

DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

Lassen Sie sich keine Geschichten erzählen!

Status Quo

- Die Zahl positiver Meinungen nimmt stetig zu. Die Mehrheit der Sell-Side-Strategen rechnet mit einer Beschleunigung der Wachstumsbedingungen im Jahr 2021. Die globale Reflationspolitik werde es schaffen, das Wirtschaftswachstum schnell wieder auf den Pfad vor der Pandemie zu bringen. Das sollte die Erträge von Risikoanlagen in den zweistelligen Prozentbereich treiben. Die EZB schloss sich in der vergangenen Woche diesem Chor an. Optimismus ist in der Tat eine wesentliche Zutat, um die Lebensgeister zu entfesseln. Allerdings wütet die Pandemie noch immer, da sich neue Stämme schneller ausbreiten. Nicht ob, sondern wie stark eine dritte Welle die EU treffen wird, ist die Hauptsorge. Da die Eindämmungsmaßnahmen immer länger und härter werden, passen Regierungsstellen ihre Wachstumsprognosen an. Deutschland kappte seine realen Wachstumsaussichten für 2021 von 4,4% auf 3,00%. Rechnen Sie damit, dass weitere Länder der Eurozone ihre Erwartungen anpassen werden.
- Derzeit vertritt eine große Anzahl von Marktkommentatoren die Meinung, dass Anleihen unter allen Umständen vermieden werden sollten. Das klassische 60/40-Anleihen-Aktien-Verhältnis (oder umgekehrt für weniger risikoaverse Anleger) sollte durch hybride Portfoliolösungen ersetzt werden. Solche hybriden Lösungen könnten die Form von Wandelanleihen, nachrangigen Schuldtiteln, Edelmetallen, illiquiden Infrastrukturanleihen oder strukturierten Produkten haben, die mit Rohstoffen oder digitalen Währungen verbunden sind. Die kursierenden ‚Erzählungen‘ besagen, dass wir uns auf eine Phase positiver Renditekorrelation zwischen Aktien und traditionellen festverzinslichen Anlagen vorbereiten müssen. Effektiv würden Anleger die Diversifikationsvorteile verlieren, die seit 1998 bestehen. Es stimmt, dass wir im vergangenen Jahr mit kurzen Momenten positiver Korrelation konfrontiert waren. Aber diese Momente zu einem echten neuen Regime zu extrapolieren, ist nichts anderes als der Versuch, eine unangemessene Panik zu erzeugen. Exakte Studien, die mehr als 50 Jahre zurückblicken, haben hingegen gezeigt, dass eine positive Korrelation zwischen Anleihen- und Aktienrenditen zwei Bedingungen erfordert. **Erstens müssen die Zentralbanken eine effektive Straffung der Leitzinsen vornehmen. Außerdem muss diese Straffung breit angelegt sein.** Tatsächlich hat aber der Straffungszyklus der FED zwischen Dezember 2015 und Dezember 2018 die negative Korrelation zwischen Anleihen- und Aktienrenditen nie aufgehoben. **Zweitens müssen die Märkte mit einer anhaltenden Phase hoher Inflation konfrontiert sein.** Eine hohe Inflation liegt in dem Moment vor, in dem Verbraucherpreisindizes im Jahresvergleich konstant über 3,00 % liegen. Wir stellen fest, dass wir noch Jahre davon entfernt sind, bevor beide Bedingungen erfüllt sind. Die Zentralbanken werden kontrolliert stark akkommodierend vorgehen, um der durchschnittlichen Inflation eine Chance zu geben, das Ziel von 2,00 % zu erreichen. Eine kurze Phase mit einer Inflation von mehr als 2,00 % wäre sicherlich zu

begrüßen, aber die Märkte werden sich eher auf die Fähigkeit der politischen Entscheidungsträger konzentrieren, die Inflation um die 2%-Marke herum zu halten. Erwarten Sie keinen plötzlichen Umschwung zu einer Inflationskulisse im Stil von 1970.

- Das von vielen verwendete Hauptargument besagt, dass das Vorhandensein niedriger Zinsen ein Trugschluss ist. Aktive Anleihemanager haben die Zurückhaltung, die beim Überschreiten der 0%-Renditegrenze in den negativen Bereich auftritt, längst überwunden. Das Jahr 2020 war ein gutes Beispiel dafür: Europäische Staatsanleihen erzielten einen Gesamtertrag von +5,12 %, während sie das Jahr mit einer Indexrendite um 0 % begannen. Es ist nicht die Höhe der Zinsen, die zählt. In den letzten Jahren haben sich aktive Anleihemanager auf die Form der Renditekurven von Staaten und Unternehmen konzentriert. Das Ausnutzen der Steilheitscharakteristiken von Zinskurven eröffnet eine breite Palette von Möglichkeiten. Die US-Treasury-Renditekurve hat in dieser Hinsicht in den letzten Monaten an Attraktivität gewonnen. Auch innerhalb des Universums der Schwellenländeranleihen bieten sich Chancen. In Europa sind die Herausforderungen größer. Dennoch wird die EZB bei den konventionellen und unkonventionellen Politikinstrumenten flexibel bleiben. Wir wiederholen, dass eine Straffung der Geldpolitik kein Thema für 2021 oder darüber hinaus ist, und zwar auf beiden Seiten des Atlantiks. Die staatlichen Haushaltsdefizite werden in den nächsten 3 bis 5 Jahren hoch bleiben. Die Gesundung der angeschlagenen Arbeitsmärkte, ein wichtiges Ziel der Regierungen, wird das Hauptargument der Zentralbanker für eine unveränderte Politik sein.
- Die von vielen ins Spiel gebrachte Aktien-Hybrid-Lösung erhöht zwar das erwartete Renditeprofil. Ist sie jedoch eine ‚korrekte‘ Alternative? Rechtfertigt ein gewisser Verlust an negativer Korrelation einen Sprung in Sektoren, die ziemlich hohe positive Korrelationen zu Aktien aufweisen? Also gut, werfen wir alles über Bord und gehen mit allen Konsequenzen auf eine Reise der Portfoliokonstruktion mit positiv korrelierten Assets. Viel Glück! Ich erinnere mich gut an die Ära 2003 bis 2005. Damals fielen die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen unter 4%, und die 5-jährigen Papiere bewegten sich zwischen 2,00 und 3,00% - historisch niedrige Niveaus, die viele Portfoliokonstrukteure verunsicherten. Und ein eindeutiges Signal für die Abteilungen für strukturierte Produkte vieler Investmentbanken, Alternativen mit höheren Renditen zu schaffen und auf globaler Ebene zu vertreiben. Der Markt für forderungsbesicherte Wertpapiere und strukturierte Kreditprodukte wurde zum Mainstream. Heute schafft die Präsenz niedriger bis negativer Renditen eine ähnliche Atmosphäre. Investoren sollten auf der Hut sein. Wieder einmal verlangen die Banken, die mit sinkenden Nettozinsmargen und disruptiven neuen Wettbewerbern konfrontiert sind, höhere Zinsen. Sie benötigen höhere Handelserträge, die mit dem Vertrieb von weniger liquiden Instrumenten mit höheren Geld-/Briefkursen einhergehen. In der Tat schaffen hybride Instrumente eine höhere Profitabilität. In gewisser Weise wiederholt sich die Historie.

Bewertungen

- Wir beobachteten einen lebhaften US-Treasury-Markt bis zur 5-Jahres-Laufzeit, der mit einem Rückgang von etwa 2 Basispunkten schloss. Die 10- und 30-jährigen US-Renditen schlossen die vergangene Woche weitgehend unverändert bei 1,08 % bzw. 1,84 %. **Wieder**

einmal zogen US-TIPS die meiste Aufmerksamkeit auf sich. Der Break-Even-Satz der 2-jährigen TIPS bzw. die 2-jährigen Inflationserwartungen stiegen um 10 Basispunkte auf 2,48 %. Der 10-jährige Bereich stieß auf eine sehr hohe Nachfrage. Der Break-Even-Satz erreichte am Donnerstag einen Höchststand von 2,17 %, fiel dann aber Gewinnmitnahmen zum Opfer und schloss die Woche unverändert bei 2,08 %. Die US-Inflationserwartungen haben sich auf eine volatile Phase eingelassen. Dies wird das Vertrauen der FED stärken. Deren Sitzung in der nächsten Woche dürfte nicht viele neue Initiativen oder Änderungen in der politischen Richtung ankündigen. Der Start der Biden-Regierung, so hoffnungsvoll deren Einführungszeremonie auch war, wird kein Spaziergang werden. Die Pandemie wird die Wirtschaftsindikatoren im ersten Halbjahr 2021 belasten. Mögliche strukturelle Veränderungen im Konsum und Investitionsverhalten der Unternehmen können die Vorhersagen der Ökonomen über die Form der Erholung durcheinanderbringen. Der aktuelle Verlauf der US-Renditekurve zeigt korrekte Renditeerwartungen.

- Die am vergangenen Donnerstag veröffentlichten Botschaften der EZB haben viele Marktteilnehmer überrascht. **Anstatt die Transparenz zu erhöhen und eine ganzheitlich bis facettenreiche Wortwahl mit Blick auf die Ausrichtung der Politik und die Messung der finanziellen Bedingungen zu wählen, reduzierte sie ihre Glaubwürdigkeit.** Als ob die Einführung von zusätzlichen Variablen zur Bewertung der finanziellen Bedingungen (durchschnittliche Staats- und Unternehmensrenditen, Geldmengenwachstumsindikatoren, angemessene Kreditzinsen für Wohnungs- und Verbraucherkredite...) die Möglichkeit für noch mehr Ausreden eröffnet, sobald das Erreichen der Ziele fragil erscheint. Die Tatsache, dass die EZB die Ziele nur zusammen mit dem EU-Bankensystem erreichen kann, ist ein beträchtliches Hindernis. Anders als in den USA, wo die Kapitalmärkte und nicht die Banken der wichtigste Kreditkanal sind, stößt die Eurozone auf viele Hürden, um eine funktionierende Bankenunion zu erreichen. Vielleicht wäre es diesbezüglich besser gewesen, keine EZB-Pressekonferenz abzuhalten. 10-jährige Bundesanleihen schlossen bei -51 Basispunkten, ein Plus von 3 Basispunkten. Die EWWU-Peripherie hatte angesichts der schlechten Corona-Nachrichten und der anhaltenden politischen Unsicherheit in Italien mit Gegenwind zu kämpfen. Die 10-jährigen spanischen Renditen stiegen um 7 Basispunkte auf 0,12 %, während die 10-jährigen italienischen Renditen um 14 Basispunkte auf 0,75 % anstiegen. Die EUR-Staatsanleihenmärkte hatten einen schwierigen Start in das Jahr 2021 und büßten im Wochenverlauf 52 Basispunkte an Performance ein, so dass sie sich bei -0,84% seit Jahresanfang einpendelten.
- **Europäische Unternehmensanleihen zeigten sich sehr widerstandsfähig** und gaben im Wochenverlauf um 9 Basispunkte nach. Das bisherige Jahresergebnis liegt bei -15 Basispunkten. Die Risikoprämien von Investment Grade-Unternehmensanleihen verhielten sich bei niedriger Volatilität sehr zuvorkommend. Ungeachtet dessen neigen Market Maker dazu, sehr niedrige Gebote für langlaufende Emissionen abzugeben. Offensichtlich entspricht das Liquiditätsumfeld nicht der Markteinstellung „Es ist alles unter Kontrolle, da wir die Unterstützung der EZB haben“. Bei europäischen Hochzinsanleihen (HY) ist das Streben nach Rendite intakt. Der HY-Index legte um solide 26 Basispunkte zu und liefert ein beachtliches Ergebnis von +0,71% seit Jahresbeginn. Staatsgarantien schirmen die Bilanzen ab und Banken dürfen Moratorien für große Teile der von ihnen vergebenen Kredite aufrechterhalten. **Indirekt schützen die Intervention der Regierungen und die Geduld der Zentralbank gegenüber dem Bankensystem weiterhin den HY-Sektor.**

- **Eine lebhaftige Woche für die Schwellenländer** im Umfeld der neuen US-Regierung, eines großen Angebotes und der Meetings von Zentralbanken. Die Währungen der Schwellenländer suchen nach Orientierung zwischen dem positiven Schub durch die erwarteten US-Fiskalimpulse und den Wachstumsängsten, die die COVID-19-Krise weiter mit sich bringt.
- **Der JP Morgan-Index für Emerging Markets-Währungen (EMCI)** hat am vergangenen Freitag an Boden verloren und beendete die Woche bei -0,85%. Der Spread von Schuldtiteln in lokaler Währung (JPM GBI-EM) sank gegenüber den entwickelten Märkten um 1 Basispunkt auf 362 Basispunkte, während der Spread von Schuldtiteln in Hartwährung um 2 Basispunkte auf 405 Basispunkte nachgab.
- An den **Primärmärkten für Staatsanleihen herrschte wieder rege Aktivität** mit IG-Emissionen in Höhe von 6,7 Mrd. USD in nur zwei Transaktionen: Chiles Multi-Tranche in EUR und USD, einschließlich einer Nachhaltigkeitsanleihe (insgesamt USD 4,3 Mrd.) und Panama (USD 2,4 Mrd.) kurz nach der Sicherung einer Kreditlinie des IWF. Im High Yield-Bereich gab es Emissionen in Höhe von 6,3 Mrd. USD mit Bahrain (2 Mrd. USD), Paraguay (830 Mio. USD) und der Türkei (3,5 Mrd. USD), die ein Rekordvolumen von mehr als 15 Mrd. USD für 5- und 10-jährige Laufzeiten mit Renditen von 4,90 % bzw. 5,95 % anzogen.
- **Eine hohe Aktivität war auch bei lokalen Anleihen zu verzeichnen**, wobei vor allem einige Frontier-Märkte erfolgreich waren: Uganda emittierte eine neue 10-jährige Anleihe zu 16,15%, Kenia eine 16-jährige Anleihe zu 12% und Ghana eine 6-jährige Anleihe zu 19,25%. Die letztgenannte Emission war ein enormer Erfolg, der es dem Land ermöglicht, umgerechnet 490 Mio. USD einzunehmen. Auch die Auktion Südafrikas in der nächsten Woche wird interessant zu beobachten sein, nachdem die Anleihe in dieser Woche um 20 Basispunkte gestiegen ist. Dieser Appetit auf das Segment Emerging Markets Debt in einer Welt niedriger Renditen hat die Zuflüsse in Schwellenländerfonds auf das beeindruckende Niveau von 4,3 Mrd. USD getrieben, wobei Fonds in lokaler Währung diejenigen in Hartwährung übertreffen.
- Die indische Zentralbank verfolgt weiter ihre Normalisierungspolitik, d.h. die Reduzierung von überschüssigem Bargeld im Finanzsystem, um die Geldmarktsätze näher an den Reposatz von 4,0 % zu bringen. Die Übung ist heikel, da die Zentralbank versucht, Exzesse an den Geldmärkten zu korrigieren und gleichzeitig die längerfristigen Kreditkosten zu begrenzen.
- Die Stützung der eigenen Währung könnte der Grund dafür gewesen sein, dass keine der Zentralbanken, die in der vergangenen Woche getagt haben, ihre Leitzinsen gesenkt hat - obwohl einige von ihnen die höchsten realen Zinssätze weltweit aufweisen (z.B. die Türkei, Malaysia und Indonesien). Auch die Zentralbank in Südafrika schlug einen neutralen Ton an, obwohl sich die COVID-19-Krise zugespitzt hatte. Es scheint, dass sich die politischen Entscheidungsträger dafür entscheiden, attraktiv für ausländische Kapitalzuflüsse zu bleiben. Dies trägt dazu bei, das anhaltende Angebot an Staatsschulden zu absorbieren, trotz der Notwendigkeit, die heimischen Volkswirtschaften zu unterstützen. Obwohl der Weg zu einer globalen Erholung nicht geradlinig ist, sind wir der

Meinung, dass Schwellenländerwährungen eine der günstigen Anlageklassen ist und sich gut entwickeln sollte, sobald das globale Wachstum allmählich wieder an Fahrt gewinnt. Wir glauben, dass die Streuung zwischen den wirtschaftlichen Erholungen der Länder eine interessante Quelle der Alpha-Generierung für den aktiven Manager darstellt.

Fazit

- **Wer versucht, das Ende der Kapitalerhaltungs- und Wachstumseigenschaften der traditionellen festverzinslichen Anlageklasse auszurufen, handelt im besten Fall verfrüht und im schlimmsten Fall populistisch.** Wir überwachen die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien durch unser getestetes hauseigenes dynamisches Modell, das lang- und kurzfristige Signale enthält. Die negative Korrelation ist intakt. Ohne die unmittelbare Bedrohung durch eine globale geldpolitische Straffung und ohne gleichzeitig hohen und anhaltenden Inflationsdruck in den Industrie-Volkswirtschaften werden wir nicht in ein neues Regime wechseln.
- **Das Bankensystem profitiert von höheren Zinsen und hoher Volatilität.** Banken werden versucht sein, das Transaktionsvolumen und die Gebühren zu erhöhen. Anleger sollten sich auf eine solide Portfoliokonstruktion konzentrieren und in ihr Engagement eine maximale Anzahl unabhängiger Elemente einbeziehen. Ob einige dieser Elemente negative Renditen aufweisen, sollte nicht unsere Hauptsorge sein. Lassen Sie sich nicht beeindrucken von neuen ‚Geschichten‘ in diesem Jahrzehnt niedriger Zinsen.