**