

DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

Sind Anleihen langweilig?

Stand der Dinge

- Der Ausdruck „langweilige Anleihen“ bezieht sich unter anderem auf den **obskuren Weg, der zu scheinbar niedrigen Anleiherenditen führt, verglichen mit den nachweislich höheren Renditen, die durch Aktienanlagen geboten werden**. Tatsächlich haben sich Aktieninvestitionen über einen Horizont von mehr als 100 Jahren als zusätzliche Risikoprämie erwiesen. Um ehrlich zu sein, muss man betonen, dass sich eine solche zusätzliche Risikoprämie nur dann herauskristallisiert, wenn man die ganze Zeit, also ständig, auf den Aktienmärkten investiert ist. Wenn man sich bei Anleihen auf das Vereinnahmen von Zinskupons im Rahmen eines „Buy and Hold“-Anlagestils beschränkt, könnte es Anlegern tatsächlich langweilig werden. Aber täuschen Sie sich nicht, diversifizierte Anleihenanlagen haben über lange Zeithorizonte attraktive risikobereinigte Renditen erzielt. Heute möchte ich über einen Zeithorizont nachdenken, der für relevant gehalten werden könnte, und zwar ab dem Zeitpunkt, an dem der Euro auf den Finanzmärkten eingeführt wurde, also der 1. Januar 1999. Wir berücksichtigen dabei die Erwartungen an die Anleiherenditen in drei verschiedenen Profilen, von konservativ über ausgewogen bis dynamisch. Wenn wir uns auf der Risikokurve für Anleihen nach oben bewegen, wird das Profil globaler und das Währungs- oder Kreditrisiko steigt.
 - Rückblickend auf die letzten 21 Jahre, ausgedrückt in Euro, stellt sich die jährliche Gesamtrendite wie folgt dar: Euro-Staatsanleihen weisen eine jährliche Rendite von 4,52% auf. Europäische Unternehmensanleihen waren nicht in der Lage, vom zusätzlichen Kreditrisiko zu profitieren, und lieferten angesichts der fehlenden Laufzeitprämie eine annualisierte Rendite von nur 4,10%. Europäische Hochzinsanleihen weisen eine jährliche Rendite von 5,35% und im Vergleich zu Staatsanleihen ein wesentlich höheres Volatilitätsprofil auf. Der MSCI EMU Equity Total Return Index (MSCI) liefert eine annualisierte Rendite von 2,98%, die sich in Richtung 3,55% bewegt, wenn man Europa als Universum betrachtet. Auf Euro-Basis liegt die Gesamtrendite des US-amerikanischen S&P500-Index bei 6,78%, während die technologieintensive Nasdaq 8,78% erzielte. Das Ziel des obigen Vergleichs besteht nicht darin, die Überlegenheit von Aktienanlagen gegenüber Anleihen zu entkräften. Das war bei US-Aktien eindeutig der Fall, nicht aber bei EU-Aktien. Der Punkt, auf den ich hinweisen möchte, ist, dass das aktive Anleihemanagement in den letzten zwei Jahrzehnten ein hervorragendes Ergebnis erzielt hat. **Versierte Anleger haben in vollem Umfang profitiert, die breite Anlegeröffentlichkeit jedoch eher weniger.**
 - Mit Blick auf die Zukunft, in einer Zeit, in der eine wachsende Zahl von Marktbeobachtern das Ende der Hausse auf dem Anleihenmarkt proklamiert, haben wir uns an die Arbeit gemacht und drei diversifizierte globale Anleihenportfolios zusammengestellt. Alle Portfolios investieren währungsübergreifend mehr oder

weniger in aufstrebende Staatsanleihemärkte oder übernehmen verschiedene Stufen des Investment-Grade- oder Hochzins-Kreditrisikos. Bei allen drei Portfolios erstreckt sich der Anlagehorizont über 6,5 bis 7,5 Jahre. **Das defensive Profil bietet eine Rendite von 1,1%** bei einem bescheidenen Volatilitätsziel von 3,5%. Anlagen in Euro decken 76% ab, 12% übernehmen das USD-Risiko, während 12% auf andere Währungen entfallen. **Das ausgewogene Profil bietet eine Rendite von 2,1%** und ist wirklich global. Das Währungsengagement in Euro sinkt auf 37%, während der USD-Anteil auf 25% steigt. Die restlichen 38% werden in andere Währungen der Schwellen- und Industrieländer investiert. Das ausgewogene Profil erfordert eine Allokation von 20% in Staatsanleihen der Schwellenländer-Landeswährungen und 14% in den europäischen High Yield-Anleihensektor. Das Volatilitätsziel liegt bei 5%, aber die durchschnittliche Gesamtqualität liegt im Bereich eines A-Ratings, wie dies auch beim defensiven Profil der Fall ist. **Das dynamische Profil bietet eine Rendite von 3,8%** und investiert überwiegend (d.h. zu 67%) in Lokalwährungsstaatsanleihen der Schwellenländer. Hinzu kommen 17% europäische High Yield-Anleihen sowie 16% globale Staatsanleihen der Industrieländer (nominal). Das durchschnittliche Rating sinkt bei einem Volatilitätsziel von 6,5% auf BBB. **Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Anlegern die Welt der Anleihen zu Füßen liegt. Werden Sie nicht Opfer eines Finanzpopulismus, der eine negative Einstellung gegenüber Anleiheninvestitionen verbreitet.**

- Die Hauptangst der Anleihen Anleger besteht darin, dass ein plötzlicher Anstieg der langfristigen Zinssätze eintritt. Tatsächlich könnten vorübergehende Spitzen bei den langfristigen Kernzinsen eine vorübergehende Korrektur der Anleihenportfoliowerte verursachen. Die Erholung ist jedoch sicher angesichts von Reinvestitionen auf höheren Zinsniveaus. Vielmehr könnten Risikoanlagen betroffen sein, da das ‚Low for longer‘-Argument zur Erklärung der derzeit hohen Bewertungsniveaus verwendet (oder missbraucht) wird. Die zentrale Frage ist nicht, wie lange die Leitzinsen negativ oder an der unteren Nullgrenze bleiben werden. Zum aktuellen Zeitpunkt preisen die Märkte eine erste 10 Basispunkte-Zinserhöhung der EZB im ersten Quartal 2026 ein. Es wird erwartet, dass der Einlagenzins bis zum ersten Quartal 2029 wieder in den positiven Bereich rückt, und dass die US-Zentralbank die Leitzinsen bis zum Sommer 2024 anhebt. Das ist für viele Marktakteure eine Ewigkeit. Die Schlüsselfrage, die heute mit einem höheren Unsicherheitsgrad behaftet ist, lautet also, wie steil die Zinskurven angesichts der wirtschaftlichen Erholung und der höheren Inflationswerte werden könnten. Mein zentrales Szenario sieht vor, dass der Druck in den nächsten Quartalen angesichts der anhaltenden Absorption von Duration durch die Zentralbank nur begrenzt steiler wird. Je länger der Markt also braucht, um solche Risiken einzupreisen, desto höher ist der heutige Wert der Rolldown-Rendite. Mittelfristig wird die Rolldown-Rendite ein Haupttreiber der Anleihenrenditen sein.

Bewertungen

- **In der vergangenen Woche drückte die Erholung der Risikoanlagen die Renditen von US-Staatsanleihen nach oben.** Auch wenn die Wirtschaftsindikatoren viele Zweifel an der Qualität und dem Tempo der Erholung aufkommen lassen, erhöhten sich die Renditen von 10- bzw. 30-jährigen US-Treasuries um 5 bzw. fast 9 Basispunkte auf 0,70% bzw. 1,49%. US-TIPS (inflationgebundene Anleihen) erwiesen sich in der vergangenen Woche als die schützende

Alternative schlechthin, da sich die Inflationserwartungen erhöhten. Die 30-jährigen Break-even-Sätze schlossen bei 1,80%, was einem Anstieg um 7 Basispunkte entspricht. Anfang September werden für das 4. Quartal Höchststände von 1,84% anvisiert. Die 10-Jahres-Inflationserwartungen stiegen um 6,5 Basispunkte auf 1,65%. US-TIPS behalten ihren Status als attraktiv bewertete risikofreie Anlage über einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont bei.

- **Die Zinskurve bei Bundesanleihen hat sich keinen Zentimeter bewegt.** Die 10- und 30-Jahreskurve schlossen bei -53,6 und -10,3 Basispunkten. Für europäische Anleger sind Euro-Staatsanleihen der Sektor mit der besten Wertentwicklung im Jahr 2020, der seit Jahresbeginn einen Zuwachs von 4,01% erwirtschaftet hat. Höhepunkt der Woche war die Rede von EZB-Präsidentin Christine Lagarde, in der sie erklärte, dass die Überprüfung der EZB-Politik auch zu einem flexiblen durchschnittlichen Inflationsziel führen könnte. Um wieder auf einen Inflationspfad von 2% zurückzukehren, sollten wir, ausgehend von der Euro-Staatschuldenkrise im Jahr 2011, bis 2027 eine durchschnittliche Inflationsrate von 3,3% im Jahresvergleich erreichen. Um über einen Zeitraum von drei Jahren aufzuholen, wäre eine Inflationsrate von 5% im Jahresvergleich erforderlich. Die 10-jährigen Inflationserwartungen für Deutschland liegen bei 0,67%. Dem 5-Jahres-Break-even-Zinssatz liegt im Durchschnitt eine Inflationsrate von 0,40% in den nächsten 5 Jahren zugrunde. Der September wies eine Preissteigerung von -0,30% gegenüber dem Vorjahr aus. Die Lücke ist gigantisch. Wir erwarten mehr Anstrengungen, um diese zu schließen. Wenn wir die politischen Instrumente in eine Rangfolge bringen, steht eine Erhöhung des PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) an erster Stelle. An zweiter Stelle könnte eine weitere Lockerung der langfristigen Refinanzierungsbedingungen für das EU-Bankensystem stehen. An dritter Stelle käme eine weitere Senkung der Einlagenfazilität in Richtung -60 oder -75 Basispunkte. Eine Analyse der EZB zeigt, dass das 1,35 Billionen Euro umfassende PEPP-Programm den Auswirkungen eines Einlagensatzes zwischen -1,50% und -2,00% entspricht. Erwarten Sie, dass die Asset-Käufe der EZB im vierten Quartal die langfristigen Kernzinsen bis zum Rest des Jahres 2020 auf dem derzeitigen Niveau halten werden.
- **Die Spreads in den europäischen Investment Grade- und High Yield-Sektoren haben sich gut erholt.** Der Euro Iboxx-Index legte um 25 Basispunkte zu und erzielt eine Gesamttrendite von 0,92% seit Jahresanfang. Hochzinsanleihen fügten 65 Basispunkte hinzu, wodurch sich das Minus seit Jahresbeginn auf -2,26% verringerte. Beide Sektoren profitieren überproportional von den Kaufprogrammen der Zentralbanken, High Yield indirekt und Investment Grade direkt über Kredite. Bemühungen um Krediterleichterungen machen beide Anlageklassen auch weniger empfindlich gegenüber zugrunde liegenden Bilanzströmen. Wenn sich Ausfälle ereignen, isoliert der Markt diese Ereignisse rasch und geht zum Tagesgeschäft über. Risk-Off-Wellen verschwinden schnell, da die Mentalität der Schnäppchenjagd allgegenwärtig ist. Man fragt sich, welche Art von Katalysator wirklich destabilisierend wirken könnte.
- **Spreads von Schwellenländeranleihen wurden in der letzten Woche auf einer etwas besseren Basis gehandelt.** Spreads in Landeswährung verengten sich um 3 Basispunkte auf 3,83%. In harter Währung (Hard Currency Investment Grade) wurden 2,26% (-9 Basispunkte) gehandelt. In der breiten Hartwährung verengten sich die Spreads um 8 Basispunkte auf 4,47%. Die Spreads in harter Währung in Subsahara-Afrika verengten sich um 7 Basispunkte auf 7,38%.
 - Nach sieben aufeinander folgenden Monaten mit negativer Performance verzeichneten Schwellenländerwährungen im September eine positive Monatsperformance (+0,75% in Euro). Jamaika-Dollar (+6,6% in Euro), südkoreanischer Won (+3,3%) und taiwanesischer

Dollar (+3,2%) lieferten die besten Ergebnisse. Russischer Rubel (-4,4% in EUR), kolumbianischer Peso (-4,0%) und tschechische Krone (-3,9%) waren die Währungen mit der schlechtesten Wertentwicklung. Wir erkennen den langfristigen Wert der Emerging Markets-Währungen, bleiben aber vorerst vorsichtig, da die Volatilität im Zuge der US-Wahlen zunimmt.

- Der Markt ist zu selbstgefällig in Bezug auf die Fähigkeit von Ländern mit niedrigem Rating, die durch die Pandemie verursachten riesigen Defizite zu finanzieren. Deshalb halten wir an unserem hochwertigen, hoch liquiden und gut diversifizierten Portfolio fest.

Schlussfolgerung

- Ein Anleihen Anleger mit dem richtigen Anlagehorizont, der nicht vor einem diversifizierten globalen Anleihenportfolio zurückschreckt, kann Renditen zwischen 1% und 4% erwarten. Je weniger ein Anleger auf potenzielle mittlere Volatilitätsspitzen empfindlich reagiert und je offener er für eine Titelauswahl im Bereich von Schwellenländer-Staatsanleihen und High Yield-Anleihen ist, desto eher wird die erwartete Rendite von 4% erreichbar sein. Das Streben nach einem ausgewogenen und qualitativ höherwertigen Profil mit einer erwarteten Rendite von über 2% erfordert ein Engagement in Nicht-Euro-Anleihen in Höhe von etwa zwei Dritteln des Gesamtportfolios. Ein defensives Profil begnügt sich mit einer Rendite von knapp über 1%, während man hierfür immer noch gezwungen ist, ein Viertel in Nicht-Euro-Papieren anzulegen.
- Wunder gibt es auf den Finanzmärkten nicht. Die in den letzten zwei Jahrzehnten erzielten Renditen können nicht wiederholt werden. Die Intervention der Zentralbanken hat die erwarteten Renditen an den globalen Anleihemärkten nach unten gedrückt. Wenn wir jedoch an einem globalen Portfolio-Konstruktionsansatz festhalten, können wir der Realität der finanziellen Repression entkommen.