

## DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

### Eine Frage des Timings

#### Stand der Dinge

- Wir verzichten auf das Konzept des Market Timing. Zeitungen sind täglich mit dem Thema gefüllt. Wir weisen vielmehr darauf hin, dass die Geld- und Fiskalpolitik die Bedingungen für das globale Wirtschaftswachstum wirklich beeinflussen. Die weltweite politische Reaktion auf die Pandemie im Jahr 2020 ist darauf ausgerichtet, das Funktionieren der Märkte sicherzustellen und zu stabilisieren sowie die Beschäftigung (und die Nachfrage) mittels direkter und indirekter Regierungsprogramme zu fördern. Von Zahlungen an Privathaushalte bis hin zu Zinszahlungsaufschüben, von teilweisen bis hin zu vollständigen staatlichen Garantien beim Roll-Over von Finanzierungen konzentrieren sich Regierungen auf der ganzen Welt darauf, die Auswirkungen der Pandemie im Jahr 2020 abzufedern. Die Zusammenarbeit zwischen Geld- und Fiskalpolitik seit März hat zum Ziel, die durch teilweise oder komplette Lockdowns verursachten Schäden abzumildern. **Maßnahmen für die wirtschaftliche Erholung sind allgegenwärtig.** Ein Beispiel dafür ist der erfolgreiche Start des SURE-Programms (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency).
- **Die Marktteilnehmer werden einschätzen müssen, wann aus dieser Subventionspolitik eine produktive Investitionspolitik wird.** Wir gehen davon aus, dass sich die Politik im Laufe des Jahres 2021 diesbezüglich umstellen wird. Es braucht flächendeckende Impulse, um eine Normalisierung im öffentlichen und privaten Sektor zu ermöglichen. Bis dahin werden die finanziellen Voraussetzungen auf einem äußerst akkommodierenden Niveau gehalten werden. Das Nettoangebot an Anleihen wird auf einem Minimum gehalten werden, da die Flexibilität der Zentralbanken die Programme zum Kauf von Vermögenswerten verstärken wird, um den Finanzierungsbedarf der Regierungen zu decken. Das Argument, der Anstieg der US-Zinsen in der vergangenen Woche sei auf einen parteiübergreifenden Kompromiss über ein viertes fiskalisches Unterstützungsprogramm zurückzuführen, ist nicht stichhaltig. Wir meinen, dass die Positionierung auf der Sellside, die Stärke der Market-Maker und das schnelle Shorten durch Hedge-Fonds die Renditen steigen ließ, ohne dass es größere Gegengewichte gab.
- Ein stetiger Anstieg der Inflationserwartungen ist angesichts der Unsicherheit darüber, wann Endverbraucher die eingeschränkten Kapazitäten zu spüren bekommen, gerechtfertigt. **Eine kontinuierliche Zunahme der realen Laufzeitprämien ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch nicht zu beobachten.** Die Qualität der fiskalpolitischen Maßnahmen, die auf produktive Investitionen in die öffentliche Infrastruktur, die Energiewende oder die Bildung abzielen, wird zum Zeichen für das Potenzial einer nachhaltigen und integrativen Wachstumsbeschleunigung. Etwa 6 bis 18 Monate bevor die Zentralbanken eine Straffung der Leitzinsen beschließen, könnten die realen kurz- und langfristigen Renditen den Schwenk zu einem höheren Niveau einschlagen. Angesichts der starken „Forward Guidance“, dass die Leitzinsen in den nächsten drei (FED) bis fünf (EZB) Jahren und darüber hinaus unverändert

bleiben werden, ist keine anhaltende Versteilung der Zinskurve erkennbar. **Täuschen Sie sich nicht, die Marktteilnehmer werden diesen Weg, der zu einem integrativen realen Wirtschaftswachstum führt, genau verfolgen. Am Wendepunkt ist das Timing von größter Bedeutung.** Je länger es dauert, bis die multilaterale Zusammenarbeit wiederhergestellt ist und der Welthandel sich erholen kann, desto länger werden wir mit Nominalzinsen auf dem derzeitigen oder sogar auf einem noch niedrigeren Niveau leben. Diskutieren, untersuchen und analysieren Sie also das tägliche Geschehen, um wirkliche Hinweise zu finden, die uns auf eine Normalisierung der langfristigen Renditen nach oben vorbereiten könnten. So etwas bereits heute zu erwarten, ist verfrüht.

## Bewertungen

- Während die Gouverneure der US-Notenbank sich dabei überbieten zu erläutern, wie gut die US-Geldpolitik ist, sahen wir uns in der vergangenen Woche mit einer erschreckend ausgeprägten Versteilung der Renditekurve konfrontiert. Der US-Treasury-Markt geht in keinen Winterschlaf. Im Laufe des Oktobers bewegte sich das Maß für die Volatilität von US-Staatsanleihen (MOVE-Index) rasch von historischen Tiefständen von rund 40 Basispunkten (bp) auf knapp unter 60 bp. Die Renditen für 5-jährige US-Anleihen stiegen um 10 bp in Richtung 0,37%. Die 10-jährigen erhöhten sich seit dem 1. Oktober um 17 bp auf 84 bp, während die 30-jährigen mit 1,64% eine um 19 bp höhere Rendite bieten. Der Renditeunterschied zwischen den 5- und den 30-Jahres-Anleihen lag bei 1,26%, etwa 7 bp von seinem 20-Jahres-Durchschnitt entfernt. Wie wir vor einigen Wochen geschrieben haben, erwarten wir ein wachsendes Anlegerinteresse bei Renditen von 0,90% für die 10-jährigen Anleihen und 1,75% für die 30-Jahres-Pendants. Sowohl die realen Laufzeitprämien als auch die Inflationserwartungen steigen zaghaft an. Wir rechnen mit einem größeren Potenzial für höhere Inflationserwartungen. Ein Anstieg der realen Risikoprämien aufgrund von fiskalischer Verschwendung könnte unangebracht sein, da die FED eine vorzeitige Straffung der finanziellen Bedingungen verhindern wird. Die Fed-Tagung am 5. November könnte verstärkt zu größeren Käufen von Vermögenswerten - bevorzugt mit längeren Laufzeiten - führen.
- Die Staatsanleihen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion hielten sich hartnäckig; der Fokus dabei: die Erwartung weiterer umfangreicher Käufe von Vermögenswerten durch die EZB bis Ende 2021. Der Ausverkauf bei den US-Renditen spiegelte sich über den gesamten EWWU-Laufzeitbereich wider. Die deutschen 10-Jahres-Renditen stiegen jedoch nur um 5 bp in Richtung -58 bp, während die italienischen, spanischen und portugiesischen Pendants um 10, 7 und 6 bp in Richtung 76, 19 bzw. 17 bp zulegten. Standard and Poor's änderte den Ausblick für Italiens Staatsanleihen von "negativ" auf "stabil" und bestätigte gleichzeitig die lang- und kurzfristigen Ratings mit BBB/A-2. Der 10-Jahres-Spread zwischen Bundesanleihen und italienischen Staatsanleihen schloss die Woche bei 1,33%. Es sollte nicht überraschen, wenn dieser sich in der nächsten Woche in Richtung 1,25% bewegt.
- Europäische Unternehmensanleihen mit Investment Grade (IG) sind sehr widerstandsfähig. Im Laufe der Woche gab der Iboxx Corporate Index nur 9 bp nach, während der oben erwähnte EWWU-Staatsanleihensektor um 65 bp zurückfiel. Hier wirkt der Puffer für IG-Unternehmensanleihen. Institutionelle Anleger sehnen sich nach einem neuen Anleihenangebot wegen der Beeinträchtigungen während der Berichtssaison. Die

Liquiditätsbestände steigen von Tag zu Tag. Damit die Spreads von IG-Unternehmensanleihen signifikant steigen können, muss sich die Pandemie verschärfen. Die derzeitigen, bereits beunruhigenden Schäden werden sich noch verschlimmern müssen, um die Risikoprämien in die Höhe zu treiben.

- Der europäische High-Yield-Sektor (HY) konterte den leichten Renditedruck mit einem Wertzuwachs im Index von 0,31%. Mit einem Ergebnis von -1,28% seit Jahresbeginn liegen wir wieder auf dem Niveau von Anfang März. Eine vollständige Erholung in den nächsten zwei Monaten ist angesichts eines attraktiven Spreads von etwa 4,50% bei einer Rendite von etwa 4,00% durchaus möglich. Im Vergleich zu IG-Unternehmensanleihen verfügt der Sektor über ein größeres Pufferpotential im Falle von weiteren Wochen mit Druck auf die Renditen.
- Die Spreads von Schwellenländer-Anleihen bewegten sich in der vergangenen Woche (erneut) seitwärts. Die Spreads bei lokalen Staatsanleihen (GBI-EM) wurden bei 3,78% (-4bp) gehandelt, Investment-Grade-Anleihen in Hartwährung mit 2,19% (+8bp) und das breite Hartwährungsuniversum (EMBIG) mit 4,44% (+10bp). Die Spreads in Hartwährung in Subsahara-Afrika haben sich auf 7,14% (-4bp) verengt.
- Schwellenländerwährungen verzeichneten auf Wochenbasis eine negative Wertentwicklung, gemessen in EUR -0,5%. Chilenischer Peso (+1,4% in EUR), südafrikanischer Rand (+1,20%) und kolumbianischer Peso (+1,0%) sind die Gewinner, die größten Verlierer dagegen der argentinische Peso (-1,4% in EUR), der peruanische Sol (-1,3%) und der thailändische Baht (-1,2%).
- Betrachtet man die gesamte Wertentwicklung auf Länderebene seit Monatsbeginn, so waren Mexiko (+3,6%), Südafrika (+2,3%) und Indonesien (+2,1%) auf der Gewinnerseite. Am schlechtesten schnitten die Türkei (-2,8%), Peru (-1,2%) und die Tschechische Republik (-1%) ab.
- Die meisten Länder Lateinamerikas werden nach Angaben des Internationalen Währungsfonds bis 2023 nicht zu ihren vor der Pandemie erreichten Wachstumsniveaus zurückkehren können. Betrachtet man die Fallzahlen, so ist Peru mit fast 25.000 pro einer Million Einwohner am schlimmsten betroffen. Die Zentralbank zeigte ihre Entschlossenheit und nahm eine stark expansive Haltung ein, indem sie die Zinssätze – mit die niedrigsten in den Schwellenländern – auf 0,25% senkte. Die Wirtschaft hat sich etwas schneller als erwartet erholt, aber das BIP wird 2020 immer noch um etwa 13% schrumpfen, gefolgt von einem 10%-igen Wachstum im Jahr 2021. Was die öffentlichen Finanzen angeht, wird das Land, das mit 38,4% die niedrigste Verschuldung im Verhältnis zum BIP in Lateinamerika aufweist, bald vor der Herausforderung stehen, die Steuereinnahmen zu erhöhen. In den letzten Wochen haben peruanische Anleihen schlecht abgeschnitten; Grund dafür war die Verabschiedung eines Gesetzentwurfs durch den Kongress, der eine zweite Runde von Auszahlungen privater Pensionsansprüche ermöglichte. Die Zentralbank warnte davor, dass das Gesetz die Zinsen in die Höhe treiben und der wirtschaftlichen Erholung schaden wird. In der Tat werden die Pensionsverwalter, wenn sie geschätzte 4 Milliarden US-Dollar auszahlen müssen, inländische Anleihen verkaufen und ausländische Investoren, die 53,9% der peruanischen Staatsanleihen halten, in Angst und Schrecken versetzen. Wir glauben, dass der Großteil der Neubewertungen hinter uns liegt und dass peruanische Staatsanleihen attraktiv sind,

insbesondere im 15- bis 20-jährigen Teil der Renditekurve.

- Die Entscheidung der türkischen Zentralbank hat den Markt enttäuscht. Zwar hielt sie ihren einwöchigen Reposatz unverändert bei 10,25%, hob jedoch stattdessen die Obergrenze ihres Zinskorridors auf 14,75% an, wodurch sich die Finanzierungskosten in Lira effektiv erhöhen. Diese Straffung „durch die Hintertür“ wird die Glaubwürdigkeit der Zentralbank in Frage stellen und die Volatilität der Türkischen Lira wahrscheinlich nicht verringern. Außerdem verschob der Staatsfonds der Türkei seine Euro-Anleihen-Emission wegen der ungünstigen Marktbedingungen, die zu einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen geführt hätten.
- Südafrika verzeichnete auf Wochenbasis eine gute Wertentwicklung, und die wöchentliche Auktion von inländischen Anleihen traf auf eine starke Nachfrage. Es scheint, dass immer mehr lokale Käufer zur Erholung der südafrikanischen Staatsanleihen beigetragen haben. So verringerte sich z.B. die 2035 fällige Anleihe seit den Höchstständen von Anfang Oktober um 40 bp. Unsere Aufmerksamkeit ruht auf der äußerst wichtigen Haushaltserklärung am 28. Oktober. Der Haushaltsentwurf wird die schwierige Aufgabe haben, marktfreundlich zu sein und gleichzeitig den von Präsident Ramaphosa in der vergangenen Woche angekündigten wirtschaftlichen Maßnahmen Rechnung zu tragen.
- Was nicht in Landeswährung begebene Anleihen betrifft, so haben auf Euro lautende Staatsanleihen Sri Lankas in dieser Woche gelitten. Die Händler waren von den Verkäufen überrascht, wobei der kurze Laufzeitbereich stark unterdurchschnittlich abschnitt. Die Nachricht vom Donnerstag über eine Verfassungsänderung, mit der mehr Macht in die Hände der Exekutive gelegt werden soll, sorgte für weitere Besorgnis. Sri Lanka befindet sich in einer komplizierten wirtschaftlichen Lage. Das Land ist vom Tourismus abhängig und bereits in der Nähe einer Schuldenquote von 100% des BIP. Wir sind nach wie vor der Meinung, dass das Land seine ausstehenden Euro-Anleihen irgendwann umstrukturieren muss.

## Schlussfolgerung

- Das Unterscheiden zwischen den Treibern des Wandels bei den Leitzinsen und den langfristigen Zinssätzen ist bei Anleiheinvestments ein wesentlicher Erfolgsfaktor.
- Die derzeitige Phase ist durch Konjunkturmaßnahmen gekennzeichnet, die die Auswirkungen der tiefen Rezession abmildern und eine längere Erholung ermöglichen.
- Um zu beurteilen, wohin sich die Kernzinsen entwickeln werden, müssen wir ausloten, welchen wirtschaftspolitischen Weg die Industrie- und Entwicklungsländer einschlagen werden, um das Wachstumspotenzial zu erhöhen. Derzeit ist die Lage unklar.