



„Davongaloppierende Inflation, steigende Lohnforderungen, Fragmentierungstendenzen in Europa: Die Not der Notenbanken.“

30. Juni 2022

Die rasant steigende Inflation hält die Kapitalmärkte weiter fest im Griff. Welche Optionen haben Notenbanken im aktuellen Umfeld? Welche Strukturbrüche und Trends ergeben sich aus den zuletzt extrem hohen Volatilitäten für Märkte und Anleger? Ist nach dem Abverkauf in Emerging Markets der Zeitpunkt zum Wiedereinstieg bereits gekommen?

Zudem erläutern wir, welche Vorteile die biologische Landwirtschaft speziell in den USA für institutionelle Anleger bietet und sprechen über die Bedeutung der Kredit- und Dokumentationsprüfung bei Private Placements sowie über den Nutzen einer direkten Beziehung zwischen Anleger und Emittent.

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

Inhalt

- Spotlight**
Emerging Markets Bonds in EUR:
Solide Emittenten mit attraktiver Verzinsung
- Märkte**
EZB: Die Reifepfung
- Insights**
Zertifizierung biologischer Landwirtschaft in den USA
- Ein Espresso mit ...**
Diesmal mit Johann Fürstenberger zu Trendwechseln und Strukturbrüchen
- Dialog**
Buy & Maintain: Neuen Emittenten auf der Spur
- Börsen-Podcast Kapitalmarkt kompakt**
Mit unseren erfahrenen Kapitalmarktexperten Dr. Jürgen Callies und Alexander Hauser

Spotlight

Emerging Markets Bonds in EUR: Solide Emittenten mit attraktiver Verzinsung

- Attraktive Verzinsung von aktuell über 4,5 %.
- Aktuelles Spreadlevel gegen deutsche Staatsanleihen ist nahe dem 95. Perzentil (höher als 95 % der Tage seit 10 Jahren) und daher aus historischer Sicht auf einem interessanten Einstiegsniveau.
- Hohe Diversifikation durch breit gestreutes, globales Investmentuniversum mit ca. 35 Ländern und Fokus auf Investment Grade (Durchschnittsrating BBB, 73 % IG). Die größten Emittenten sind Rumänien, Polen, Mexiko und China mit einem Anteil zwischen jeweils 6 bis 8 % in den relevanten Indizes.
- Im Vergleich zu Anleihen aus Schwellenländern, denominated in US-Dollar oder in der jeweiligen lokalen Währung, profitieren europäische Investoren bei Investitionen in auf Euro laufende Schuldtitel ohne Währungsrisiko von den gestiegenen Zinsen in diesem Bereich.

Marktparameter

Durationsband

4 – 6,5 Jahre*

Aktuelle Markttrendite

über 4,5 Prozent

* Individuell anpassbare Benchmark; Stand: 15. Juni 2022

Märkte

EZB: Die Reifeprüfung

Die EZB dürfte vor der schwersten Bewährungsprobe ihrer Geschichte stehen. Das Management der aktuellen Situation dürfte für die Kreditwürdigkeit der Notenbank noch wegweisender sein als die damalige Euro-Schuldenkrise. Dabei werden erneut die Besonderheiten der Eurozone in den Vordergrund treten, muss doch die EZB einen freiwilligen Währungsverbund unabhängiger Staaten managen und nicht nur die Währung eines einzelnen Staates.

Die traditionelle Rolle einer Notenbank besteht in der Wahrung der Stabilität des Geldes. Im Buchgeldsystem, das wir weitgehend weltweit seit dem Ende von Bretton Woods haben, ist die Stabilität des Geldes weniger durch hinterlegte Rohstoffe, wie damals z. B. Gold, bestimmt, sondern letzten Endes durch die Kreditwürdigkeit der Notenbank, diese Geldwertstabilität zu erhalten und ihren Track Record. Die EZB war bislang in der historisch einfachen Situation der „späten Geburt“: Sie wurde nach den Inflationsperioden der 70er und 80er Jahre gegründet und konnte gleichzeitig die über Jahrzehnte aufgebaute Kreditwürdigkeit der Bundesbank für sich vereinnahmen.



Dr. Jürgen Callies
Head of Research

*„Defragmentierung
versus Deanchoring von
Inflationserwartungen.“*

Nachdem sie die ersten 20 Jahre dieses Jahrtausends maßgeblich mit Perioden niedriger Inflation und gleichzeitig mit einer Zusammenballung von Finanzmarktkrisen konfrontiert war, hat die Bereitstellung von „Favorable Financing Conditions“ eine herausragende Rolle gespielt. Legendär wurde die Rettungsaktion für den Euro, als der damalige EZB-Präsident Mario Draghi den Ausspruch prägte, dass die Notenbank „Whatever it takes to preserve the Euro“ tun würde.

Die Rückkehr der Inflation ist für alle Notenbanken der Welt ein Weckruf. Damit müssen Zentralbanken, muss auch die EZB Entscheidungen treffen, die nicht alle zufriedenstellen können. Um es zugespitzt zu formulieren, muss die Notenbank den Schutz von Sparern und die Marktwirtschaftlichkeit der Ökonomie gegenüber potenziellen Vermögensverlusten am Kapitalmarkt abwägen. Inflation wird nun mal durch eine restriktivere Geldpolitik bekämpft, und restriktivere Geldpolitik verringert die Nachfrage über höhere Zinskosten. Anders als in der europäischen Schuldenkrise geht es bei einer restriktiven Geldpolitik eher darum, wen die Belastung stärker trifft und nicht darum, wer die meisten Erleichterungen seitens der Notenbank vereinnahmt.

Bei der EZB wird sich also die Frage stellen: Wofür steht diese Notenbank, was ist ihr Hauptziel? Nicht zu stark voneinander abweichende Finanzierungskosten innerhalb der Eurozone, Tragbarkeit der immensen Staatsverschuldung, „Favorable Financing Conditions“ oder doch die Sicherstellung der Geldwertstabilität, der Kampf gegen die Inflation und insbesondere das Verhindern eines Deanchoring der Inflationserwartungen?

Unter diesem Gesichtspunkt wird meines Erachtens momentan zu viel Fokus auf das „Defragmentierungstool“ gelegt, das keine Wunderwaffe sein kann. Es kann eher, wie früher ein „Securities Markets Program“, die Ausschläge abdämpfen. Aber jedes „Defragmentierungstool“, das die Notenbank konstruiert, wird nur glaubhaft sein, wenn die Inflation und die Inflationserwartungen unter Kontrolle gebracht werden, denn das ist die von den Märkten erwartete Kernkompetenz der Notenbank. Hier fehlt mir derzeit noch eine entschiedener Kommunikation der EZB. Ein klares Bekenntnis, wie von FED-Chef Jerome Powell, dass man Inflation unterschätzt hat, dass es eine Tragödie wäre, den Kampf gegen die Inflation zu verlieren und dass man besser verstehen müsste, warum Fehleinschätzungen vorlagen. Der Krieg in der Ukraine hat die Inflation zwar akzentuiert, aber auch ohne ihn wären das Notenbankziel von 2 % und die EZB-Erwartungen vom Dezember 2021, 3,2 % in der Jahresrate für 2022, weit übertroffen worden. Hier fehlt die eigentliche Weichenstellung. Die EZB wird keine zweite Bundesbank werden (wollen), aber wird eine Richtungsentscheidung treffen müssen. Will sie sich mehr in Richtung „europäische FED“ oder mehr in Richtung „Neuaufgabe Bank of Italy“ entwickeln?

Diese Identitätsfindung der EZB wird eine maßgebliche Herausforderung für die Kapitalmärkte werden. Ein Weg hin zu einer „europäischen FED“ bedarf wohl einer aggressiveren Inflationseindämmungsstrategie als bislang kommuniziert. Ob die EZB diesen Weg überhaupt gehen will, ist offen. Aber wenn sie ihn geht, wird es eine enorme Herausforderung für die Märkte. Wenn sie ihn nicht geht, bleibt eine geringere Kreditwürdigkeit ein Faktor für künftig höhere Volatilität.

Eurozone: Inflation und Anleihe-Spreads



Quelle: MEAG Research, Refinitiv Datastream

Insights

Zertifizierung biologischer Landwirtschaft in den USA

Die biologische Landwirtschaft in den USA befindet sich im Aufbruch und die Nachfrage nach biologisch produzierten Lebensmitteln steigt weiter an. Bio-Lebensmittel sind auch in den USA ein schnell wachsendes, hochwertiges Marktsegment, denn Verbraucher verbinden Bio-Lebensmittel mit einem nachhaltigeren Anbau und Biodiversität.

Der Bio-Anteil am Lebensmittelumsatz in den USA beträgt mehr als 5 %, wobei diese Zahl für Ballungsgebiete, vor allem in Kalifornien und an der gesamten Ostküste, noch einmal deutlich höher sein dürfte. Der Umsatz wuchs 2020 um 12,4 % und erreichte 61,9 Milliarden US-Dollar. Im Gegensatz dazu wird nur weniger als 1 % der gesamten US-Ackerfläche biologisch bewirtschaftet.

Die biologische Landwirtschaft unterliegt strengeren Richtlinien und greift auf andere Maßnahmen zurück, um den Einsatz von synthetischen Pflanzenschutzmitteln bzw. Düngemitteln zu kompensieren. Für den Landwirt bedeuten diese Richtlinien, dass die Flächen und Anbauverfahren durch das Landwirtschaftsministerium jährlich kontrolliert und zertifiziert werden müssen.

Allerdings wird die Erstzertifizierung erst nach einer 36-monatigen Umstellungsphase ausgestellt. In diesem Zeitraum wird die Fläche biologisch bewirtschaftet, die Produkte dürfen jedoch nur als konventionelle Produkte verkauft werden. Erst nach Umstellung und erfolgreicher Zertifizierung darf der Landwirt seine Produkte als biologisch vermarkten und damit einen Preisaufschlag erzielen. Die Bio-Landwirtschaft wird dadurch zu einem „Club“, welcher die Farmer incentiviert, sich an strengere Auflagen zu halten, da eine Verletzung der Regeln zu einem Ausschluss führen und damit finanzielle Einbußen bedeuten würde.

Darüber hinaus führt die Umstellung zu finanziellen Engpässen für die Landwirte, da sie für die geringere Erntemenge nicht durch höhere Preise entschädigt werden. Zur Unterstützung bei der Umstellung und zur Gewährleistung einer ausreichenden Liquidität kann das langfristige Anpachten während der Umstellung für Bio-Landwirte interessant sein. Dies wird in einem Investmentprogramm der MEAG vorangetrieben.

In diesem Programm werden Flächen langfristig an Bio-Bauern verpachtet, während der Umstellung ein Teil der Pacht gestundet und dadurch das Liquiditätsrisiko der Pächter reduziert. Die MEAG fungiert dabei als Partner der Landwirte.



Ein Espresso mit ...

Tim Deemann im Gespräch mit Johann Fürstenberger

Tim Deemann, Institutional Sales

Johann Fürstenberger, Head of Quantitative Strategies

TD: Seit Wochen müssen Anleger in nahezu allen Anlageklassen mit extrem hohen Preisausschlägen leben. Ist das die neue Normalität?

JF: Ja, die Volatilität an den internationalen Finanzmärkten wird auf absehbare Zeit hoch bleiben. Abgesehen von schwer zu prognostizierenden, geopolitischen Ereignissen oder Naturkatastrophen, die tendenziell eher von kurzfristiger Natur sind, hat die Zinsentwicklung den größten Einfluss auf die Volatilität der Finanzmärkte. Zins ist der Preis, der für die befristete Bereitstellung von Kapital zur Finanzierung riskanter Projekte zu zahlen ist. Zins kann auch als Lagerhaltungskosten für unternehmerische Risiken betrachtet werden. Mit dem höheren Zinsniveau werden wir uns auch an eine strukturell höhere Volatilität an den Finanzmärkten gewöhnen müssen.

TD: In welcher Art und Weise haben die hohen Volatilitäten Anleger am meisten überrascht und wo den größten Schaden angerichtet?

JF: Die größten Verwerfungen bzw. höchsten Volatilitäten gab es an den internationalen Rohstoffmärkten. Zum Beispiel sind die impliziten und realisierten Volatilitäten für US-Erdgas während der Russland-Krise auf annähernd 100 % gestiegen. Aber auch für die Energiewende dringend benötigte Metalle, wie Iridium, haben sich auf Sicht von 18 Monaten verdreifacht. Steigende Preise für Energie setzen zwar Investitionsanreize in neue bzw. erneuerbare Energietechnologien, führen aber erstmal zu höheren Inflationsraten, die von den Konsumenten zu tragen sind.

TD: Überall ist von einem Paradigmenwechsel die Rede, einer Zeitenwende. Welche Trends bzw. Strukturbrüche zeichnen sich aktuell ab?

JF: Höhere Volatilität und steigende Zinsen wirken sich auch unter der „Marktoberfläche“ aus. Unprofitable Technologie- und Wachstumsaktien mit niedrigen Cashflows haben insbesondere unter den steigenden Zinsen gelitten, da höhere Zinsen aufgrund der Diskontierungsfunktion zu niedrigeren Unternehmensbewertungen führen. Unterbewertete Aktien aus zyklischen Sektoren und Finanzwerte konnten sich im jüngsten Aktienabswung weit besser behaupten als Wachstumsaktien.

TD: Wo sehen wir im Moment die größten Chancen bzw. wo werden die Unsicherheiten auf absehbare Zeit hoch bleiben?

JF: Die geopolitischen Unsicherheiten und Inflations Sorgen werden uns mind. für den Rest des Jahres erhalten bleiben und zu weiteren Preisverwerfungen an den Aktien- und Rentenmärkten führen. Unterbewertete, nachhaltige Aktien mit hoher Bilanzqualität bieten aktuell ein, auf längere Frist betrachtet, attraktives Rendite-Risiko-Profil.

Dialog

Buy & Maintain: Neuen Emittenten auf der Spur

Die MEAG managt umfangreiche Buy & Maintain-Bestände (mehr als 120 Mrd. Euro), bei denen es darum geht, langfristig hohe und sichere laufende Erträge für unsere Kunden zu erzielen.

Kay Westphal, Senior Investment Manager, tauscht sich mit Georg Löser, Senior Portfoliomanager Fixed Income Solutions, über die Herausforderungen im Management dieser Portfolios aus.

KW: Das Management von klassischen Buy & Maintain-Mandanten hat sich in letzter Zeit stark gewandelt. Das Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre war sicherlich eine der größten Herausforderungen. Seit dem Jahresbeginn steigen die Zinsen wieder signifikant und lassen die stillen Reserven in vielen Portfolios dahinschmelzen.

GL: Richtig, daher sind die Buy & Maintain-Portfolios ja so wichtig, um für unsere Kunden sichere laufende Erträge bei gleichzeitig geringer bilanzieller Ergebnisvolatilität zu generieren. Bei vielen regulierten Anlegern spielen klassische Rentenbenchmarks keine große Rolle, da die Erfordernisse aus den Ansprüchen der Begünstigten durch Standardmarktindizes nicht abgedeckt werden.

KW: Man denke nur an die monatlichen Indexanpassungen und konstante Duration dieser Standardbenchmarks. Die allermeisten unserer Mandanten im Bereich Buy & Maintain weisen ein sehr spezifisches Verbindlichkeitsprofil auf. Bei der individuellen Portfoliozusammenstellung orientieren wir uns daher an den jeweiligen Ertragserfordernissen und dem vorgegebenen Risikoprofil.

GL: Risikoprofil ist ein gutes Stichwort und spielt bei der Steuerung von Buy & Maintain-Portfolios eine wichtige Rolle. Wir legen sehr viel Wert auf eine größtmögliche Emittentendiversifikation. Deswegen sind wir fortwährend auf der Suche, neben den bekannten Namen auch neue und attraktive Schuldner zu finden, um die Portfoliodiversifikation zu erhöhen. Dabei hilft uns der teils jahrzehntelange und intensive Kontakt zu Unternehmen, Kommunen, Regionen, Staaten und internationalen Organisationen weltweit.

KW: Vielen Transaktionen geht ein sehr umfangreicher Prüfungsprozess voraus. Insbesondere dann, wenn es darum geht, neue Emittenten für die jeweiligen Portfolios zu erwerben. Diese kommen auch häufig im Format eines Private Placements.

GL: An erster Stelle steht natürlich die Kreditanalyse des Emittenten. Hier arbeiten wir eng mit unseren Kolleginnen und Kollegen von Credit Research zusammen. Wir wollen die Investments schließlich bis zur Fälligkeit halten können; das bedarf

einer besonderen Perspektive. Darüber hinaus spielen auch bilanzielle, regulatorische und rechtliche Aspekte sowie eine aufsichtsrechtlich erforderliche Dokumentation eine große Rolle. All dies analysieren wir in Zusammenarbeit mit den Expertinnen und Experten bei der MEAG bis ins kleinste Detail.

KW: Das kann im Einzelfall schon mal Wochen dauern, zumal manche Schuldner nicht oft an den Markt kommen oder in Regionen außerhalb Europas beheimatet sind. Daher ist auch der direkte Kontakt zu den jeweiligen Emittenten so wichtig, um hier auf dem Laufenden zu sein.

GL: Genau das ist der Punkt! Wir investieren viel Zeit und Ressourcen, um mit den Emittenten direkt im Austausch zu bleiben. Daneben sind es aber auch unsere vielen Kontakte zu den Banken und Brokern, die uns bei der Anbahnung behilflich sind.

KW: Ihr betreibt wirklich einen enormen Aufwand. Aber nur so kommt für beide Seiten der größtmögliche Nutzen zum Tragen. Durch den direkten Kontakt zwischen Emittent und der MEAG besteht eben die Möglichkeit, maßgeschneidert sämtliche Transaktionsdetails auf die Bedürfnisse der jeweiligen Parteien abzustimmen. Hat man sich vor dem Hintergrund der unterschiedlichen regulatorischen oder steuerlichen Aspekte sowie möglicher Zusatzvereinbarungen auf wesentliche Parameter geeinigt, beginnt der spannende Teil: Die Verhandlung über die Rendite bzw. den Spread.

GL: Wir drehen hier quasi jeden Stein um. Aber dieser Aufwand ist absolut notwendig und stiftet deutlichen Mehrwert. Schließlich wollen wir für unsere Kunden sehr attraktive Renditen mit hohen Kredit-Spreads in Buy & Maintain-fähigen Investments erwerben. Da müssen wir natürlich am Ende im Interesse unserer Mandanten intensiv verhandeln. Dabei kommt uns zugute, dass wir über einen exzellenten Marktüberblick verfügen und auch Emittenten sehr gut einschätzen können, die nur wenige oder ggfs. noch gar keine liquiden Anleihen am Markt platziert haben. Bei diesen Emittenten nutzen wir sowohl die Expertise unserer Kreditanalysten als auch Referenzanleihen vergleichbarer Schuldner.

KW: Für eine Reihe von Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke stellt dieser intensive Prüfaufwand eine große Herausforderung dar. Hier können wir als MEAG mit unserer Expertise und den hausinternen Spezialisten aus den Bereichen Portfoliomanagement, Kreditrisikoprüfung, Accounting und Regulatorik unterstützen und im Interesse unserer Mandanten echten Mehrwert liefern, der sich langfristig bezahlt macht. Dies ist einer der Hauptbeweggründe, weshalb wir in den vergangenen Jahren im Bereich Fixed Income Solutions neue Kunden und Gelder für unsere Buy & Maintain-Konzepte gewinnen konnten.

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 Juni 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.

Hier geht's zum
Börsen-Podcast
Kapitalmarkt
kompakt

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

