

## ISG Insight: Kann die Immunität der Märkte anhalten?

Nur zu Werbezwecken | Nur für professionelle Investoren | Nicht zur Weiterleitung an Dritte

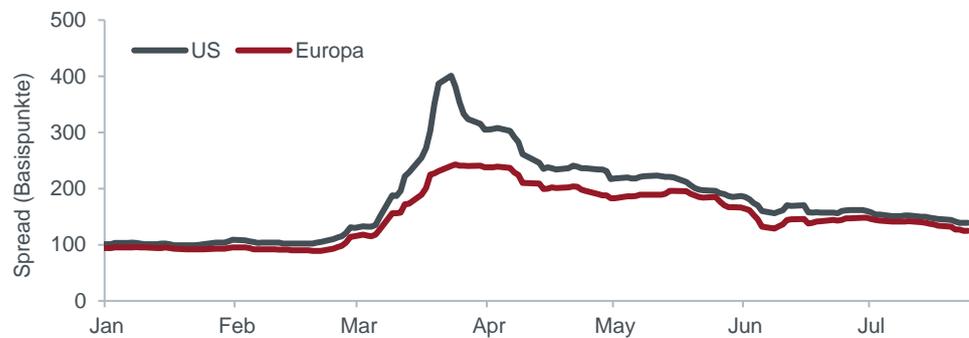
Juli 2020

Die Investment Strategy Group (ISG) vereint Anlagespezialisten der globalen Fixed Income-Plattform und andere Teams von Janus Henderson und stellt so ein Research- und Diskussionsforum für die wichtigsten Bereiche Fixed Income Asset Allocation und Macro (einschließlich Zinsen und Währung) dar. Die beiden Untergruppen sollen unsere besten Ideen weltweit zusammentragen und so die Entscheidungsfindung von Portfoliomanagern rund um die Portfoliopositionierung und Risikoallokation unterstützen. ISG Insight will eine Übersicht über die jüngste Diskussion innerhalb der Gruppe bieten.

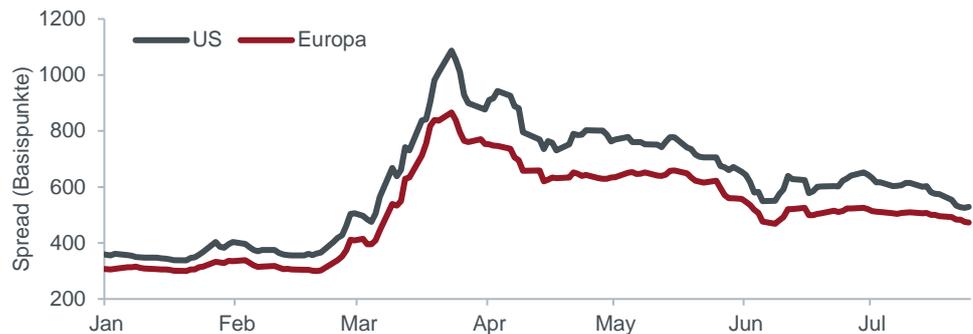
Die US-Wirtschaft hat sich deutlich von ihren Tiefstständen im März und April erholt, aber Wirtschaft und Finanzmärkte haben stark an Dynamik eingebüßt, nachdem einige Regionen angesichts steigender COVID-19-Fallzahlen die Wirtschaftstätigkeit wieder einschränken mussten. Hochfrequenzdaten von Kreditkarten<sup>1</sup> legen nahe, dass der Konsum in den vergangenen Wochen nur wenig zurückging und der Immobilienmarkt nach wie vor brummt<sup>2</sup>, aber die Arbeitslosenmeldungen stiegen seit März erstmals Ende Juli wieder an<sup>2</sup> und lösten damit Bedenken über die Beschäftigungslage aus. Das Wirtschaftswachstum dürfte, schwankend zwischen einer angestauten Nachfrage und teilweisen Schließungen, in den kommenden Quartalen zwar positiv, aber bescheiden bleiben.

### Abbildung 1 und 2: Der Aufschwung pausiert

Investment-Grade-Spreads



## High-Yield-Spreads



Quelle: Bloomberg, Investment Grade: ICE BofA US Corporate Index, ICE BofA Euro Corporate Index; High Yield: ICE BofA US High Yield Index, ICE BofA Euro High Yield Index, Staatsanl.-OAS (optionsbereinigte Spreads), 1. Januar 2020 bis 24. Juli 2020

<sup>1</sup>Quelle: JPMorgan, Daily Consumer Spending Tracker, 26. Juli 2020.

<sup>2</sup>Quelle: Morgan Stanley, Global High Frequency Activity Tracker, 24. Juli 2020. Showingtime: US-Hausbesichtigungen; US-Arbeitsministerium, Arbeitslosmeldungen zum 18. Juli 2020.

## Langsame Erholung der US-Wirtschaft

Seit Ende Juni erwiesen sich die Märkte unempfindlich gegenüber schlechten Nachrichten. Als die COVID-19-Fallzahlen US-weit anstiegen, verlangsamte sich der Aufwärtstrend an den Kreditmärkten, aber sie weiteten sich nicht aus. Und in jüngster Zeit wurde schwachen Ergebnissen mit der Akzeptanz begegnet, dass sich ein wirtschaftlicher Lockdown zeitweilig immer in rückgängigen Gewinnen niederschlägt. Die neusten Kreditkennzahlen verschlechterten sich, da ein höheres Verschuldungsniveau mit geringeren Gewinnen einhergeht, aber erwartungsgemäß sollten sie sich von ihrem Tiefstand 2020 erholen.

Die Märkte wurden jedoch durch die Aussagen der Zentralbanken weltweit beruhigt. Die an den Markt gerichtete Aussage des Vorsitzenden der US-Federal Reserve (Fed) Powell, dass die Fed alles tun wird - um mit seinen Worten zu sprechen, „was immer wir tun können, so lange es nötig ist“ -, um die Anleihemärkte am Laufen zu halten und die Kreditvergabe an Unternehmen zu gewährleisten, war klar, konsequent und beharrlich. Der Markt hat bislang keinen Grund, dran zu zweifeln und daher keinen Anlass, die Furcht vor einem erneuten Liquiditätseinbruch einzupreisen. Abgesehen von der Liquidität schaffen ein Leitzins von null Prozent und Direktkäufe von Unternehmensanleihen durch die Fed das Vertrauen, dass solide Unternehmen, die einen Kredit brauchen, um die aktuelle Rezession zu überstehen, sich zu vernünftigen Zinsen selbst Geld beschaffen können. Einfach ausgedrückt: Wenn das Schlimmste vorüber ist, gibt es wenig Grund zur Annahme, dass die Spreads sich stärker weiten. Und es kann gut sein, dass sich die Spreads vor allem im High Yield-Markt und bei strukturierten Wertpapieren geringerer Bonität weiter verengen.

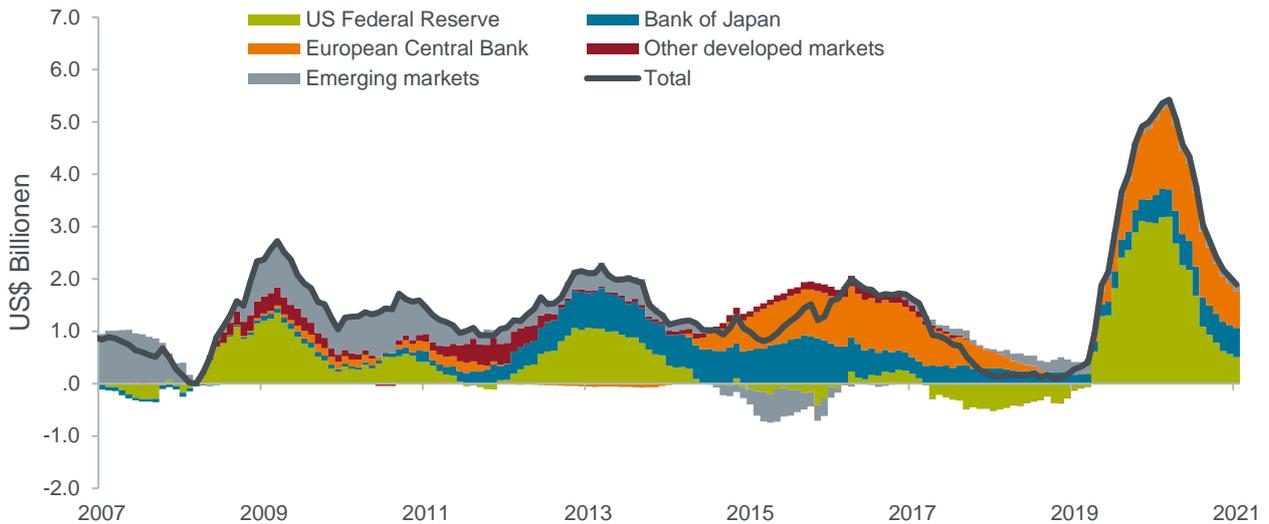
## Wohin fließt das Geld

Die offensiven Maßnahmen der Zentralbanken weltweit seit Beginn der Krise ließen ihre Bilanzen ein historisches Niveau erreichen und führten vor allem in den USA zu einer Geldflut. Wo aber fließt das Geld hin?

Nachdem der Anstieg der Geldmenge ein historisches Ausmaß erreicht hat, ist es schwierig, Aussagen aufgrund von Erfahrungen in der Vergangenheit zu treffen. Wir sind jedoch der Ansicht, dass in der aktuellen Situation Inflation als Folge unwahrscheinlich ist und ähnlich wird die Realwirtschaft die Liquidität nur langsam absorbieren, da sich Investitionen und Personaleinstellungen nur moderat entwickeln dürften. Bleiben die Finanzmärkte. Gemäß der Dynamik des Geldes muss das Geld irgendwohin fließen und mehr Finanzwerte zu kaufen, ist schnell und einfach. Durch die Senkung des Leitzinses machte die Fed deutlich, dass sie nicht will, dass das Geld in Staatsanleihen fließt. Angesichts der ausdrücklichen Unterstützung von Investment Grade- und in gewisser Maße von High Yield-Anleihen, ist es offensichtlich, dass die Liquidität in die Kreditmärkte fließen wird. Die Anleger scheinen sich danach zu richten: in sämtlichen 13 Wochen des zweiten Quartals 2020 wurden Nettozuflüsse von Investment Grade-Unternehmensanleihefonds verzeichnet und in 12 von 13 Wochen von europäischen Investment Grade-Unternehmensanleihefonds.<sup>3</sup>

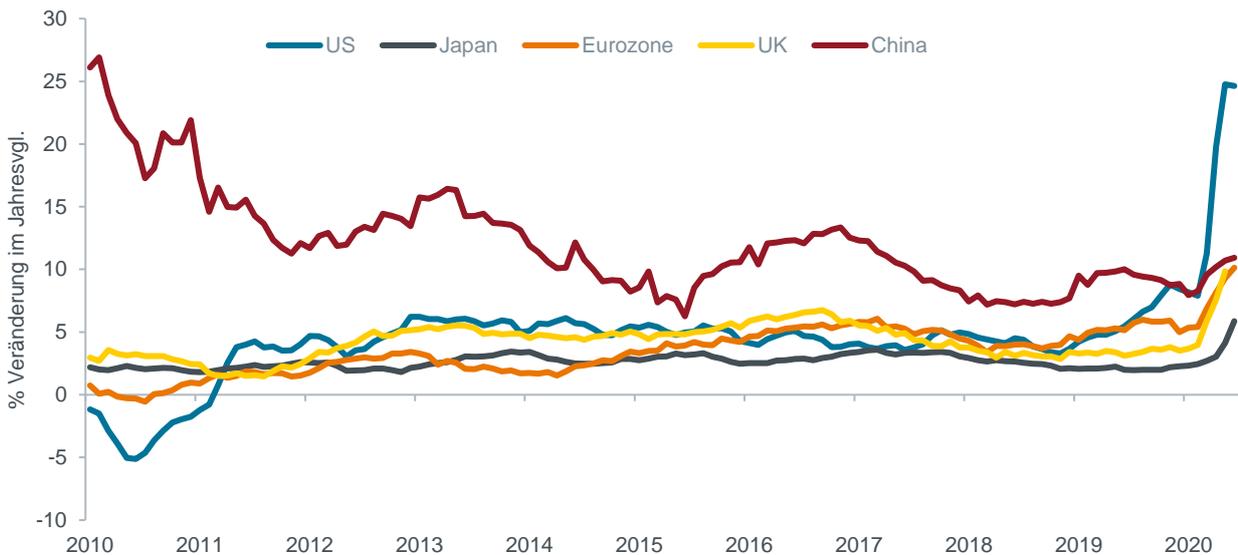
<sup>3</sup>Quelle: Deutsche Bank, EPFR, aggregierte Zahlen, zweites Quartal 2020.

Abbildung 3: Käufe der Zentralbanken



Quelle: Citigroup, Stand: 30. Juni 2020. Daten für 2020 und 2021 sind geschätzt.

Abbildung 4: Deutlicher Anstieg der Geldmenge



Quelle: Refinitiv Datastream, Monatszahlen, Januar 2010 bis Juni 2020

### Bewertungsproblem

Die Inflation auf den Finanzmärkten erschwert die Bewertung. Die Intervention von Zentralbanken führt definitionsgemäß zu Marktverzerrungen und Interventionen eines historischen Ausmaßes dürften erwartungsgemäß zu Verzerrungen historischen Ausmaßes führen. Wir leben in ungewöhnlichen Zeiten, die jedoch verständlich sind, in denen Preisvolatilität und Kreditspreads auseinanderdriften. Das aktuelle Spread-Niveau geht üblicherweise mit einer geringeren Volatilität einher und umgekehrt.

Die logische Schlussfolgerung ist, dass die Finanzmärkte aufgebläht werden, zumindest im Hinblick auf die Unsicherheit, die für die Volkswirtschaften der Welt besteht. Heißt das, dass die Märkte überbewertet sind? Unserer Ansicht nach nicht. Wir meinen, dass die Kreditmärkte vernünftig auf die verbesserte Liquiditätslage und die zugesagte Unterstützung durch die Zentralbank reagiert haben. Ein anhaltender Aufwärtstrend vom aktuellen Niveau ohne einen Rückgang der Volatilität - was als Synonym für Vertrauen und vor allem das

Vertrauen, dass das Wirtschaftswachstum anhält, gesehen werden kann - ist jedoch schwer vorstellbar. Unserer Ansicht nach kommt es weniger auf die Geschwindigkeit des Aufschwungs an als auf die Richtung. Wenn die Zuversicht am Markt zunimmt, dass sich das Wachstum irgendwann normalisiert, dürfte die Volatilität sinken und Spreads dürften enger werden.

### **Können Märkte immun bleiben?**

Wie bereits gesagt, bleiben die Kreditmärkte in ihrer Reaktion auf schlechte Neuigkeiten, wie zum Beispiel der jüngste Anstieg der COVID-19-Fälle in den USA, verhalten. Trotz Stützung durch die Fed, die der Hauptgrund für diese Stabilität ist, bleiben noch Fragen. Können Märkte immun bleiben? Können Kreditspreads stabil bleiben, wenn die Wirtschaft wieder einbricht oder wenn der Aufschwung einen Rückschlag erleidet? Beides ist nach unserem Dafürhalten zu bejahen. Wichtig ist jedoch, wie stark ein solcher Rückschlag ist. Sollte die Wirtschaft ins Straucheln geraten oder an Kraft verlieren, dürften die Kreditmärkte, wie wir meinen, im Großen und Ganzen davon unberührt bleiben, auch wenn einige Sektoren und Wertpapiere stärker davon betroffen würden. Kommt es jedoch erneut zu einem landesweiten Lockdown, dürften die Spreads insgesamt weiter werden.

Glücklicherweise deutet wenig darauf hin. Eine Politik der Entscheidung von Fall zu Fall ist unserer Meinung nach jedoch die wahrscheinlichste Art und Weise, wie der schwierigen Lage mit steigenden Fallzahlen, regionalen Shutdowns, einem Fortschritt bei Behandlungen und der eventuellen Entwicklung eines Impfstoffs begegnet wird. Wir gehen davon aus, dass sich die US-Wirtschaft irgendwann normalisiert, und die Fed und der US-Kongress werden alles Notwendige tun, bis dahin die Märkte zu stützen.

Wenn wir mit unserer Einschätzung richtig liegen, dürften sich die Kreditspreads in den kommenden Monaten verengen. Wenn die Märkte in ihren Prognosen ebenfalls eine eventuelle Normalisierung der Wirtschaft sehen, müsste der Preis für Risiko sinken und die Spreads müssten enger werden. Dies könnte zwar zu einem weiteren Auseinanderklaffen der aktuellen Wirtschaftsdaten und der Finanzmarktbeurteilung führen, wäre aber kennzeichnend für die außergewöhnliche aktuelle Lage.

### **Was wir beobachten**

Die Aussichten für das globale Wirtschaftswachstum hängen von der Infektionsrate des COVID-19-Virus ab. Sollten die Zahlen exponentiell steigen, ist es wahrscheinlich, dass ein ausgedehnter Shutdown in der betroffenen Region erforderlich wird. In den USA ist die Wahrscheinlichkeit groß, in Lateinamerika steigen die Infektionszahlen stetig und in den asiatischen Entwicklungsländern steigen die Zahlen der Neuinfektionen. Auf der anderen Seite macht die Medizin rasche Fortschritte und verschiedene Impfstoffe befinden sich gegenwärtig in der Testphase<sup>4</sup>. Sowohl die Infektionsrate des Virus als auch der Fortschritt bei den Impfstoffen sind aufmerksam zu verfolgen, da die Auswirkungen groß sind.

<sup>4</sup>Quelle: Coalition for Epidemic Preparedness Innovations (Cepi), Cepi publishes analysis of COVID-19 development landscape, April 2020; der Corona-Impfstoff-Tracker der New York Times, Juli 2020.

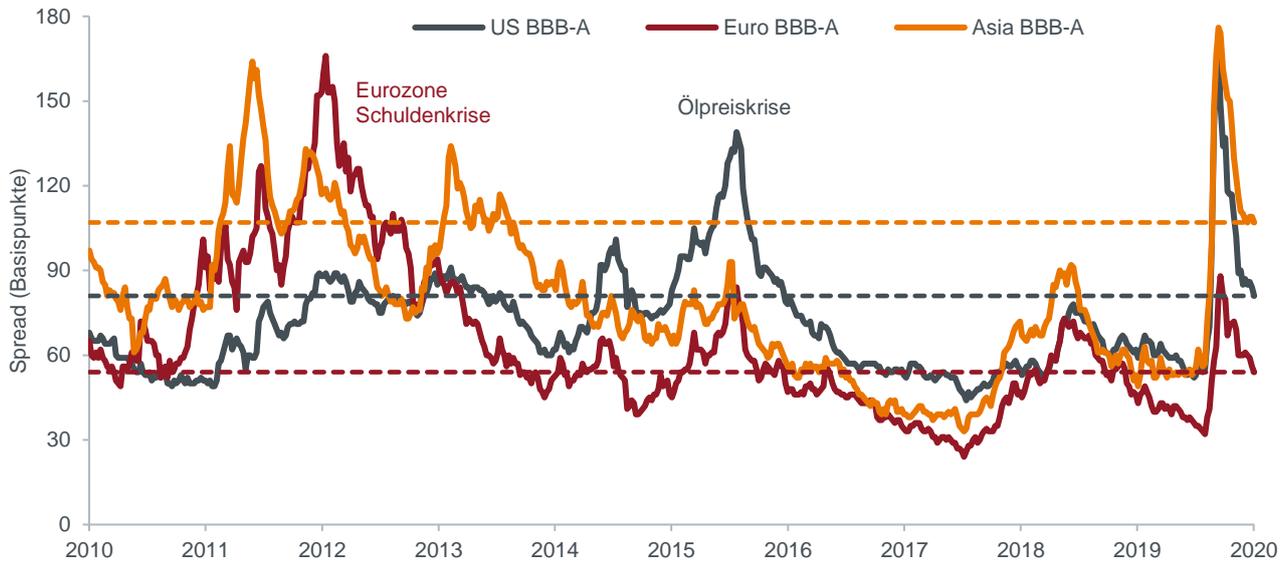
Vor allem in den USA besteht mit dem Näherrücken der Wahlen im November auch die Gefahr, dass die fiskalische Unterstützung von der Politik beeinflusst wird. Der Kongress dürfte erwartungsgemäß zwar die Arbeitslosen und Bundesstaaten unterstützen, die vor einem unerwarteten Haushaltsdefizit infolge von Corona stehen, aber Politik folgt nicht immer der Logik. Wenn der Markt ebenfalls von einer fiskalischen Unterstützung überzeugt ist, würde eine gegenteilige Politik den Markt erschüttern und Spreads würden erheblich weiter werden. Mittlerweile eskalieren die Spannungen zwischen den USA und China. Wir glauben zwar nicht, dass es vor den Wahlen im November zu markterschütternden Ereignissen kommt, aber die Gefahr besteht.

Langfristig dürften Fundamentaldaten ausschlaggebend für Marktbewertungen sein und nach unseren Erwartungen dürfte sich die Weltwirtschaft langfristig erholen. Kurzfristig - sofern die Märkte nicht durch den Coronavirus oder die Politik erschüttert werden - kann der Anreiz durch Fiskalpolitik und Zentralbanken ausreichen, die Wirtschaft anzukurbeln und die Finanzmärkte zu stützen. Zentralbanken sind allgemein schneller dabei, den Markt zu stützen als die Unterstützung zurückzunehmen, da ihnen bewusst ist, dass es letztlich weniger teuer ist, ein Liquiditätsproblem zu verhüten als es zu lösen. Bei einer US-Inflation unter dem von der Fed angestrebten Niveau ist das Risiko einer zu großzügigen Geldschöpfung sowieso geringer. Da das Geld irgendwohin fließen muss, dürften Kreditspreads unter diesen Umständen Auftrieb erhalten, auch wenn das Wirtschaftswachstum nur langsam erholt. Sollte sich die Wirtschaft nicht über Erwarten gut

entwickeln, dürften die Spreads nicht übermäßig zulegen, aber die inzwischen angebotenen Renditen sind unserer Ansicht nach attraktiv.

Wenn sie höhere Kapitalrenditen erzielen wollen, müssen Anleger wohl auf das gesamte Creditspektrum zurückgreifen, da die Spread-Unterschiede im Vergleich zu den letzten Jahren groß sind, wenn auch kleiner als in früheren Krisenzeiten (siehe Abbildung 5 und 6). Dies kann bedeuten, dass ein höheres Risiko in den hochverzinslichen Unternehmensanleihemärkten, den niedriger bewerteten Segmenten des Markts strukturierter Wertpapiere oder in Entwicklungsmärkten eingegangen werden muss. Die Segmente mit einer geringeren Bonität bieten zwar ein höheres Renditepotenzial, aber auch ein höheres Risiko, vor allem in den mehr zyklischen Sektoren oder in Rohstoff-sensitiven Regionen.

**Abbildung 5: Unterschiede in den Spreads zwischen Ratingstufen (Investment Grade)**



Quelle: Bloomberg, Staatsanl.-OAS, ICE BofA US Corporate BBB minus ICE BofA US Corporate A, ICE BofA Euro Corporate BBB minus A, ICE BofA Asian Dollar Corporate IG BBB-Rating minus A-Rating, wöchentliche Daten, 23. Juli 2010 bis 24. Juli 2020. Die gestrichelten Linien zeigen die neusten regionalen Zahlen per 24. Juli 2020

**Abbildung 6: Unterschiede in den Spreads zwischen Ratingstufen (High Yield)**



Quelle: Bloomberg, Staatsanl.-OAS, ICE BofA US High Yield B minus ICE BofA US High Yield BB, ICE BofA Euro High Yield B minus BB, ICE BofA Asian Dollar Corporate HY B-Ring minus BB-Rating, wöchentliche Daten, 23. Juli 2010 bis 24. Juli 2020. Die gestrichelten Linien zeigen die neusten regionalen Zahlen per 24. Juli 2020

## Zusammenfassung

- Die US-Wirtschaft hat sich deutlich von ihren Tiefstständen im März und April erholt, aber Wirtschaft und Finanzmärkte haben stark an Dynamik eingebüßt. Das Wirtschaftswachstum dürfte, schwankend zwischen einer angestauten Nachfrage und teilweisen Schließungen, in den kommenden Quartalen zwar positiv, aber bescheiden bleiben.
- Das Geld muss irgendwohin fließen. Die Zentralbanken scheinen entschlossen, ihr volles Arsenal einzusetzen, um eine Deflation und eine anhaltende tiefe Rezession zu vermeiden, und betreiben eine ultralockere Geldpolitik. Da die Liquidität voraussichtlich größer sein wird, als von der Realwirtschaft in naher Zukunft aufgenommen werden kann, wird sie wahrscheinlich in die Finanzmärkte fließen.
- Unserer Ansicht nach reagierten die Kreditmärkte vernünftig auf die verbesserte Liquiditätslage und die zugesagte Stützung durch die Zentralbank. Ein anhaltender Aufwärtstrend vom aktuellen Niveau ist jedoch ohne das Vertrauen, dass das Wirtschaftswachstum anhält, schwer vorstellbar.
- Die Renditen in den Kreditmärkten sind unserer Meinung nach allgemein attraktiv, auch wenn eine weitere Spreadverengung begrenzt sein dürfte.

## WICHTIGER HINWEIS

Die hier wiedergegebenen Einschätzungen entsprechen dem Stand zum Publikationsdatum. Sie sind nur zur Information gedacht und dürfen nicht als Anlageberatung, rechtliche oder steuerrechtliche Beratung genutzt oder verstanden werden, auch nicht als Angebot zum Verkauf, als Aufforderung oder Angebot zum Kauf oder als Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers, einer Anlagestrategie oder eines Marktsegments. Keiner der Inhalte dieser Publikation ist als direkte oder indirekte Erbringung von Anlagemanagement-Leistungen im Hinblick auf die spezifischen Erfordernisse eines Kunden zu verstehen. Hier wiedergegebene Meinungen und Beispiele sind lediglich zur Veranschaulichung allgemeiner Themen gedacht; sie beinhalten keine Indikation für beabsichtigte Transaktionen und können sich jederzeit aufgrund veränderter Bedingungen am Markt oder in der Wirtschaft ändern. Zur Illustration genannte Beispiele sind nicht als Hinweis oder Implikation zu verstehen, dass diese jetzt oder in der Vergangenheit in einem Portfolio enthalten sind bzw. waren. Für Prognosen kann keine Garantie übernommen werden und es ist nicht garantiert, dass die bereitgestellten Informationen vollständig oder aktuell sind. Außerdem besteht keinerlei Gewähr im Hinblick auf die Ergebnisse, die bei deren Verwendung erzielt werden. Bei der Erstellung dieses Dokuments hat sich Janus Henderson Investors im guten Glauben auf die Richtigkeit und Vollständigkeit aller Informationen aus allgemein zugänglichen Quellen verlassen. **Die historische Wertentwicklung beinhaltet keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Geldanlage beinhaltet Risiken, darunter mögliche Kapitalverluste und Wertschwankungen.**

Nicht alle erwähnten Produkte oder Dienstleistungen sind in allen Ländern verfügbar. Die Weitergabe dieser Publikation oder der darin enthaltenen Informationen kann gesetzlichen Beschränkungen unterliegen, und sie darf nicht in Ländern oder Situationen genutzt werden, in denen ihre Verwendung gesetzwidrig wäre. Der Inhalt dieser Publikation ist nicht von einer Aufsichtsbehörde geprüft und gebilligt worden. Janus Henderson trägt keine Verantwortung für eine rechtswidrige Weitergabe dieser Publikation an Drittparteien – sei es insgesamt oder in Auszügen – oder für Informationen, die aus dieser Publikation abgeleitet wurden.

Diese Publikation darf ohne ausdrückliche schriftlicher Erlaubnis weder in Auszügen noch vollständig in irgendeiner Form reproduziert oder in einer anderen Publikation referenziert werden. Wir können Telefonanrufe zur wechselseitigen Absicherung, zur Verbesserung des Kundenservice und zwecks regulatorisch erforderlicher Aufzeichnungen speichern.

In Europa, herausgegeben von Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors ist der Name, unter dem Anlageprodukte und -dienstleistungen von Janus Capital International Limited (Reg.-Nr. 3594615), Henderson Global Investors Limited (Reg.-Nr. 906355), Henderson Investment Funds Limited (Reg.-Nr. 2678531), AlphaGen Capital Limited (Reg.-Nr. 962757), Henderson Equity Partners Limited (Reg.-Nr. 2606646), (jeweils registriert in England und Wales unter der Anschrift 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE und reguliert durch die Financial Conduct Authority) sowie Henderson Management S.A. (Reg.-Nr. B22848 unter der Anschrift 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburg und reguliert durch die Commission de Surveillance du Secteur Financier) zur Verfügung gestellt werden. In den USA werden Beratungsdienstleistungen durch von der SEC registrierte Beratungsunternehmen erbracht, die Tochtergesellschaften der Janus Henderson Group plc sind. In Kanada werden Produkte und Services durch Janus Capital Management LLC nur für institutionelle Anleger aus bestimmten Ländern angeboten. Janus Henderson, Janus, Henderson und Knowledge Shared sind Marken der Janus Henderson Group plc oder eines ihrer Tochterunternehmen. © Janus Henderson Group plc