

Investmentkommentar

Anleiheportfolios für den Zins-Regimewechsel positionieren

Von Michael Hünsele, Leiter Aktives Anleihemanagement

Angesichts hoher Inflation steigen die Kapitalmarktzinsen – ein Trend, der sich fortsetzen dürfte. Dies macht Anpassungen der Portfoliostrategien erforderlich.

Unternehmensanleihen haben sich bislang erstaunlich robust verhalten. Papiere von Banken und nicht zyklischen Emittenten weisen im aktuellen Marktumfeld das größte Potential auf.

31. März 2022 – Die vergangenen Wochen waren von extremen Bewegungen in allen Segmenten des Kapitalmarktes gezeichnet. Die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen stiegen seit Jahresbeginn um nahezu 100 Basispunkte auf 2,5% und damit weit über das Niveau hinaus, was die meisten Marktteilnehmer und Ökonomen für möglich hielten. Bei den fünfjährigen Treasuries fiel der Anstieg sogar noch stärker aus, die Laufzeitkurve verflachte sich spürbar. Zwar war angesichts der auf hohem Niveau verharrenden Inflation davon auszugehen, dass die Zentralbanken der Industrienationen ihre Zurückhaltung aufgeben und sukzessive die geldpolitischen Zügel straffen würden. Mit dem Ausbruch des militärischen Konfliktes in der Ukraine und dem damit verbundenen Einbruch der Börsen war jedoch zunächst eine Flucht in sichere Anlagen zu beobachten.

Für geldpolitische Zurückhaltung bleibt wenig Spielraum

In der Folge setzte eine gegenläufige Bewegung ein, die beispielsweise zehnjährige Bundesanleihen temporär wieder in den Bereich negativer Renditen drückte. Die aktuelle Rendite von 0,6% länger laufender deutscher Staatsanleihen deutet dagegen auf enormen Handlungsbedarf der EZB hin. War noch Anfang des Jahres in der Eurozone nur eine Zinserhöhung um 10 Basispunkte in den Anleihekursen eingepreist, sind dies nun bereits mehrere Zinsschritte mit in der Summe bis zu 60 Basispunkten Anhebung. In den USA hat die Notenbank im März zum ersten Mal seit 2018 den Leitzins um 25 Basispunkte erhöht. Aktuell erwartet der Markt hier acht weitere Anpassungen um jeweils 25 Basispunkte in den nächsten 12 Monaten. Das würde den US-amerikanischen Leitzins auf wenigstens 2,5% bringen, was zweifellos nicht ohne Auswirkung auf die Realwirtschaft bliebe.

Das robuste Wirtschaftswachstum bei gleichzeitig mit 7,9% deutlich zu hoher Inflation lässt der US-amerikanischen Zentralbank jedoch wenig Spielraum für Zurückhaltung. Zudem führte der aufgrund des Krieges in der Ukraine zu befürchtende Versorgungsengpass in den vergangenen Wochen zu einem starken Preisanstieg bei Rohstoffen, insbesondere auch bei Öl und Gas. Zwar werden so die relativ teuren alternativen und erneuerbaren Energiequellen durch den immensen Preisanstieg der fossilen Brennstoffe attraktiver, was dem Ziel der Klimaneutralität bis 2050 entgegenkommt. Dennoch werden die Verbraucher diesen Kostenanstieg deutlich spüren, da er sich unmittelbar auf die Mobilität sowie Transportkosten auswirkt. Weiter bestehende Lieferkettenprobleme verschärfen die Situation zusätzlich. Unternehmen werden weiter nach Möglichkeit versuchen, ihre höheren Produktionskosten an die Verbraucher zu überwälzen. Auch deswegen ist davon auszugehen, dass die Preissteigerungsraten der Industrienationen länger auf zu hohem Niveau bleiben werden. Selbst bei einem nennenswerten Rückgang der Inflation, der erst im nächsten Jahr erwartet wird, dürfte diese über den von der EZB angestrebten 2% bleiben.

Am Anleihemarkt hat der Zins-Regimewechsel bereits Spuren hinterlassen

Der sogenannte Regimewechsel, bei dem die Notenbanken von einer ultralockeren Geldpolitik in eine restriktive übergehen, hat bereits sichtbare Spuren in der Anleihewelt hinterlassen. Die im Januar ausgegebene Bundesanleihe mit 0% Kupon und Fälligkeit im Februar 2032 hat zwischenzeitlich 7% ihres Wertes eingebüßt. Der Anteil negativ

rentierender Staatsanleihen, der noch im August 2019 etwa 50% betrug, ist auf unter 10% geschrumpft. Das rasante Tempo des Zinsanstiegs beiderseits des Atlantiks wird sich wohl noch fortsetzen – jedoch nicht mehr in gleichem Maße. Für zehnjährige Treasuries ist ein Anstieg der Rendite auf 2,8% noch in diesem Jahr denkbar. Eine Invertierung der Laufzeitkurve, bei der zweijährige Anleihen höher als mittlere und langlaufende rentieren, ist wahrscheinlich und könnte bis zu minus 40 Basispunkte betragen. In der Eurozone könnte im Verlauf des Jahres die 75-Basispunkte-Marke bei zehnjährigen Bundesanleihen geknackt werden, eine zwischenzeitliche Seitwärtsbewegung ist jedoch wahrscheinlich.

Unternehmensanleihen und Aktien sind bislang überraschend stabil

Länder mit schwächeren Bonitätsnoten wie etwa Italien oder Spanien, die unter höheren Energiekosten sowie steigenden Zinsen stärker leiden, sind trotz ihrer höheren Renditen vorerst weiter weniger attraktiv als deutsche Bundesanleihen oder französische Staatspapiere. Gedeckte Schuldverschreibungen wie Pfandbriefe bleiben angesichts ihrer gestiegenen Renditeaufschläge im Vergleich zu Staatsanleihen interessant. Überraschend ist im aktuellen Umfeld die Stabilität der Aktien und Unternehmensanleihen. Beide Anlagesegmente haben den Schock des Ukrainekrieges überwunden und reagieren auf die derzeitige, auf eine Deeskalation hindeutende Nachrichtenlage mit Kursgewinnen. Darin spiegelt sich ein insgesamt sehr großes Vertrauen des Kapitalmarktes in stabile Unternehmensgewinne und solide Finanzen wider.

Gleichzeitig wachsen die Bedenken, dass die unter Handlungszwang geratenen Notenbanken mit zu entschiedenen Maßnahmen die Wirtschaft abwürgen und diese in eine Rezession abgleiten könnte. Die Kunst des sogenannten ‚Soft Landing‘, bei der die Inflationsgefahr entschärft wird, ohne dass das Wirtschaftswachstum Schaden nimmt, gilt als anspruchsvoll und riskant. Auch wenn oftmals eine invertierte Zinsstrukturkurve als Warnsignal einer drohenden Rezession interpretiert wird, ist aktuell nicht damit zu rechnen. Auch zeigt ein Blick in die Vergangenheit, dass steigende Leitzinsen nicht notwendig zu höheren Risikoprämien von Unternehmensanleihen führen müssen.

Aktuelle Renditeaufschläge bieten keine allzu großen Puffer

Dennoch bieten die jetzigen Renditeaufschläge keine allzu großen Puffer über die Kompensation der gegebenen Bonitätsrisiken hinaus. Während sich für einige Branchen und Unternehmen die sprunghaft steigenden Staatsausgaben für Verteidigung, Infrastruktur sowie Energieerzeugung und -verteilung positiv ausnehmen sollten, wird es für andere wohl schwieriger werden. Inflationsbedingt sinkende Realeinkommen, die den Konsum belasten, höhere Refinanzierungskosten sowie steigende Löhne werden wahrscheinlich in vielen Fällen mittelfristig den Gewinnmargen der Firmen zusetzen.

Vor diesem Hintergrund wird es entscheidend sein, durch geeignete Selektion der Unternehmensanleihen das Portfolio vor Wertverlusten zu schützen. Finanzdienstleister, besonders Banken, profitieren von steigenden Zinsen und verfügen über robuste Kapitalquoten. Nicht zyklische Unternehmen sollten im aktuellen Umfeld besser abschneiden als Zykliker. Ein Rückzug der Zentralbanken aus den umfangreichen Anleihekaufprogrammen dürfte zusätzlich belastend wirken und spricht für Anleihen solcher Unternehmen, die über bessere Ratings verfügen. Während also die kommenden Monate noch schwer für Schuldverschreibungen werden dürften, sollte dies ihrer Rolle im Portfolio zugutekommen und der Nachfrage mittelfristig Rückenwind verleihen. Denn positive Renditen lassen Anleihen attraktiver werden, da Investoren sich diese wieder ‚leisten‘ können.

Pressekontakte:

Dr. Josef Wild

Pressesprecher MEAG

E: jwild@meag.com

T: +49 89 2489-2072

M: +49 151 14511439

FTI Consulting

E: meag@fticonsulting.com

T: +49 69 92037-125

Über die MEAG

Die MEAG steht für das Vermögensmanagement von Munich Re und ERGO. Die MEAG ist in Europa, Asien und Nordamerika präsent und bietet ihr umfassendes Know-how institutionellen Anlegern und Privatkunden an. Insgesamt verwaltet die MEAG Kapitalanlagen im Wert von derzeit 344 Milliarden Euro. Im Geschäft mit institutionellen Anlegern und Privatkunden verwaltet die MEAG 59 Milliarden Euro (Stand 31.12.2021).

Disclaimer

Diese Unterlage wird von der MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH („MEAG“), München, verteilt. Die hierin enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die MEAG als zuverlässig einschätzt. Diese Informationen sind jedoch nicht notwendigerweise vollständig und ihre Richtigkeit kann nicht garantiert werden. Geäußerte Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. MEAG behält sich Änderungen der geschilderten Einschätzungen vor und ist nicht verpflichtet, diese Unterlage zu aktualisieren. Wertentwicklungen und Auszeichnungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen und Auszeichnungen.

Diese Unterlage wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie ist weder als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten gedacht, noch als Anlageberatung, Anlageempfehlung, Finanzanalyse oder Rating. Sie beinhaltet auch keine Zusagen oder sonstige Verpflichtungen von Unternehmen der Munich Re (Gruppe) zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, Gewährung von Krediten oder sonstigen Investitionen in etwaigen hier beschriebenen Projekten.

Die MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH ist eine Kapitalverwaltungsgesellschaft im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuches. Sie verwaltet Publikumsinvestmentvermögen und Spezial-AIF mit unterschiedlichen Anlageschwerpunkten und erbringt die Finanzportfolioverwaltung auch für institutionelle Anleger, die nicht der Munich Re (Gruppe) angehören. Im Rahmen investimentrechtlicher Zulässigkeit kooperiert die MEAG eng mit der MEAG MUNICH ERGO AssetManagement GmbH. Diese ist ein reiner Konzern-Asset-Manager und erbringt die Finanz- und Immobilienportfolioverwaltung sowie die Anlageberatung ausschließlich für Unternehmen der Munich Re (Gruppe).

MEAG, deren verbundene Unternehmen sowie deren jeweiligen Führungskräfte, Direktoren, Partner und Beschäftigte, einschließlich Personen, die an der Erstellung oder Herausgabe dieses Dokuments beteiligt sind, können von Zeit zu Zeit mit den Finanzinstrumenten handeln, diese besitzen oder als Berater in Bezug auf diese Instrumente auftreten. Weder die MEAG noch die mit ihr verbundenen Unternehmen, ihre Führungskräfte oder Beschäftigte übernehmen irgendeine Haftung für einen unmittelbaren oder mittelbaren Schaden, der sich aus einer Verwendung dieser Veröffentlichung oder ihres Inhalts ergibt.

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Einschätzungen und Informationen sind nicht für die Verteilung an oder Verwendung durch eine Person oder ein Rechtssubjekt in einer Gerichtsbarkeit oder einem Land bestimmt, in dem diese Verteilung gegen nationales Recht oder nationale Vorschriften verstoßen würde. Insbesondere darf diese Veröffentlichung nicht in den Vereinigten Staaten, Kanada, Singapur oder Großbritannien verteilt werden.

Alle Rechte vorbehalten. Weitere Informationen können angefordert werden. Alle Angaben mit Stand März 2022, soweit nicht anders angegeben.

MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München – Deutschland