

## ZEIT, NACH VORNE ZU SCHAUEN

von Peter De Coensel, CEO DPAM



Die Anleiheinvestoren mussten im laufenden Jahr einiges einstecken. Wenn wir die wichtigsten Indizes betrachten, sieht die Bilanz seit Jahresbeginn bis heute wie folgt aus: Europäische Staatsanleihen sind um 14,64 % zurückgegangen, europäische IG-Unternehmensanleihen sind um 13,23 % gefallen. Europäische Hochzinsanleihen haben sich gut gehalten und um 11,85 % korrigiert. Das European Aggregate-Universum hat 16,18 % verloren. Der in Euro denominierte Global Aggregate Index profitierte von einer starken USD-Allokation von etwa 44 %, die den Rückgang auf 9,13 % begrenzte. Der globale EM-Staatsanleiheindex hat am besten widerstanden und ist nur um 6,75 % zurückgegangen.

Eine USD-Währungsposition hätte neben dem Beta von HY- und EM-Anleihen den relativen Wertverlust begrenzen können. Diversifikationsvorteile in Anleihesektoren mit höherer Volatilität zu suchen, zahlt sich aus, wenn man aktiv versucht, die Exponierung gegenüber unabhängigen Risikofaktoren zu maximieren. Im Jahr 2022 war die Korrelation zwischen den Anlageklassen Aktien und Anleihen positiv. Vereinzelt hätten Anleger nach vorteilhaften negativen Korrelationsprofilen suchen können.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt haben die Märkte den Höchststand der FED Funds Rate für das erste Halbjahr 2023 bei 5,00 % und für die EZB bei 3,00 % eingepreist. Wenn wir den FED-Pfad über die Jahre 2023-2024 näher betrachten, stellen wir fest, dass das Delta der 3-Monats-Eurodollar-Kontrakte von Juni 2023 bis Juni 2024 Zinssenkungen von 100 Basispunkten über diesen Zeitraum impliziert. Weiterhin ist für den Eurodollar-Strip von Juni 2025 bis Juni 2027 ein stabiler 3-Monats-Satz um die 3,5 % zu beobachten. **Eine interessante Überlegung: Könnte sich die langfristig neutrale FED Funds Rate von 2,5 % nach oben verschieben?** Wie dem auch sei, stabile 3-Monats-Sätze um 3,5 % implizieren 0,00 % reale kurzfristige Zinsen bei einer hartnäckigen Inflation von 3,5 %. Das ist weit entfernt von dem Inflationsziel von 2,00 %, das die FED anstrebt.

Nach übereinstimmenden Erwartungen von Ökonomen wird für 2023 global ein reales Wachstum zwischen 1,9 % und 2,5 % erwartet. Nach historischen Maßstäben bedeutet dies eine Rezession. Die realen Wachstumsraten der EU und der USA für das nächste Jahr pendeln sich bei 0,00 % ein. Wenn die Zentralbanken höhere Leitzinsen anstreben als heute eingepreist sind, wird die Wahrscheinlichkeit einer Rezession steigen und langanhaltende negative Ergebnisse werden die Marktbewertungen beeinflussen und die Stabilität der Finanzmärkte erschüttern. Wie bereits erwähnt, sind sich die Zentralbanker solcher nicht-linearer, riskanter Ergebnisse durchaus bewusst. Dies erklärt die zunehmende Divergenz der Aussagen der Zentralbankpräsidenten. Einige werden zu Tauben, andere bleiben Falken.

Es liegt auf der Hand, dass die Zentralbanken in dem Moment, in dem sich der Konjunkturzyklus abschwächt, weniger geneigt sein könnten, die Leitzinsen zu senken... Es wird immer deutlicher, dass der Übergang zu einer kohlenstoffneutralen Welt mit Fragezeichen hinsichtlich der Angebotsunsicherheit und mangelnder Flexibilität behaftet ist. Der Preis für die Eindämmung des Klimawandels und insbesondere für die Anpassung wird hoch sein. Der Investitionsaufwand muss sich bis 2040 in den Schlüsselsektoren Energie, Stahl, Zement, Bauwesen und Verkehr zwischen +30 % und +50 % einpendeln. Wenn der Unternehmenssektor seine Gewinnspannen beibehält, ist der Druck auf den Verbraucherpreisindex nicht mehr aufzuhalten. Eine Rückkehr zu einer stabilen Inflationsrate von 2,00 % wird daher nur schwer zu erreichen sein. Es stellt sich daher die Frage, wie der derzeitige Wert, der auf den Zinsmärkten angeboten wird, zu bewerten ist. **Eine wichtige Voraussetzung dafür ist ein Blick auf die Terminkurse.**

Zur Berechnung der Terminkurse oder Gleichgewichtszinssätze benötigen Sie die Renditen bis zur Fälligkeit und die Anzahl der Jahre, die bis zur Fälligkeit der Anleihen verbleiben. Wir werden nicht auf die Formeln eingehen, sondern dies anhand eines Beispiels aus der Praxis erklären. Sie können in die aktuelle Rendite einer 5-jährigen US-Staatsanleihe zu genau 4,00 % oder in eine 10-jährige US-Staatsanleihe zu 3,83 % investieren. Welche Laufzeit sollten Sie wählen? **Dazu müssen wir berechnen, bei welchem 5-Jahres-Zinssatz Sie in 5 Jahren zwischen den beiden Anlagemöglichkeiten neutral sein werden.**

Dieser 5Y5Y-Gleichgewichtszinssatz oder Terminkurs liegt heute bei 3,60 %. Wenn man also heute zu 4,00 % und im November 2027 zu 3,60 % investiert, hat man für die nächsten 5 Jahre das gleiche Ergebnis wie bei einer heutigen Anlage in 10-jährige US-Staatsanleihen zu 3,83 %. **Wenn man jedoch davon ausgeht, dass der 5-Jahres-Zinssatz in 5 Jahren unter 3,60 % liegen wird, sollte man heute in 10-jährige US-Staatsanleihen investieren.** Bei einer gegenläufigen Erwartung eines 5-Jahres-Zinssatzes von höher als 3,60 % für den November 2027, sollte man heute für 5 Jahre zu 4,00 % investieren.

Sie werden feststellen, dass die zukünftigen Gleichgewichtszinssätze niedriger sind als die aktuellen Kassazinssätze, wenn wir es mit einer inversen Zinskurve zu tun haben, wie es heute in den USA der Fall ist. Ist die Renditekurve positiv geneigt, sind die Terminkurse höher als die aktuellen Kassakurse. Das Gleiche gilt für US-Inflationsswaps mit 5-Jahres-Terminkursen von 2,50 % gegenüber 5-Jahres-Nullkupon-Swaps von 2,53 % und 10-Jahres-Nullkupon-Swaps von 2,52 %: **eine wirklich flache Struktur, die eine längerfristige Inflation (zwischen 2027 und 2032) um 2,5 % erfordert.**

In Europa stehen wir aufgrund des fragmentierten Marktes für Staatsanleihen der Eurozone vor mehreren Optionen. Die deutsche Renditekurve ist mehr oder weniger flach. Mit einer 5-Jahres-Bund-Rendite von 2,08 % und einer 10-Jahres-Bund-Rendite von 2,01 % liegt der 5-Jahres-Terminkurs oder Gleichgewichtszinssatz bei 2,07 %. Das macht eine Entscheidung schwierig. Betrachtet man jedoch die spanische Renditekurve, so ergibt sich heute eine schöne positive Steigung. Bei einer 5-Jahres-Rendite von 2,50 % und einer 10-Jahres-Rendite von 3,00 % ergibt sich ein relativ hoher 5-Jahres-Terminkurs oder Gleichgewichtszinssatz von 3,52 %. Bei einer 10-jährigen Rendite von 3,00 % liegt der spanische 5-Jahres-Terminkurs fast auf dem Niveau des 5-Jahres-Satzes des US-Schatzamtes, ohne dass ein Währungsrisiko besteht.

Die Anleihemärkte haben ein Stadium erreicht, in dem die Bewertungen ausreichend attraktive reale Performanceprofile ermöglichen. Profile, die etwas höhere Inflationspfade in den USA und in der EU berücksichtigen. Mit einem 5Y5Y-Termin-Swapsatz für die EUR-Inflation von 2,30 % gegenüber 2,50 % in den USA stellen wir fest, dass beide leicht über dem langfristigen Ziel der jeweiligen

Zentralbanken liegen.

Die Fixierung von Spreads in den Sektoren IG-, HY- und EM-Anleihen eröffnet das Potenzial, Überrenditen zu erzielen. Diese Überrenditen müssen an das höhere Volatilitätsprofil angepasst werden. Bei einer angemessenen, aktiven Wertpapierauswahl kann das Risikoprofil sinken und so die Überrenditen erhöht werden.

Zugegebenermaßen sind die aktuellen Bewertungen von OECD-Staatsanleihen auf ein akzeptables Niveau zurückgekehrt, das etwas höhere längerfristige Inflationsszenarien berücksichtigt... nicht durchschnittliche längerfristige Inflationsspfade über 3,00 %. **Die Anleger müssen höhere Bonitäts- und Zinskurvenrisiken eingehen, um sich gegen höhere Inflationsszenarien zu schützen.**