

Ausblick 2021 - und darüber hinaus

Von Peter De Coensel, CIO Fixed Income bei DPAM

Per Definition hat das Investieren in Anleihen eine langfristige Ausrichtung

- Mehr denn je hat der Drang, die nahe Zukunft mit Überzeugung zu prognostizieren, ein neues Niveau erreicht. Aber ehrlich gesagt ist dies für professionelle Anleiheinvestoren praktisch sinnlos. Woche für Woche sehen wir uns Renditekurven von Staats- und Unternehmensanleihen an. Es ist unsere Aufgabe, robuste Anleihenportfolios mit entsprechenden Laufzeit-, Kredit- und Liquiditätsrisiken zu konstruieren. Das Laufzeitrisiko umfasst das Risiko im Zusammenhang mit bargeldnahen Beständen bis hin zu Anlagen mit Laufzeiten von 30 Jahren und länger. Diese Realität verträgt sich nicht gut mit dem Eifer, vorherzusagen, was die nächsten 12 Monate bringen werden. Im Folgenden informieren wir über den Marktkonsens und darüber, was die Märkte auf Jahressicht einpreisen. Der Schwerpunkt liegt jedoch auf unseren mittel- und längerfristigen Einschätzungen.

2020

- In unserer langen Unternehmensgeschichte haben wir noch nie ein Umfeld solcher Bedingungen erlebt, wie es sich Ende 2020 darstellt. Die Zentralbanken in den entwickelten Märkten haben im März eine Null- bis Negativzinspolitik eingeführt und gleichzeitig extrem aggressive, groß angelegte Programme zum Ankauf von Vermögenswerten gestartet. Ihr Ziel war es, bröckelnde, sich dysfunktional entwickelnde Finanzmärkte zu stützen. Im Wesentlichen ging es darum, dass Market Maker, deren Handelsbücher sich aufblähten, nicht in der Lage waren, das Risiko selbst zu bereinigen, da Investoren versuchten, ihr traditionelles bzw. spekulatives Exposure loszuwerden. Also sorgten die Zentralbanken bei den Akteuren auf der Verkaufsseite für Sicherheit. Die Zentralbanken erreichten ihr Ziel innerhalb weniger Wochen und die Sekundärmärkte entspannten sich. Die Primärmärkte öffneten sich schnell wieder, als die FED eine Reihe von Unterstützungsprogrammen für Geldmarkt-, Staats- und hypothekenbesicherte Wertpapiere bis hin zu den Unternehmensanleihen-Sektoren Investment-Grade (IG) und High-Yield (HY) auflegte. **Seitdem haben die Finanzmärkte nie zurückgeblickt.** Die finanziellen Bedingungen verbesserten sich in Lichtgeschwindigkeit für alle Unternehmen. ‚Moral Hazard‘ erlebte einen epischen Sieg. Die Dichotomie hat ein Maximum an Spannung erreicht, wenn man bedenkt, wie einfach es für Regierungen und große Unternehmen ist, ihre Schulden auf den öffentlichen Märkten zu tilgen, und wie einfach es für kleine und mittlere Unternehmen ist, an Geld zu kommen. Ja, die Regierungen kamen **sowohl den großen als auch den mittleren und kleinen Unternehmen** zu Hilfe. Letztere erhielten jedoch nur Zinsvergünstigungen oder Kreditgarantien von den Regierungen. Die Banken bekamen einen Freifahrtschein für ihre Kreditbücher. In dem Moment, in dem die Regierungen diese Unterstützungsprogramme für kleine und mittlere Unternehmen stoppen, könnte das Wirtschaftswachstum doppelt einbrechen.
- Um die Nachfrage zu stützen, gaben die Regierungen auch Lohnschecks an Arbeitnehmer aus, die in die Kurzarbeit gezwungen wurden. Ungeachtet dieser globalen politischen Reaktion sank das Produktionsniveau im Jahr 2020 um 5 bis 10 %. Mitte 2020 waren die Prognosen noch schlechter, aber innovative und kreative Unternehmer haben die Auswirkungen gedämpft. Die COVID-19-Pandemie wütet noch immer in der EU und den USA. In Asien ist die Erholung dank erfolgreicher Maßnahmen zur Eindämmung des Virus gut vorangekommen. Die Ankündigung einer Reihe von wirksamen Impfstoffen im November hat die Märkte zu einer Bewertungsnormalität mit Blick auf 2021 geführt. Die Enttäuschung kann aber schnell kommen. Diese COVID-19-Pandemie ist durch mehrere Wellen gekennzeichnet. In Europa scheint es schwierig, die zweite Welle einzudämmen, und eine dritte Welle entwickelt sich. Gehen Sie davon aus, dass die schwierigen wirtschaftlichen Bedingungen über das erste Quartal 2021 anhalten werden. Die Erholung wird langwierig sein, da die Pandemie das menschliche

Verhalten verändert hat. Unsere Konsummuster, unser Fokus als Investoren und, was noch tiefgreifender ist, die Art und Weise, wie wir unsere Freizeit verbringen, haben sich verändert. Reisen und Gastgewerbe könnten zwei der Sektoren sein, in denen die Aussichten sehr undurchsichtig bleiben. Die Zeit wird es zeigen.

Regimewechsel

- Zwischen 2009 und 2019 lebten die Anleihenmärkte von der Dominanz der Geldpolitik. 2020 wird das entscheidende Jahr gewesen sein, das ein echtes kooperierendes Modell zwischen Fiskal- und Geldpolitik vorangetrieben hat. Eine Voraussetzung für das Funktionieren dieses Modells ist die Visibilität der Geldpolitik. Der in diesem Zusammenhang von den Zentralbanken geprägte Begriff ist „Enforced Forward Guidance“. Dies bedeutet, dass die offiziellen Leitzinsen mittelfristig auf dem aktuellen Niveau oder niedriger bleiben. In den USA sagen die Märkte voraus, dass die FED die Leitzinsen im ersten Halbjahr 2024 ein erstes Mal straffen wird. Aber noch interessanter ist, dass uns der Pfad der Leitzinsen bis zum Ende des Jahrzehnts nur auf 1,50 % führt. In Europa ist er sogar noch langwieriger. Die Märkte sagen voraus, dass die Einlagenfazilität, die derzeit bei -50 Basispunkten liegt, bis Ende 2025, Anfang 2026 in Richtung -40 Basispunkte steigen wird. Wir könnten es bis 2029-2030 gerade noch auf 0,00% schaffen. Diese Einschätzung basiert auf dem Wissen aller professionellen Investoren in Bezug auf den Pfad der Leitzinsen der FED und der EZB über die nächsten 10 Jahre. Da die fiskalpolitischen Initiativen die globale Verschuldung um 15 bis 20 % erhöht haben, verlangen die Regierungen, dass die Finanzierungsniveaus für lange Zeit billig bleiben. Das Mantra ‚niedrige Zinssätze für längere Zeit‘ sollte geändert werden in ‚niedrige Finanzierungskosten für längere Zeit‘. In der Tat ändern sich die Machtverhältnisse. Die Geldpolitik wird zur Unterstützung einer - hoffentlich - verantwortungsvollen Fiskalpolitik betrieben. Ich sage den Leuten hier immer, sie sollen aus dem Fenster schauen und sich einen Moment Zeit nehmen, um über solche Bedingungen nachzudenken. Was bedeuten sie? Wie werden sie sich auf das Verhalten der Akteure an den Finanzmärkten im Allgemeinen und auf die Marktbewertungen im Besonderen auswirken?
- Die für absehbare Zeit statischen Leitzinsen haben uns darin bestärkt, dass die Zentralbankbilanzen weiter wachsen werden. Letzte Woche beschloss die EZB, ihr "temporäres" Notkaufprogramm um weitere 500 Mrd. EUR aufzustocken. Es wird bis März 2022 laufen. Gleichzeitig wurde uns mitgeteilt, dass **das temporäre in ein permanentes Programm umgewandelt wird**. Nächste Woche erwarten wir eine ähnliche Botschaft von der FED. Es ist offen, ob die FED die monatliche Kaufsumme von 120 Mrd. USD erhöhen wird, oder ob sie weniger T-Bills, dafür aber länger laufende Treasuries kaufen wird. Beides wird zu ähnlichen Ergebnissen führen, d.h. die Bilanzen werden weiter wachsen. Die FED, die EZB, die Zentralbanken des Vereinigten Königreichs, Japans, Australiens, Neuseelands, Kanadas, Schwedens.... die Liste ist lang. Darüber hinaus verfolgen die Zentralbanken der Schwellenländer ähnliche Strategien. Die Bank of China ist in diesem Bereich führend. **Das Unkonventionelle wird zum Konventionellen**. Die Bilanzen der Zentralbanken werden weiterhin wachsen und Durationsrisiken absorbieren. Auch dies erfordert einen weiteren Moment des Innehaltens, denn wir sehen, dass die Zentralbanken im Laufe der Zeit immer mehr des ausstehenden Bestands an Staats- oder Unternehmensanleihen erwerben. Der Streubesitz sinkt. Der ‚Stock-Effekt‘ dominiert den ‚Flow-Effekt‘. Das Flow-Argument ist jedoch oft der Grund, warum Marktteilnehmer einen Anstieg der langfristigen Zinsen erwarten. Japan ist unsere Inspiration. Die japanische Zentralbank hat bereits 2016 eine explizite Steuerung der Renditekurve eingeführt. Aber noch wichtiger ist, dass sie aufgrund der kontinuierlichen Käufe von Vermögenswerten mehr als 50% des Bestandes an japanischen Staatsanleihen besitzt. Mit entsprechenden Wirkungen auf diesen Markt. In dem Moment, als die Kontrolle der Bank of Japan dominant wurde, lag die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen bei 0,00%. Wir rechnen damit, dass sie für die nächsten Jahre in der Nähe dieses Niveaus bleiben werden. Das Flow-Argument verliert mit oder ohne groß angelegten Asset-Käufen, da die freien Märkte aufgegeben haben. Es ist durchaus möglich, dass 10-jährige Bundesanleihen oder sogar 10-jährige US-Treasuries ein ähnliches Schicksal erleiden.

Staatsanleihen der Industrie- und Schwellenländer

- Wir haben den impliziten Steuerungsmechanismus der Zinskurve in den obigen Abschnitten beschrieben. Die aktuellen Jockey-Stick-Renditekurven in der gesamten Region der Industrieländer spiegeln einen Zustand wider, in dem die Leitzinsen bis 2024-2026 verankert sind, während Laufzeitriskoprämien die langfristigen Renditen nach oben treiben. Diese Laufzeitprämien belohnen einen Investor für die aktuelle, erwartete bzw. unerwartete Inflation. Man kann einige Kredit- und Liquiditätsrisiken ergänzen, also z.B. bestimmte EWWU-Länder oder bestimmte Sektoren wie inflationsgebundene Staatsanleihen. Konzentrieren wir uns auf 10-jährige Bundesanleihen und 10-jährige US-Treasuries. Die Konsensprognose von Bloomberg sieht 10-jährige Bundesanleihen Ende 2021 bei -0,33 % sowie 10-jährige US-Renditen bei 1,23 %. Bei Berücksichtigung einjähriger Forwards kommen wir auf -0,55% bzw. +1,09%. Die Marktteilnehmer haben in den letzten Jahrzehnten immer wieder höhere Renditen auf 1-Jahressicht vorhergesagt. Man könnte fast an Verschwörungstheorien denken, die Investoren aus Anleiheninvestitionen in die nachweislich renditestärkeren Risiko-Assets des Marktes lenken würden... Wie auch immer, die Vorhersagen für 2021 sind keine Überraschung.
- **Heute, Mitte Dezember, reflektieren wir den 5-Jahres-Forward 10-jähriger deutscher Bundesanleihen. Hier ergibt sich ein Niveau von -0,27%. Für US-Treasuries liegt dieser Wert bei 1,72%.** Wenn wir heute in 10-jährige Bundesanleihen oder Treasuries investieren, ist der Gesamtertrag solange in Ordnung, wie diese Renditen bis Dezember 2025 unter den oben genannten Niveaus bleiben. Angesichts unseres hohen Vertrauens in die Leitzinsen der FED und der EZB sollten globale Anleiheinvestoren nicht so pessimistisch sein, was das aktuelle Kapitalerhaltungspotenzial der Staatsanleihssektoren innerhalb der EWWU und der USA angeht. Innerhalb der EUR-Staatsanleihen erwarten wir eine weitere Konvergenz der Zinssätze. Rating-Agenturen könnten dabei eine zentrale Rolle spielen, da sie die Finanzierungskapazitäten der EU in die Stärke der einzelnen nationalen Staatsfinanzprofile einfließen lassen. Dies wird eine positive Rating-Migration über die südeuropäischen Märkte hinweg vorantreiben. Im Laufe des Jahres 2021 wird das ermächtigte und flexible Ankaufprogramm der EZB insgesamt ein negatives Nettoangebot an Staatsanleihen in der EWWU erzeugen. Wir können nur hoffen, dass eine positive Konjunkturdynamik einen Aufwärtsdruck auf die Renditen ausübt und die erwarteten Erträge der EUR-Staatsanleihen erhöht. EUR-Staatsanleihen bieten Anlegern unter Berücksichtigung einer negativen Indexrendite, aber positiver Roll-down-Renditen, eine erwartete annualisierte Rendite von rund 0,30 % über einen Anlagehorizont von etwa 8 Jahren. Bei nominalen US-Treasuries liegt diese erwartete Rendite in USD bei annualisierten 1,20% über einen Anlagehorizont von 7,5 Jahren.
- **Über den Erwartungen liegende Erträge können gesteigert werden, wenn man Investitionen in realen statt in nominalen Renditen betrachtet.** Seit April hat die globale politische Reaktion die marktbasierenden Inflationserwartungen auf ein Niveau angehoben, das mit dem einer Welt vor der Pandemie übereinstimmt. Wir erwarten, dass eine verstärkte staatliche Regulierung und Kontrolle sowie klimabedingte Übergangskosten und Unterbrechungen der Lieferketten die Inflation nach oben ziehen werden. Im Durchschnitt wird eine höhere Inflation im Vergleich zu den letzten 10 Jahren Teil des Lösungsmix werden. Die FED hat offiziell das ‚Flexible Average Inflation Targeting‘ in ihre geldpolitische Strategie eingebettet. Infolgedessen sind die Inflationserwartungen auf 5-Jahres-Sicht heute in Richtung 2,25 % gestiegen. Anleger sollten sich in Bezug auf Inflation keine Angst machen lassen. Wir sollten uns auf 2,5 % bis 3,5 % Inflationsdruck in den nächsten 5 Jahren einstellen. Dies wird die Zentralbanken nicht zu einer Straffung der Leitzinsen veranlassen. Angesichts der impliziten Kontrolle der nominalen Renditekurve wird dies die langfristigen Realsätze tiefer in den negativen Bereich drücken. In Europa scheint das Inflationsziel von 2% angesichts einer offiziell erwarteten Gesamtinflation von 1,4% bis 2023 ein langfristiger Traum zu sein. Mehr finanzielle Repression könnte ein Teil der Antwort sein, um Kapital weg von der Sicherheit von Staatsanleihen hin zu produktiven öffentlichen und privaten Investitionen zu lenken. In der Zwischenzeit ist die EUR 5Y5Y-Forward-Inflation in Richtung 1,25% gestiegen. Wir erwarten, dass die EZB ein Ziel von 1,50%-1,75% erreicht, was ihr eine kleine Siegesrunde ermöglichen würde.
- Die oben beschriebene Realität wird institutionelle Anleger dazu bewegen, ihre Allokation in

Staatsanleihen der Schwellenländer in lokaler und harter Währung zu überdenken. Von einer neutralen Anlagestrategie sind wir im September zu einer positiven Einschätzung übergegangen. Die Zentralbanken der Schwellenländer haben die letzte Phase ihrer akkommodierenden Zinssenkungspolitik erreicht. Der negative Effekt der Schwellenländerwährungen war für Euro-basierte Anleger über das ganze Jahr 2020 dominant. Wahrscheinlich werden wir ein Jahr mit negativer Gesamtertrite sehen. **Für 2021 und darüber hinaus sind die Aussichten jedoch gut, da wir erwarten, dass sich Schwellenländerwährungen infolge der globalen Reflationsbemühungen der Geld- und Fiskalinstitutionen stabilisieren und/oder stärken werden.** Die Selektivität des Länderengagements wird über den Erfolg oder Misserfolg des Schwellenländer-Exposure innerhalb der eigenen Allokation entscheiden. Einige Länder betreiben eine fragile Fiskalpolitik. Kombiniert mit einem weniger glaubwürdigen Vorgehen der Zentralbanken, könnte man in einer nicht enden wollenden schlechten Geschichte landen. Ein professioneller und gut diversifizierter Investmentansatz wird die guten von den schlechten Emerging Markets-Investoren trennen. Die erwarteten Gesamterträge von Schwellenländer-Staatsanleihen liegen bei attraktiven 4,5 % über einen Anlagehorizont von 5 bis 6 Jahren. Dies liegt begründet in einem attraktiven Anstieg der Realrenditen gegenüber den durchschnittlichen Realrenditen der entwickelten Länder.

Investment Grade (IG)- und High Yield (HY)-Unternehmensanleihen

- Wir mögen es, ‚short‘ zu sein bei IG-Unternehmensanleihen. Der Hauptgrund liegt darin, dass das 2,5 Billionen Euro schwere Universum zu einem Instrument der EZB-Politik geworden ist. **Das hat mehr als 40% dieses wachsenden Marktsegmentes in den Bereich negativer Renditen getrieben.** Bei einer Indexrendite von nur 0,25% liegen die Gesamterträge, einschließlich der Roll-Down-Rendite, bei knapp 0,50% auf Jahresbasis über einen Anlagehorizont von 5 Jahren. Im Durchschnitt weist diese große Gruppe beeindruckende Zinsdeckungsquoten auf. Per Saldo erhöhen diese Unternehmen jedoch auch ihre Verschuldungsquoten. In ihrem Bestreben, die Dividendenansprüche der Aktionäre zu befriedigen, werden die Bilanzen überdehnt. Die wichtigsten Fragen beziehen sich darauf, wie lange der Schutzschirm der EZB bestehen bleiben wird. Der gesunde Menschenverstand räumt der Staatsfinanzierung Vorrang vor der Finanzierung privater Unternehmen ein. Unter Berücksichtigung einer erhöhten Liquiditätsprämie infolge wiederholter Marktschocks in den letzten zehn Jahren ist der Puffer der Kreditrisikoprämie um die 100 Basispunkte gegenüber 5-jährigen Bundesanleihen an der unteren Grenze. In der Tat sind IG-Unternehmensanleihen in Europa nicht billig, und die Bewertungen entsprechen auch nicht dem Durchschnitt der letzten 5 Jahre. Mit Blick auf das Jahr 2021 sind wir gegenüber diesem Anleihensektor neutral eingestellt, aber auch vorsichtig.

Der europäische HY-Sektor wird das Jahr 2020 positiv beenden. Wie wir in den vergangenen Monaten bereits mehrfach erwähnt haben, hat es dieses Segment tatsächlich in positives Terrain geschafft. Aktuell weisen HY-Indizes seit Jahresanfang ähnliche Renditen wie EUR IG von etwa 2,5 % auf. Zur Erinnerung: Das ist weniger als die Hälfte der Gesamtertriten, die im verhassten EUR-Staatsanleihensektor erzielt werden, der zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Beitrags bei +5,50% liegt. Betrachtet man das relative Potenzial im Vergleich zum IG-Sektor, so weist das europäische High Yield-Segment zum Kaufzeitpunkt eine Indexrendite von 2,80 % auf und bietet einen Spread von etwa 360 Basispunkten. Unter Berücksichtigung der negativen Mittelflüsse und der historischen Ausfallraten liegen wir deutlich unter 2% als Ertragsersparung über einen Anlagehorizont von etwas weniger als 4 Jahren. **Es handelt sich um schwierigen Sektor, da die Unternehmen dank staatlicher Unterstützungsprogramme oder einer weniger anspruchsvollen Investorenbasis überleben können.** ‚Zombifizierung‘ wird oft als Argument für oder gegen HY-Investitionen verwendet bzw. missbraucht. Am Ende des Tages bleibt HY eine weitgehend unverstandene Anlageklasse. Die langfristige Erfolgsbilanz, bereinigt um die Volatilität, übertrifft bei weitem die Anlageklasse Aktien. Auch das ist Realität. Eine Realität, die es nie ins Rampenlicht schaffen wird, da die Marketingbudgets nie die im Aktiensektor aufgewendeten Niveaus erreichen.

Wandelanleihen

Globale Wandelanleihen erzielten im Jahr 2020 eine hervorragende Performance: +25%. Europäische Wandelanleihen, eine kleine Untergruppe im globalen Universum, werden das Jahr 2020 mit etwa +6,00 % beenden. Wandelanleihen gedeihen unter den Bedingungen eines frühen Erholungszyklus. Diese optimistische Einschätzung haben wir bereits vor dem Sommer abgegeben. Auch für 2021 und 2022 glauben wir, dass das Universum der Wandelanleihen florieren wird. Die Nachfrage-/Angebotsdynamik ist gesund. Dies ist immer eine notwendige Bedingung, damit sich ein Sektor gut entwickeln kann. Die globalen Neuemissionen von Wandelanleihen sind in diesem Jahr um fast 50 % gestiegen. Der moderate Anstieg der Neuemissionstätigkeit bei europäischen Wandelanleihen ist ein Vorgeschmack auf einen Wachstumsschub im Jahr 2021. Die Unternehmen werden von den niedrigen Finanzierungskosten angezogen, während sie gleichzeitig ihre potenzielle Aktionärsbasis erweitern, um innovative zukünftige Geschäftsmodelle oder Technologien zu unterstützen. **Wir erwarten für 2021 Renditen, die mindestens im mittleren einstelligen Bereich liegen werden.**

Schlüsselbotschaften

- Wir konzentrieren uns auf die Auswirkungen, die das neue fiskalisch-monetäre Kooperationsmodell auf die längerfristigen Nominal- und Realzinsniveaus sowie auf den Inflationsdruck haben wird, der sichtbar werden könnte.
- Das Duo ‚Yellen-Powell‘ dürfte das Tandem aus Ursula von der Leyen und Christine Lagarde inspirieren. Im Laufe des Jahres 2021 wird die Europäische Kommission den Startschuss für die Geburt eines risikofreien europäischen Anleihenwertes und einer entsprechenden Renditekurve geben. Die EZB wird hierbei für einen komfortablen Start sorgen.
- 2021 wird ein herausforderndes Anlagejahr für alle Finanzmarktsektoren sein, da die Unterstützungsmaßnahmen über 2020 beispiellos waren. Europäische Staatsanleihen sind am anfälligsten, dicht gefolgt von EUR IG-Unternehmensanleihen. High Yield und Wandelanleihen verfügen über interessante Puffer. Professionalität bei der Portfoliokonstruktion ist eine wichtige Voraussetzung, um Kapital zu erhalten bzw. zu vermehren.
- Ein globaler, diversifizierter Investmentansatz mit einer erhöhten Allokation in Staats- und Unternehmensanleihen der Schwellenländer und inflationsresistenten Anleihensektoren spricht für sich. Zeit ist der Freund des Anleiheninvestors. Die Zentralbanken werden sich die Zeit nehmen, damit sich die Regierungen von einer Jahrhundert-Katastrophe erholen können.
- COVID-19 hat sowohl die Realwirtschaft als auch unseren angeborenen Optimismus in Mitleidenschaft gezogen. Ich hoffe, dass ich für 2022 einen Ausblick mit weniger Fragezeichen schreiben kann, als es heute der Fall ist.