



„Steigende Zinsen und geopolitische Verwerfungen: Die Kapitalmärkte fest im Griff.“

19. Mai 2022

Welche Auswirkung hat ein höheres Zinsniveau auf Infrastrukturinvestitionen? Sind Inflation Linked Bonds eine attraktive Option für liquide Portfolios? Was erwartet uns bei den Rohstoffpreisen und wie entwickelt sich die Lage in China?

Neben diesen Themen werfen wir einen besonderen Blick auf das Ende der Negativzinsen und die Lage, in die sich die Notenbanken manövriert haben.

Nun wünsche ich Ihnen wieder spannende „ViEWs“!
Ihr Frank Becker

Inhalt

1. [Spotlight](#)
Energie
2. [Märkte](#)
Das Ende der Negativzinsphase
3. [Insights](#)
Inflation Linked Bonds:
Nicht immer die richtige Lösung
4. [Ein Espresso mit ...](#)
Diesmal mit Holger Brüll, Research,
zum Thema China
5. [Dialog](#)
Inflations- und Zinsentwicklung:
Was bedeutet das für die Anlageklasse Infrastruktur?
6. [Börsen-Podcast Kapitalmarkt kompakt](#)
mit unseren erfahrenen Kapitalmarktexperten
Dr. Jürgen Callies und Alexander Hauser

Spotlight

Energie

- Das Wiederanlaufen der Wirtschaft nach Corona und der Krieg in der Ukraine führten weltweit zu starken Energiepreisanstiegen.
- Rohöl (Brent) kostet deutlich mehr als 100 US-Dollar pro Barrel, der höchste Stand seit 2008.
- Erdgas: Der starke Preisunterschied zwischen USA und Europa wird aufgrund beschränkter Export-/Importkapazitäten für einige Zeit erhalten bleiben; US-Exporte von Flüssigerdgas (LNG) laufen auf Hochturen, EU-Importkapazitäten werden aktuell erhöht, der Bau von Import-Terminals in Deutschland ist beschlossen.

US-Erdgas USD 7,99/mmBtu:	+178 % *
EU-Erdgas USD 26,08/mmBtu:	+350 % **
US-WTI Erdöl USD 114,20/Barrel:	+75 % *
EUR-Brent-Erdöl USD 114,98/Barrel:	+67 % **

* Preissteigerung auf Jahresbasis in den USA

** Preissteigerung auf Jahresbasis in Europa

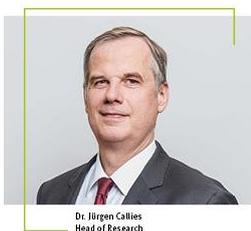
mmBtu = Million British Thermal Units

Stand: 17. März 2022

Märkte

Das Ende der Negativzinsphase

An den Kapitalmärkten geht eine Mehrjahresperiode zu Ende. Eine Periode, in der es schien, als ob sich der Markt mehr und mehr daran gewöhnen würde, dass zunächst Anleihen von Regierungen bester Bonität, dann auch solche von Regierungen mit gehobener Bonität und schließlich selbst Papiere von erstklassigen Unternehmen eine negative Rendite aufwiesen. Das vorübergehende Hoch des Volumens dieser Anleihen wurde im Zuge der Pandemie erreicht. Seit Jahresbeginn sinkt es allerdings deutlich und der überwiegende Teil wird nun wieder von japanischen Anleihen gestellt, während der Anteil des ehemaligen Hauptkontributors, der Eurozone, fast verschwunden ist.



„Das abermalige Ende eines »This time is different«.“

Diese Entwicklung vollzog sich seit Jahresanfang rasend schnell, trotz Sorgen um die „Zero-Covid-Policy“ in China oder den Kriegsausbruch in der Ukraine. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen mag dies verdeutlichen: Seit Jahresanfang stieg sie um 130 Basispunkte, von etwa -0,2 Prozent auf etwa 1,1 Prozent.

Was ist passiert? Nun, das lässt sich, denke ich, am besten in zwei altbekannten Weisheiten illustrieren: „Be careful, what you wish for“ und „This time is different“.

Beginnen wir mit „Be careful, what you wish for“. Jahrelang haben wir gehört, dass die Inflation zu gering sei, die Notenbank ein „zu wenig“ genauso kritisch sehen würde wie ein „zu viel“. Den Höhepunkt in dieser Argumentation lieferte die EZB, als sie ihr Inflationsziel von nahe, aber unter 2 Prozent auf symmetrisch 2 Prozent adjustierte. Und dann kam die Inflation.

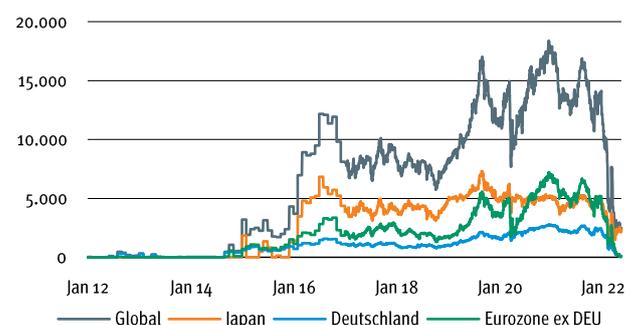
Noch Ende letzten Jahres schätzte die EZB sie in der Eurozone auf 3,2 Prozent für 2022, betonte noch immer den vorübergehenden Charakter. Nun könnte das Jahr 2022 eine Inflation von über 7 Prozent ausweisen. Die Diskussion, ob die Notenbank hinter der Kurve ist, wird heftig geführt, meines Erachtens sollte sie sich eher darum drehen, wie viel die Notenbank hinter der Kurve ist. Fraglos trägt der Krieg in der Ukraine zum verschlechterten Inflationsbild bei, doch auch ohne ihn wäre wohl eher eine 5 vor dem Komma gestanden, das hatten schon die Raten für Januar signalisiert. Hohe Inflation beschränkt aber die Handlungsoptionen der Notenbank: Der Kauf von Anleihen und das künstliche tief Halten von Zinsen werden fragwürdig und sind kaum durchzuhalten. Und wenn man schon die Vergleiche zu den 70ern zieht: Eine zu expansive Notenbank riskiert immer zum Entankern von Inflationserwartungen beizutragen und damit inflationsfördernd zu sein.

Deswegen gilt auch dieses Mal, nachdem Märkte fast ein Jahrzehnt an die Allmacht der Notenbanken glaubten, erneut nicht „This time is different“. Dieser Satz dient meistens als Entschuldigung, notwendige Handlungen aufzuschieben. Wer negative Einlagezinsen und ihre desaströse Wirkung auf die Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes ignoriert, wer zusätzliche Staatsausgabenprogramme über ein günstiges Zinsumfeld erleichtert oder „Financial Repression“ aktiv fördert, der darf sich nicht wundern, wenn der Cocktail aus expansiver Geld- und Fiskalpolitik letztendlich doch zu steigenden Zinsen führt und ein zusätzlicher Preisschock durch pandemiebedingte Lieferkettenstörungen oder kriegsbedingte Sanktionszyklen diesen Effekt verstärken.

Was bedeutet das für die Märkte? Der Notenbank-Put pausiert. Der Markt ist den Marktkräften unterworfen. Solange die Inflation sich nicht beruhigt, wird der Druck auf Zinsen anhalten. Höhere Zinsen auf Safe Haven-Anleihen wie US-Treasuries oder Bundesanleihen reduzieren die Jagd nach Rendite und verkomplizieren das Umfeld für Risky Assets.

Höhere Zinsen werden mittelfristig die Konjunktur verlangsamen und die Basis für eine Beruhigung am Rentenmarkt legen. Umgekehrt verbessern höhere Zinsen das Umfeld für Liability-getriebene Investoren, die ihre Verpflichtungen nun leichter mit sicheren Anleihen, die weniger Risikokapital verbrauchen, abdecken können. Wird die erzwungene Jagd nach Rendite geringer, könnte auch der längerfristige Appetit auf Risky Assets darunter leiden.

Volumen der sich im Umlauf befindlichen Anleihen mit negativer Rendite (in Mrd. US-Dollar)



Daten basieren auf dem „Bloomberg Global Aggregate Negative Yielding Debt“ Index; Daten per 6. Mai 2022; Quelle: MEAG Research, Bloomberg

Zudem wird einer Generation von Anlegern, die Inflation nicht kannten, nun auch bewusst, dass die Unterstützung der Notenbanken für die Kapitalmärkte dort an ihre Grenzen kommt, wo die Inflationsrate bestimmte Grenzen überschreitet. Von daher haben wir gute Chancen, dass die Periode der Negativzinsen in den meisten Volkswirtschaften vorbei ist, auch wenn wir insgesamt in einer Periode noch moderater Zinsen bleiben sollten.

Insights

Inflation Linked Bonds: Nicht immer die richtige Lösung

Lange waren sie eine wenig attraktive Nische im Fixed Income-Sortiment: Inflationsindexierte Anleihen. Hierbei handelt es sich um Papiere, bei denen nicht eine nominale, sondern die reale Verzinsung garantiert ist. Sowohl der laufende Kupon als auch der Rückzahlungsbetrag orientieren sich an der Entwicklung eines Preisindex.

Eigentlich ein attraktives Instrument: Die Emittenten – meist Staaten – können ihr Bekenntnis zu Preisstabilität demonstrieren (und notfalls die Rückzahlung über höhere nominale Steuereinnahmen leisten), der Investor sichert sein Kapital gegen Kaufpreisverlust ab. Wo also ist der Haken? Michael Muck, Leiter Fixed Income Macro bei der MEAG, erläutert die wesentlichen Fakten – und Fallen.

Zunächst: Ein Investor, der die sogenannten „Linker“ erwirbt und bis Fälligkeit hält, sichert sein Kapital tatsächlich gegen höhere Inflation ab. Vorsicht ist jedoch geboten, wenn die Papiere zwischenzeitlich verkauft werden sollen, da der Wert der Anleihe sowohl aus der Entwicklung des Kapitalmarktzinses als auch der Inflationsentwicklung abgeleitet wird. Während der Kurs einer „normalen“ Anleihe fällt, wenn der Marktzins steigt, vermindert sich der Wert eines inflationsindexierten Bonds, wenn der Realzins steigt.

Im Klartext: Steigen die Realzinsen, fällt der Tageswert des Linkers. Der Kauf einer inflationsindexierten Anleihe rentiert sich also entweder, um den Realwert des Kapitals bis zur Fälligkeit zu sichern oder um auf sinkende Realzinsen zu wetten.

Zu beachten ist auch: Da primär Staaten als Schuldner auftreten, sind die emittierten Volumina recht konstant. In Phasen steigender Inflation nimmt die Nachfrage nach diesen Instrumenten jedoch stark zu, so dass dies Auswirkungen auf die Preisgestaltung hat.

Fazit

Linker können interessante Instrumente zur Absicherung gegen Geldwertrisiken sein, ihre Eigenarten müssen jedoch berücksichtigt werden. Soll ein Portfolio flexibel gegen steigende Inflationsraten geschützt werden, sollten daher auch andere Instrumente betrachtet werden, die nur die Wertveränderung des Preisindex abbilden, wie zum Beispiel Inflation Swaps.



Ein Espresso mit ...

Rainer Arnold im Gespräch mit Holger Brüll

Rainer Arnold, Institutional Sales
Holger Brüll, MEAG Research

RA: Lieferketten, Immobilienprobleme, Corona, wie beurteilen Sie die Lage in China?

HB: Die Schlagzeilen beherrscht derzeit sicherlich das Festhalten der Regierung an ihrer „Zero-Covid-Strategie“. Ich vermute, dass sie aus der Situation in Shanghai ihre Schlüsse ziehen und in Regionen mit neuen Ausbrüchen noch früher, aber ähnlich restriktiv eingreifen wird. Mittelfristig muss dann eine Exit-Strategie erarbeitet werden.

RA: Sehen Sie Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum?

HB: Definitiv, kurzfristig sind die negativen Wachstumsauswirkungen sehr hoch. Wir glauben aber, dass man insbesondere mit Investitionen in den weiteren Ausbau der Infrastruktur fiskalisch Akzente setzen und auch über vermehrte Kreditvergabe das Wachstum stimulieren wird. Wir erwarten eine Stabilisierung des Wachstums in der zweiten Jahreshälfte, aber verglichen mit früheren Jahren nur ein schwaches Wachstum von um die 4,5 Prozent im Gesamtjahr.

RA: Also beruhigt sich der zuletzt so schlagzeilenträchtige Immobilienbereich?

HB: Die Zahl der Verkäufe ist natürlich, nicht zuletzt durch den Lockdown, deutlich eingebrochen. Das hat dem Sektor nicht geholfen. Der Staat hat aber ein hohes Interesse daran, dass weiterhin Projekte realisiert werden. Er hat daher einige Rahmenbedingungen verbessert, zum Beispiel in Form von Zinserleichterungen und reduzierten Eigenkapitalanforderungen für Immobilienkäufer in manchen Städten.

RA: Welche Impulse aus China sehen Sie für die Weltkonjunktur?

HB: Der Lockdown hat, ebenso wie die Russland-Krise, die bestehenden Probleme bei den Lieferketten und im Transportsektor noch einmal verschärft. Es bleibt derzeit schwierig, Waren aus China herauszubekommen. Dies schürt stagflationäre Tendenzen, vor allem in Europa. Nicht unterschätzen sollte man auch, dass die geplanten Infrastrukturinvestitionen perspektivisch zu einer höheren Nachfrage nach Rohstoffen führen werden. Dies klingt nicht nach einer Entspannung bei den Preisen für Metalle, Stahl, Zement und Holz. Es könnte aber eine gute Nachricht für rohstoffreiche Volkswirtschaften, wie zum Beispiel Australien, sein.

RA: Viele Facetten, die wir im Auge behalten werden!
Vielen Dank für das Gespräch!

Dialog

Inflations- und Zinsentwicklung: Was bedeutet das für die Anlage- klasse Infrastruktur?

Die MEAG managt umfangreiche Equity- und Debt-Portfolios an den globalen Infrastrukturmärkten. Wir haben Frank Amberg, Leiter Illiquid Assets Equity, und Thomas Bayerl, Leiter Illiquid Assets Debt und Renewable Energy, gebeten, die wesentlichen Auswirkungen der Zins- und Inflationsentwicklung auf diese Anlageklassen zu erörtern.



Frank Amberg
Head of Private Equity & Infrastructure

„Der Infrastrukturbereich wird weiter stark von technologischen Innovationen profitieren.“

FA: Zunächst kann man festhalten, dass gerade die Assetklasse Infrastruktur für Investoren durch einen meist vorgegebenen Regulierungsrahmen einen hohen Inflationsschutz bietet. Viele Belastungen können über Tarifierpassungen und Preisgleitklauseln an die Abnehmer von Leistungen weitergereicht werden. Natürlich hat dies Grenzen – gerade hinsichtlich der Belastungsfähigkeit von Verbrauchern – wir können hier aber schon von einem eingebauten Inflationsmechanismus sprechen. Zu beachten ist allerdings, dass viele Preisanpassungen nur periodisch erfolgen können. Und sie finden entweder in einem Wettbewerbsumfeld statt oder – bei eher monopolistischen Assets – unter den wachsamen Augen eines Regulators.

TB: Nicht vergessen darf man auch die Preisrisiken, die während der Bauphase von Anlagen entstehen und natürlich in besonderem Maße Inflationseffekten ausgesetzt sind. Dies lässt sich durch Festpreisverträge minimieren, was natürlich eine tief gehende Due Diligence der Bonität der Vertragspartner voraussetzt.

FA: Auch der höhere Kapitalmarktzins wirkt sich auf den Erfolg von Investitionen aus. Der Wert vieler Projekte wird über DCF-Modelle berechnet und kann durch den jüngsten Zinsanstieg zurück gehen, sofern die darunter liegenden Geschäftsmodelle solche Entwicklungen nicht kompensieren. Hiervon betroffen sind auch die Kosten für den Leverage. Viele Initiatoren konnten sich günstig und langfristig finanzieren, dennoch bleibt abzuwarten, wie sich das Kapitalmarktumfeld langfristig auf Refinanzierungen und das Einhalten von Kreditbedingungen auswirken wird. Dies könnte in vielen Fällen auch zu einer Reduzierung des Verschuldungsgrades führen, mit Auswirkungen auf Zielrenditen und Eigenkapitalquoten.

TB: Wir sehen dies bereits bei den Überlegungen der Initiatoren bezüglich der Ausgestaltung des Fremdkapital-Anteils. Stellschrauben wie Laufzeit, fix versus floating werden derzeit intensiv diskutiert. Auch können wir derzeit wieder den Effekt beobachten, dass die Wirtschaftlichkeitsüberlegungen die Höhe der Spreads beeinflussen. Bei steigendem Basiszins sinken die Kreditmargen leicht. Somit partizipiert der Fremdkapitalgeber nicht in vollem Umfang am gestiegenen Zinsniveau. Andererseits sollten wir uns auch vor Augen führen, dass wir noch immer deutlich unterhalb des Zinsniveaus sind, das wir historisch als „normal“ betrachtet haben und auf dem Infrastrukturinvestments erfolgreich finanziert und betrieben werden konnten.

FA: Natürlich wirken sich die beschriebenen Umfeldveränderungen auf die relative Attraktivität einzelner Segmente aus. Stark regulierte Sektoren mit den beschriebenen Anpassungsmöglichkeiten werden wieder gesucht. Andererseits wirkt sich das gestiegene Energiepreinsniveau auf traditionelle Mobilitätsprojekte, wie Autobahnen, negativ aus. Rohstoffpreise und geopolitische Risiken sind nun mal für viele Bereiche ein Faktor. Auch das Auslaufen geförderter Tarife im Energiesektor deutet darauf hin, dass die Bewertungsvolatilität mancher Assets zunehmen wird. Dennoch wird der Infrastrukturbereich von technologischen Innovationen und klimapolitischen Rahmenbedingungen weiter stark profitieren.



Thomas Bayerl
Head of Illiquid Assets Debt

„Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien sind unverändert attraktiv.“

TB: Generell verzeichnen wir eine ungebrochen hohe Nachfrage institutioneller Investoren nach „grünen“ Assets. Die geforderte hohe Transparenz in Sachen ESG bei Kapitalanlagen sollte für weiter hohen Anlagedruck bei qualifizierenden Projekten sorgen. Auch sehen wir trotz des gestiegenen Zinsniveaus keine sinkende Nachfrage nach Private Assets, da die angestrebte Diversifikation bei vielen institutionellen Investoren noch nicht erreicht ist und die Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien unverändert attraktiv sind. Somit ist der relative Vorteil gegenüber liquiden Anlageprodukten nach wie vor deutlich gegeben.

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage wird verteilt von der MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH ("MEAG"). 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.

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.

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Einschätzungen und Informationen sind nicht für die Verteilung an oder Verwendung durch einen privaten Kunden oder 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. 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 Veröffentlichung ist urheberrechtlich geschützt und darf von keiner Person und zu keinem Zweck vervielfältigt, verteilt oder veröffentlicht werden. Alle Rechte vorbehalten. Weitere Informationen können angefordert werden bei MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München. Stand März 2022.

Um die Bilder und Infografiken unseres Newsletters direkt angezeigt zu bekommen, fügen Sie die Absender-Adresse zu Ihren Kontakten hinzu.

Wenn Sie künftig unsere Informationen und Angebote nicht mehr erhalten möchten, können Sie der Verwendung Ihrer Daten für Werbezwecke jederzeit widersprechen. Teilen Sie uns dies bitte unter Angabe Ihres Namens und Ihrer Anschrift an folgende Adresse mit: MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München.



Abonnieren Sie uns!

Bleiben Sie mit unseren Newslettern auf dem Laufenden.
Eine Bestätigung Ihrer Anmeldung erhalten Sie per E-Mail.

Die **MEAG** steht für alle Kapitalanlageaktivitäten von Munich Re und ERGO, ist institutionellen Kunden ein zuverlässiger und leistungsstarker Partner und gehört mit EUR 330 Mrd. (03/2022) zu den bedeutenden Asset-Management-Gesellschaften weltweit.



Ihr Kontakt:
T +49 89 2489-2929
E institutional@meag.com

