

DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

QE²

Stand der Dinge

- Heute möchten wir einen Blick auf die potenziellen strukturellen Auswirkungen der Politik der globalen quantitativen Lockerung (QE) auf die Volatilität an den Finanzmärkten werfen. Zwischen Ende 2008 und Ende 2019 begannen umfangreiche Ankäufe von Vermögenswerten als **vorübergehende und maßvolle** Interventionen mit dem Ziel, die finanziellen Bedingungen zu verbessern. Das Funktionieren der Märkte und der Preisbildung sollte dabei nicht übermäßig gestört werden. Während dieser Phase war die Zahl der Zentralbanken, die das QE nutzten, noch überschaubar. Wir können feststellen, dass die natürliche Volatilität während dieser elf Jahre durch die zyklische und asynchrone Natur der quantitativen Maßnahmen unterdrückt wurde. Die einzige Ausnahme bildet der Zeitraum 2011 bis Anfang 2012 mit dem Ausbruch der europäischen Staatsschuldenkrise, der Atomkatastrophe von Fukushima und der Bonitätsherabstufung der US-Schulden. Dies war praktisch **die letzte längere Phase anhaltender Volatilität** in allen Marktsektoren. Seitdem haben die Volatilitätsindikatoren an den Aktien- und Anleihemärkten bis Ende 2019 historische Tiefstände erreicht. Zeitweise verzeichneten wir einen leichten Anstieg der Volatilität, um dann nach einigen Wochen oder Monaten die Tiefstände erneut zu testen. ‚Goldlöffchen‘ war der Name dieses Spiels, bei dem alle gerne mitmachten.
- Zweifellos hat uns die Pandemie in ein weiteres Kapitel hoher Volatilität katapultiert. Aber wird es so verlaufen, wie es 2011/2012 der Fall war? **Eine konkrete Antwort wäre unangebracht, jedoch befürchten wir, dass eine Reihe von Störfaktoren die Volatilität noch viel länger aufrechterhalten könnte.** Dieses Mal haben wir es mit einer synchronisierten, globalen quantitativen Lockerung zu tun. Die unkonventionellen, groß angelegten Käufe von Vermögenswerten sind wirklich konventionell geworden - **dauerhaft und grenzenlos**. Von einem temporären monetären Instrument, das dem zyklischen Gegenwind entgegenwirken sollte, hat es sich zu einem strukturellen Instrument gewandelt, das sowohl Geld- als auch Fiskalpolitik miteinander verbindet. Ich nenne es ‚QE zum Quadrat‘, da die Beschleunigung der Intensität der quantitativen Maßnahmen eine quadratische Funktion imitiert. Darüber hinaus ist eine quadratische Funktion parabolisch, d.h. in dem Moment, in dem die Zentralbanken sich für eine Straffung der Geld- und Finanzpolitik entscheiden, könnten wir einen ähnlichen, aber umgekehrten Effekt sehen. Von einer exzessiven Lockerung würden wir in eine exzessive Straffung der finanziellen Bedingungen verfallen. Die Phase, wie wir sie derzeit erleben, wird durch anhaltend hohe Volatilitätsniveaus gekennzeichnet sein. Das Volatilitätsbarometer des US-Aktienmarktes, der VIX, hatte im Sommer die 20er Marke getestet, liegt aber derzeit wieder über 30. Der Durchschnitt über das Jahr 2020 liegt bei etwa 30, was tägliche Bewegungen im S&P 500 von fast 2% impliziert. Was die Zinssätze betrifft, so wurde der Volatilitätsspitze im März durch beispiellose Anleihenkäufe von Zentralbanken entgegengewirkt, was die Schwankungen auf historische Tiefstände trieb. Im vergangenen Monat stellten wir jedoch einen erheblichen Anstieg der Volatilität bei den

US-Renditen fest. Viele Marktbeobachter bringen dies mit den bevorstehenden US-Wahlen in Verbindung. Auf längere Sicht stellen wir jedoch fest, dass die Volatilitätsbewertung bis ins Jahr 2021 sehr hoch bleibt - auch an den Devisen- und Rohstoffmärkten.

- Ein Umfeld hoher Volatilität wird von Universal- und Investmentbanken mit hohen Handelsaktivitäten begrüßt werden. In diesem Bereich wurden in den letzten Wochen beeindruckende Ergebnisse erzielt. Auf der anderen Seite des Spektrums sollten sowohl private als auch institutionelle Anleger vorsichtig sein. Die Erfolgsgeschichte von ‚Goldlöffchen‘ wird sich nicht wiederholen. **Erwarten Sie eine zunehmende Volatilität der Renditen bei Anleihen, Aktien und auch Balanced-Anlageinstrumenten.** Angesichts der engen Zusammenarbeit zwischen Geld- und Fiskalpolitik, bei der die Zentralbanken die Rolle eines Wächters einnehmen, der die Zinssätze für die Regierungen auf einem ‚überschaubaren‘ Niveau hält, sollten Anleger aufmerksam sein und die Chancen nicht verpassen, die sich bieten, wenn die Langfristrenditen auf ein attraktives Niveau steigen. Der Markt für US-Staatsanleihen bewegt sich in Richtung attraktiver Einstiegspunkte. Demgegenüber bleiben die Bewertungen an den europäischen Anleihemärkten hoch, ein Ende der Hausse ist dort nicht in Sicht. Eine anhaltend hohe Volatilität könnte die Finanzmarktteilnehmer auf die Probe stellen. Es bleibt abzuwarten, ob die Zentralbanken ein Comeback des systemischen Finanzmarktrisikos vermeiden können, sobald die Spekulationswellen abflachen oder sogar in sich zusammenfallen...

Bewertungen

- Unterschiedlich verlaufende **US-Treasuries**-Auktionen hielten die US-Renditekurve in der Defensive – sie tendierte leicht steiler. Die Renditen 2-jähriger US-Staatsanleihen blieben um 15 Basispunkte (bp) herum verankert. 5-jährige Treasuries legten um einen auf 38 bp zu. 10-jährige Papiere gewannen 3 bp und schlossen bei 0,875%. Damit näherten sie sich dem Anfang Juni erreichten Hoch von etwa 0,90%. Die 30-jährigen Anleihen legten nur um 2 bp zu und schlossen bei 1,66%. Die Zinsdifferenz zwischen 10 und 30 Jahren ist mit knapp unter 80 bp attraktiv, verglichen mit anderen Renditekurven von OECD-Staatspapieren. Zum Vergleich: Der Spread zwischen 10- und 30-jährigen Bundesanleihen bietet eine magere Laufzeitprämie von 40 bp.
- Keine Baisse ist bei **Euro-Staatsanleihen** in Sicht. Die deutschen 10-Jahres-Renditen holten den verlorenen Boden wieder auf und schlossen 5 bp niedriger bei -62 bp. Während der EZB-Sitzung bekräftigte Präsidentin Lagarde die Entschlossenheit des Zentralbank-Rates, die Fragmentierung der Eurozone nicht wieder aufkommen zu lassen. Italienische, spanische und portugiesische 10-Jahres-Renditen fielen um 3, 8 und 8bp auf 75, 11 und 9bp. Die italienischen Zinssätze leiden eindeutig unter dem Vorhandensein eines liquiden Zinsfuture-Kontrakts. Beruhigendere Kommentare von Rating-Agenturen sind erforderlich, um diesen legendären Spread auf neue Tiefststände zu drücken. Dabei ist nicht die Frage ob, sondern wann.
- **Europäische Unternehmensanleihen mit Investment Grade (IG)** sind noch widerstandsfähig, beginnen aber, sich anfälliger zu zeigen. Die Beschleunigung der Pandemie treibt die Spreads in die Höhe. Die synthetischen Itraxx-Indizes haben sich in der vergangenen Woche recht aggressiv nach oben bewegt. Der Itraxx-Main-CDS-Index (125 IG-Titel) stieg von 55 bp auf ein Spread-Niveau von 65 bp. Da EUR-IG-Unternehmensanleihen in den letzten sieben Monaten

zu einem sehr nachgefragten Sektor geworden sind, könnte es in den letzten beiden Monaten des Jahres 2020 zu einem vermehrten Rückzug von Anlegern kommen, die sich ihre positive Wertentwicklung sichern wollen.

- Der **europäische High-Yield-Sektor (HY)** hat einen ernsthaften Rückschlag erlitten und verlor in der letzten Woche 1,05% - entsprechend einem Minus von 2,31 % seit Jahresbeginn. Der Itraxx Crossover-Index (75 Spekulative Grade-Titel) verzeichnete einen Anstieg der Spreads von 3,28% auf 3,68%. In der Tat hat die zunehmende Aktienvolatilität unmittelbare Auswirkungen auf alle High Yield-Titel. Die ‚üblichen verdächtigen‘ Sektoren (Freizeit, Energie, Gastgewerbe, nachrangige Finanzwerte) könnten ein schwieriges Jahresende vor sich haben.
- Die Spreads der **Schwellenmärkte** haben sich in der vergangenen Woche unterdurchschnittlich entwickelt. Die Spreads in Landeswährung (GBI-EM) wurden mit 3,83% (+5bp) gehandelt. Hartwährungs-Investment Grade liegt jetzt bei 2,26% (+7bp) und das breite Hartwährungsuniversum (EMBIG) bei 4,54% (+10bp). Die Hartwährungs-Spreads in Subsahara-Afrika lagen unverändert bei 7,14%.
- Schwellenländerwährungen verzeichneten eine positive Wochenperformance in EUR (+0,75%), die in USD gemessen jedoch durchschnittlich negativ war (-0,70%). Der chilenische Peso (+2,1% in EUR gemessen), die pakistanische Rupie (+2,1%) und der thailändische Baht (+1,8%) waren die Gewinner, im Gegensatz zur türkischen Lira (-3,3% in EUR gemessen) sowie zum russischen Rubel (-1,9%) und brasilianischen Real (-1,5%).
- Der polnische Zloty (Verhältnis gegenüber dem EUR von 4,62) rutschte auf den niedrigsten Stand seit der globalen Finanzkrise und verbilligte sich seit Jahresbeginn um 8,5% in EUR. Polen reagierte sehr schnell auf die Pandemie und bewegte sich bislang besser durch die Krise als andere Länder (BIP von -8,9% im zweiten Quartal 2020 gegenüber dem Vorquartal). Außerdem wurde die Kreditvergabe direkt über den Staatlichen Investitionsfonds (PFR) und die Entwicklungsbank (BGK) abgewickelt. Dies wirkte sich sehr positiv auf die Renditen der Lokalwährungsanleihen aus, die jetzt auf dem tschechischen Niveau liegen. Ausländische Investoren waren Nettoverkäufer von polnischen Staatsanleihen und halten jetzt nur noch 17,7% des Gesamtbestands, der niedrigste Stand seit mehr als 10 Jahren. Wir glauben, dass die Renditen wenig Spielraum für eine weitere Outperformance haben, aber die Unterstützung der lokalen Banken ist hoch, und die Zentralbank darf auf dem Markt Anleihen kaufen. Die polnischen Exporteure werden einen billigeren Zloty begrüßen, auch wenn die Währung bereits vor der Krise eine der wettbewerbsfähigsten war. Die Preissteigerung im Oktober lag per letzter Woche bei 3,0%. Die Inflation befindet sich seit einigen Monaten wieder innerhalb des Inflationszielbandes der Zentralbank (2 bis 4%). Wir wären versucht, polnische Staatsanleihen zu kaufen, erwarten aber angesichts der sehr negativen Realrenditen, des anhaltenden Konflikts über Abtreibungsrechte und der zweiten Welle der Pandemie eine weitere Schwäche.
- In Südafrika wurde die lang erwartete mittelfristige Haushaltserklärung der Regierung geliefert; sie hinterließ ein gemischtes Bild. Die Annahmen zum BIP und zu den Einnahmen sind unserer Meinung nach recht realistisch. Die projizierte Entwicklung des Verhältnisses ‚Schulden zu BIP‘, welches im Jahr 2025 95% erreichen wird, erscheint uns der Realität

jedoch näher. Die Tatsache, dass der größte Teil der Einsparungen aus der Kürzung der öffentlichen Löhne und Gehälter resultiert, macht das Ausführungsrisiko des Plans unserer Ansicht nach jedoch sehr hoch, insbesondere in einer Zeit zunehmender sozialer Unzufriedenheit. Die Regierung sagte auch, dass sie für das laufende Jahr keine größeren Emissionen von Staatsanleihen plant, was eine gute Nachricht ist, da sie leicht absorbiert werden konnten und die Nachfrage in letzter Zeit recht stark war. Alles in allem sind wir der Meinung, dass dies eine Unterstützung für Staatsanleihen Südafrikas darstellen sollte, und wir halten die Bewertungen angesichts der niedrigen Inflation im Land weiterhin für attraktiv.

Schlussfolgerung

- In den letzten 10 Jahren wurde die **Volatilität der Märkte durch taktische quantitative Maßnahmen unterdrückt**. Im Rückblick war das Basisszenario als „Goldlöckchen-Anlagebedingungen“ bekannt. Solide Risikobereitschaft wurde gut belohnt. Gleichzeitig erforderte das Risikoszenario nur wenig Aufmerksamkeit. Der Beginn struktureller, globaler und groß angelegter dauerhafter Anlagenkäufe könnte eine Phase **überdurchschnittlicher Volatilität** ausgelöst haben. Basisszenarien und Risikoszenarien könnten sich einander annähern.
- In den letzten Monaten haben angesehene Finanzmarktteilnehmer den Niedergang der klassischen 60%/40%igen Anleihe-Aktien-Portfoliokonstruktion angekündigt. Anleihen würden ihre Absicherungsmöglichkeiten verlieren und eine geringere Allokation rechtfertigen. Ich rufe zur **Vorsicht** vor solchen Aussagen auf. Deutsche Staatsanleihen haben den Beweis erbracht, dass es leicht ist, die 0%-Renditelinie zu unterschreiten. Das hat als Beispiel für viele weitere Euro-Staatsanleihen-Märkte gewirkt. Und es werden noch mehr folgen, wie Großbritannien, das Anfang 2021 ebenfalls negative Leitzinsen einführen könnte.
- **QE² bringt die Märkte an die Grenzen ihres korrekten Funktionierens**. Gestörte, von der Realität abweichende Marktbewertungen könnten länger andauern. Wir könnten in ein **neues Marktregime** eingetreten sein. Ein Regime, das anhaltend hohe Volatilität mit sich bringt und viele Marktteilnehmer in seiner Aggressivität und seinen potenziellen Ergebnissen überraschen könnte.