

DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

Von 30.000 Fuß aus betrachtet

Status Quo

- Ein wesentliches Merkmal erfolgreicher Investitionen manifestiert sich in der Fähigkeit, ein Stück weit Abstand zu nehmen. Das Jahr 2020 wurde von einer enormen Menge an weniger relevanten Fakten überschwemmt. Die wachsende Aufmerksamkeit für Datenserien zur Mobilität ist ein Beispiel dafür. Diese Art der Analyse führt zu wirtschaftlichen Erholungsprognosen in V-, W- oder K-Formen und deren Abwandlungen, die zu einer Änderung Ihrer Anlagestrategie führen würden. Die Wahrheit ist, dass der Boom der Finanzmarktanlagen seit dem scharfen Einbruch im März 2020 hauptsächlich durch die kombinierten und verstärkenden Effekte der außerordentlichen globalen geld- und fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen angetrieben wurde. **Was sehen wir also aus der Perspektive von 30.000 Fuß?**
- Profitable Geschäftsmodelle, die auf digitalen Plattformen aufbauen, verzeichneten eine steigende Bewertung, während die pandemiebedingte Veränderung des Verbraucherverhaltens problematisch sein wird. Solche wachstums- und qualitätsorientierten Geschäftsmodelle besitzen eine hohe Zukunftssicherheit. Personenintensive oder vermögenslastige Geschäftsmodelle werden hingegen weiterhin anfällig für Störungen bleiben. Ein Umfeld steigender Zinssätze würde daran nichts ändern.
- Im Laufe des Jahres 2020 sind die erwarteten Renditen an den EU- und US-Staatsanleihenmärkten bis Ende November auf neue Tiefststände eingebrochen. In den weniger fragmentierten EWWU-Zinsmärkten ist der erwartete Gesamtertrag auf 0,32% über einen Anlagehorizont von 8 bis 9 Jahren gefallen. Anleger, die ihre Zinssensitivität aufrechterhalten, profitieren von der Kurvensteilheit und der entsprechenden Rolldown-Rendite, um einen zu erwartenden positiven Ertrag zu erwirtschaften. Das mag überraschen, da die Rendite des EUR-Staatsanleihenindex ein Niveau von -0,22% aufweist. Heute stimmen die EU-Zinsmärkte vollständig mit den erwarteten Erträgen japanischer Staatsanleihen überein, die ebenfalls bei 0,32% liegen. Auf der anderen Seite des Atlantiks bieten US-Treasuries einen erwarteten Ertrag von 1,21% über einen durchschnittlichen Anlagehorizont von 7,5 Jahren.
- Mit zunehmender Risikopräferenz stellen wir fest, dass europäische Unternehmensanleihen mit Investment Grade (IG) einen erwarteten Ertrag von 0,55% über einen kürzeren Anlagehorizont von 5,25 Jahren liefern. Das unverminderte Kaufprogramm der EZB für Unternehmensanleihen treibt den Sektor immer näher an die wenig erfreulichen Erträge von Euro-Staatsanleihen heran. US-IG-Unternehmensanleihen bieten ordentliche 3,18% bei einem Anlagehorizont von 7 Jahren. Das europäische High Yield-Segment (HY) muss sich über einen Zeithorizont von 3,5 Jahren mit 1,51% begnügen, während US-High Yield bei 3,42% liegt. Beide High Yield-Sektoren leiden sowohl unter historischen Ausfalldaten als auch unter

dem negativen Einfluss von Umschichtungen. Ohne diese Elemente weist der europäische HY-Index eine interessante Rendite von 3,00% sowie sein amerikanisches Pendant von etwa 4,00% auf. Es liegt auf der Hand, dass aktives Management korrekte Ertragserwartungen ermöglicht, abhängig von der Fähigkeit des Managers, Ausfälle und eine schlechte Wertpapierauswahl zu vermeiden.

- Staatsanleihen in Landeswährung der Schwellenländer (EM) bieten dank eines relativ geringen Ausfallrisikos einen ansehnlichen zu erwartenden Ertrag von 4,24%.
- Diese kurze Ansicht aus hoher Höhe zeigt, dass sich die erwarteten Anleiherenditen auf den EU- und US-Märkten soweit angepasst haben, dass Anleger, die ihren Anlagespielraum nicht erweitern wollen, allmählich verzweifeln. Die globalen Anleihemärkte bieten jedoch Lösungen. Ausgehend von einem atlantikzentrierten Anleihefokus werden die Anleger ermutigt, mehr in Schwellenländerpapiere (Staats- und Unternehmensanleihen) im Allgemeinen und in Asien im Speziellen zu investieren.
- Angesichts der jüngsten Fokussierung auf die Schwierigkeiten bei den Wahlen in den USA wurde am 19. November nur wenig über die Unterzeichnung der Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP) durch 15 Staaten auf dem asiatischen Kontinent geschrieben. Die 10 Länder der ASEAN (Association of Southeast Asian Nations) und 5 Länder des asiatisch-pazifischen Raums (Japan, Südkorea, China, Australien und Neuseeland) unterzeichneten ein Freihandelsabkommen, das sich auf 30% der Weltbevölkerung und auf insgesamt 30% des globalen BIP erstreckt. Von der Bedeutung her würde ich diese multilaterale Kooperationspartnerschaft neben die Gründung der Europäischen Union und in geringerem Maße neben das erneuerte nordamerikanische USMCA-Handelsabkommen stellen. Tatsache ist, dass die USA und Indien Teil dieses historischen Abkommens sind. Ich kopiere die folgende kurze Beschreibung, die auf der EU-Website zu finden war, in diesen Text. Sie fasst den Umfang und das Potenzial für die Region angemessen zusammen:
 - Die Hauptwirkung des RCEP besteht darin, die verschiedenen Freihandelsabkommen, die die ASEAN mit den fünf anderen asiatisch-pazifischen Ländern geschlossen hat, in einem einzigen Rahmen zu bündeln. Das RCEP deckt den Warenhandel ab, trägt aber wenig zum Abbau nichttarifärer Hemmnisse bei. Es schließt die meisten Dienstleistungen aus. Darunter fällt auch die Landwirtschaft, die ein sensibler Sektor ist. Es ist ein „flacheres“ Abkommen als die bestehenden Freihandelsabkommen der EU mit der Region. Und es kann nicht mit unserem eigenen Binnenmarkt verglichen werden. Doch darum ging es ohnehin nie.
 - Mehr als 30 Verhandlungsrunden innerhalb von acht Jahren, zahlreiche Ministertreffen und drei Gipfeltreffen der Staats- und Regierungschefs haben zu einer bedeutenden Errungenschaft geführt und, wie die asiatischen Staats- und Regierungschefs am 29.11. erklärten, „ein beispielloses mega-regionales Handelsabkommen hervorgebracht, das eine vielfältige Mischung aus bereits etablierten, sich noch entwickelnden und am schwächsten entwickelten Volkswirtschaften der Region umfasst“.
- Die RCEP ist ein ‚Game Changer‘. Asset-Allokatoren, die Anlagen über die beiden Bereiche Anleihen und Aktien verteilen, werden Gelder in dieses Zentrum des gesteigerten Wirtschaftswachstums umlenken.

Bewertungen

- **In einer kurzen Thanksgiving-Woche konnten sich US-Treasuries behaupten.** 10-jährige US-Staatsanleihen schlossen nur einen Basispunkt (bp) höher bei 0,837%. Die sehr langen Laufzeiten erfuhren weniger Unterstützung und drückten die 30-jährigen Renditen um 5 Basispunkte auf 1,57%. Bei den realen Renditen waren die Marktbewegungen aufschlussreicher, da wir eine erneute Stärkung der Inflationserwartungen beobachteten. Die Break-even-Renditen über 30 Jahre lagen am Ende bei 1,89%, aber auch die Break-even-Renditen mit kürzerer Laufzeit stiegen an. Die 5-jährigen schlossen bei 1,68%. Da US-TIPS zum QE-Programm der FED gehören, wird das am Mittwoch veröffentlichte FED-Protokoll, das uns auf die am 15. Dezember bekannt zu gebenden, verstärkten und groß angelegten Ankäufe vorbereitet, untergewichtete Investoren dazu verleitet haben, ihre Allokationen zu erhöhen.
- **Innerhalb der europäischen Investment Grade- und High Yield-Staatsanleihenmärkte war die Suche nach Rendite lebhaft.** Die italienischen 10-Jahres-Renditen schlossen auf einem historischen Tiefstand von 0,59%. Dasselbe gilt für portugiesische 10-jährige Anleihen, die im Begriff sind, in den negativen Bereich zu fallen bei am Schluss 0,01%! Spanien liegt knapp dahinter und liefert 10-Jahres-Renditen von 0,05%. Die Peripherie- und Semi-Core-Spreads gegenüber deutschen Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit werden uns schließlich in die Zeit vor der Großen Finanzkrise zurückversetzen. Die Architektur der EWWU hat im Juli eine entscheidende positive Anpassung erfahren. Die deutschen Renditen schlossen auf dem gleichen absoluten Niveau wie die italienischen, natürlich mit Ausnahme des negativen Vorzeichens. Der Referenzzinssatz liegt wieder in einer bequemen Spanne von -50 bis -70 Basispunkten, im Hinblick auf den 10. Dezember, wenn die EZB die Situation neu evaluieren wird.
- **Die europäischen Investment Grade-Unternehmenspapiere** legten um 5 Basispunkte zu, so dass die Bilanz seit Jahresbeginn bei +2,63% liegt. Die Lockerung der EZB lässt diesem Markt nur eine Option, nämlich weiter zu expandieren. Die Zahl der Qualitätsunternehmen, die mit 0%-Kupons finanzieren, wächst stetig. Die Fragmentierung bei kleinen und mittleren Unternehmen explodiert. Die Ungleichheit nimmt beschämende Züge an.
- **Europäische High Yield-Unternehmensanleihen** erzielten mit +75 Basispunkten eine weitere hervorragende wöchentliche Wertentwicklung, nämlich +4,26%, was den Wert seit Jahresbeginn auf +1,84% anhebt. In der Zwischenzeit bleiben die Ausfallerwartungen für 2021 niedrig. Alle öffentlichen Märkte erhalten den Schutz der Zentralbank. Ich halte es für verfrüht, über Exit-Strategien aus den quantitativen Maßnahmen (QE) nachzudenken. Dennoch sollten wir über ein Leben nach QE nachdenken oder einfach akzeptieren, dass die Zentralbankbilanzen weiter wachsen werden...
- **Auf der Suche nach Carry stürzten sich kapitalkräftige Investoren in der vergangenen Woche auf die Schwellenländer.** Die Zuflüsse in Schwellenländeranleihen beliefen sich auf rund 3,5 Mrd. USD, davon 2,0 Mrd. USD in Landeswährung. Alle Spreads blieben mehr oder weniger stabil, mit Ausnahme für Subsahara-Afrika, die sich um 25 Basispunkte auf etwa 6,15% reduzierten.

- Die Währungsperformance, gemessen in EUR, war leicht negativ, aber gemessen in USD haben Schwellenländerwährungen gut abgeschnitten. Der JP Morgan Emerging Markets Currency Index liegt jetzt fest über 56,40 und die Volatilität von Schwellenländerwährungen hat weiter von 10,25 auf 10,10 abgenommen. Tschechische Krone (+0,7% in EUR), Südafrikanischer Rand (+0,5%) und Südkoreanischer Won (+0,3%) sind die Top-Performer dieser Woche. Nigerianische Naira (-3,6% in EUR gerechnet), Türkische Lira (-3,40%) und Argentinischer Peso (-1,2%) bilden die Schlusslichter.
- In den letzten Jahren hat Serbien eine wirtschaftliche Metamorphose durchgemacht. Die Erschließung von 18 von 35 Kapiteln für den EU-Beitritt hat zu Strukturreformen und zur Stärkung der Institutionen geführt. Eine umsichtige Finanzpolitik hat die Haushaltssalden von einem Defizit von 6,2% im Jahr 2014 seit 2017 auf Überschüsse verbessert. Erhebliche Steuererhöhungen und eine Reduzierung der Ausgaben haben die öffentliche Verschuldung (56,7% des BIP) auf einen Abwärtspfad gebracht. Die serbische Wirtschaft wurde während der Pandemie weniger hart getroffen als andere Länder (-1,0%!), und es wird erwartet, dass auch die Erholung schneller vonstatten gehen wird (6% im Jahr 2021). Das Ergebnis ist, dass die Verschuldung gegenüber dem BIP (die gesetzlich auf maximal 60% begrenzt ist) weniger stark betroffen sein wird als in vielen anderen aufstrebenden Volkswirtschaften. In einer Welt der Herabstufungen ist Serbien eines der wenigen Länder mit verbesserten Anleihen-Ratings.
- Die Elfenbeinküste war das erste Land in Subsahara-Afrika, das seit Beginn der COVID-19-Krise Eurobonds emittierte. Ungeachtet der politischen Situation im Land konnte der Emittent ein Emissionsvolumen von 1 Mrd. EUR zu einer Rendite von 5% bei einer Gesamtnachfrage von über 3 Mrd. EUR platzieren. Während die Diskussion über die Beteiligung des Privatsektors am Schuldenerlass für Länder mit niedrigerem Einkommen seit dem Sommer andauert, betonte der senegalesische Wirtschaftsminister Amadou Hott, dass für sein Land und andere Volkswirtschaften mit starken Fundamentaldaten „keine Notwendigkeit besteht, private Gläubiger zur Beteiligung zu zwingen“. Die Priorität des Landes sei die Aufrechterhaltung seiner Beziehungen zu privaten Investoren, die wichtige langfristige Partner zur Überbrückung der Finanzierungslücke sind.
- Die Inflation in Südafrika hat mit 3,3% im Oktober gegenüber dem Vorjahr nach Schätzungen von nur 3% angezogen. Dies ist hauptsächlich auf höhere Lebensmittelkosten zurückzuführen. Zur Erinnerung: Die südafrikanische Zentralbank ließ die Zinsen letzte Woche unangetastet und signalisierte, dass ihr vierteljährliches Prognosemodell Ende 2021 zwei Erhöhungen um 25 Punkte vorsieht. Die unsicheren Wachstums- und Inflationsaussichten ließen die Bank jedoch signalisieren, dass die Tür für eine Lockerung noch offensteht. Unterdessen überraschte das Finanzministerium die Märkte mit der Absage einer Switch-Auktion in letzter Minute. Die Märkte reagierten darauf mit der Erwartung eines mangelnden Angebots an verfügbaren Laufzeiten bis zum Jahresende, was zu einer aggressiven Abflachung der Renditekurve bei südafrikanischen Staatsanleihen führte.
- Der malaysische Premierminister Muhyiddin Yassin muss die Verabschiedung des Haushalts 2021, den er dem Parlament vorlegte, begrüßt haben, nachdem er sich dem

Druck seiner Verbündeten zur Durchführung einer Vertrauensfrage ausgesetzt und mit dem König über seinen Antrag auf Ausrufung des Ausnahmezustands gestritten hatte. Der Haushaltsplan in Höhe von 78 Milliarden US-Dollar soll der bisher größte Etat der Nation sein. Die Herausforderungen bleiben jedoch bestehen: Nun wird jeder Teil des Gesetzentwurfs vom Unterhaus analysiert, was vor Jahresende weitere Abstimmungsrunden bedeutet.

Fazit

- Die Geschichten über das Fehlen von Gelegenheiten bei Anleiheinvestitionen verbreiten sich weiter. Bestenfalls unbegründet, schlimmstenfalls fehlgeleitet. In den meisten Fällen werden solche Meinungen von Kommentatoren abgegeben, die nicht am Anleihenmarkt tätig sind. Korrekte Renditen können realisiert werden. Um eine robuste und renditestarke Anleihenkomponente aufzubauen, sind Anleger gefordert, sich von den klassischen Allokationsschemata stärker zu lösen.
- Anleger sollten die bunten, vielfältigen und sich entwickelnden Anleihenmärkte in ganz Asien nutzen. Innerhalb dieses Jahrzehnts wird China zum Anleihemarkt Nr. 2 nach den USA werden. Die Anleihen-Indizes werden heute bereits davon beeinflusst. Aktive Manager sollten diesen Moment nutzen und entsprechend handeln.