



„Ist eine Verschärfung der Geldpolitik bereits abgeschlossen?“

10. November 2022

In dieser Ausgabe des VIEW thematisieren wir die gestiegenen Zinsen und die Chancen, die sich für Anleger hieraus ergeben. Natürlich passt hierzu auch ein Blick auf die Notenbanken, die Ereignisse im Vereinigten Königreich und die Frage, ob Multi-Asset-Portfolios wieder attraktiv sind.

Herzlich einladen möchte ich Sie zu unserer zweiten MEAG Alternative Assets Week, die vom 21. bis 25. November erneut spannende Themen für Sie bereithält.

Ich wünsche Ihnen wieder spannende „VIEWs“!
Ihr Frank Becker

Inhalt

1. [MEAG Alternative Assets Week](#)
Private Markets in Zeiten höherer Inflation
2. [Märkte](#)
Notenbanken: Es ist noch nicht vorbei
3. [Spotlight](#)
Zinsmarkt: Preisbewegungen steigern Attraktivität von ABS und CLOs
4. [Insights](#)
Interessante Perspektiven bei langfristigen Multi-Asset-Strategien
5. [Ein Espresso mit ...](#)
... Abhinav Vivek zu den Kapitalmärkten in UK
6. [Dialog](#)
Zeitenwende bei Zinspapieren!
7. [Börsen-Podcast Kapitalmarkt kompakt](#)
Mit unseren erfahrenen Kapitalmarktexperten Dr. Jürgen Callies und Alexander Hauser

MEAG Alternative Assets Week

Private Markets in Zeiten höherer Inflation

Ab dem 21. November 2022 findet unsere virtuelle Veranstaltung MEAG Alternative Assets Week statt. Unsere Experten zeigen täglich in einstündigen Beiträgen Handlungsfelder und Perspektiven auf.

Zinsen, Inflation und Risiken steigen – welche Themen und Sektoren bieten weiterhin Chancen?

Weitere Informationen zur Veranstaltung sowie die Möglichkeit zur Anmeldung finden Sie [hier](#).

MEAG Alternative Assets Week

Virtuelle Veranstaltung
21. – 25. November 2022

5 Tage – 5 Themen – 5 Stunden

Jetzt
anmelden!

Märkte

Notenbanken: Es ist noch nicht vorbei

Die führenden westlichen Notenbanken haben in den letzten Monaten eine weitgehend inhaltsgleiche Politik gefahren. Ein „Frontloading“ der Zinserhöhungen, d. h. schnelle Zinserhöhungen, um die aus den Fugen geratene Inflation zu zähmen, um ein Entankern der Inflationserwartungen zu verhindern. Dies gilt für die FED, die EZB und die Bank of England, wobei die FED im Lead ist und die EZB eher der Follower der beiden anderen.

Als die Bank of England sich aber nach dem Chaos, das das geplante Fiskalpaket der Regierung Truss am Rentenmarkt anrichtete, zur kurzzeitigen Unterstützung der Finanzmärkte mittels Quantitative Easing gezwungen sah, glaubten die Märkte Schwäche zu spüren. Seitdem wurde vielfach die Story gespielt, dass Notenbanken aus Überlegungen der Finanzstabilität oder Konjunkturstützung schon bald am Ende ihrer geldpolitischen Verschärfung seien und damit das Größte hinter uns liegen würde.



„Die Notenbankbilanz wird 2023 in den Fokus kommen.“

Da habe ich eine gute und eine schlechte Nachricht für die Verfechter dieser Sichtweise. Die gute Nachricht ist, dass wir am Ende dieses Jahres den größten Teil des Zinsanhebungszyklus der Notenbanken hinter uns gebracht haben sollten, so dass für 2023 nicht mehr so viel an weiteren Zinserhöhungsschritten bleibt. Die schlechte Nachricht ist, dass die Verschärfung der Geldpolitik aber auch dann keineswegs abgeschlossen ist. So erfordert eine Normalisierung der Geldpolitik Anpassungen bei einem weiteren Politikinstrument, das in diesem Jahr, wenn überhaupt, nur moderat verschärft wurde: Den Anleihekäufen, die sich in einem Aufblähen der Zentralbankbilanz widerspiegeln und eine „neue“ Form der expansiven Geldpolitik darstellen. Eine Rückführung hier wird mit dem Schlagwort „Quantitative Tightening“ verbunden. Diese Maßnahmen werden direkt die Angebots- und Nachfragesituation, insbesondere die Staatsanleihemärkte, betreffen und Nachfrage aus dem Markt nehmen, teilweise sogar (bei aktiven Verkäufen vor Laufzeitende) das Angebot erhöhen.

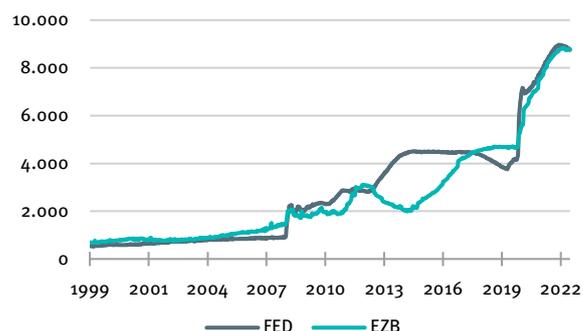
Generell trifft dies auf eine Situation, in der ohnehin das Angebot an Anleihen steigen wird, zum einen getrieben von den unterschiedlichen staatlichen Unterstützungsmaßnahmen zum Begrenzen der Effekte der Energiekrise, zum anderen durch niedrigere Steuereinnahmen als Folge der nahenden Rezession. Ein Nebenaspekt dürfte sein, dass, getrieben von dem starken Zinsanstieg, Notenbanken auf die nächsten Jahre

deutlich weniger – oder überhaupt keinen – Gewinn an die jeweiligen Staatskassen abführen könnten. Die Belastung für den Rentenmarkt wird sich im kommenden Jahr also verändern, statt der Erhöhung der Leitzinsen wird die direkte Marktbelastung durch die Notenbanken im Vordergrund stehen. Auch hier wird die FED vorangehen, die EZB will über den endgültigen Kurs erst im Dezember diskutieren, eventuell entscheiden.

Die erste Periode des quantitativen Tightening der FED musste ja 2019 abgebrochen werden, weil sich die Finanzkonditionen zu sehr verschlechterten. Aber anzunehmen, dass die Notenbanken aus der FED-Erfahrung der Jahre 2018/2019 vermeiden werden, dieses Thema 2023 verstärkt anzugehen, wäre aus unserer Einschätzung falsch. Die Kreditfähigkeit der Zentralbanken steht auf dem Spiel, auch die größten Verfechter einer Beibehaltung einer expansiven Geldpolitik des letzten Jahres sind durch die Wirklichkeit der Inflation falsifiziert worden. Die Bank of England hatte bei den jüngsten Marktverwerfungen sehr klar gemacht, dass sie bereit ist, Liquiditätsempässe zu bekämpfen, aber sich nicht von Märkten zwingen lassen wird, unter Verweis auf „verschlechterte Financial Conditions“ ihren Normalisierungskurs aufzugeben. Und dieser Normalisierungskurs bedeutet, eine Rezession wird in Kauf genommen, um die überbordende Inflation einzufangen. Gleiches gilt für die FED, etwas eingeschränkter für die EZB, die die Fliehkräfte in der Währungsunion beachten muss.

Für die Kapitalmärkte wird die Situation nicht einfacher, eher komplexer. Während die Notenbank allein die Notenbankzinsen setzt, sind ihre Maßnahmen zur Reduzierung des Anleihebestandes als Teil der gesamten Angebots- und Nachfragesituation am Markt zu sehen. Die Notenbank ist nur ein – gewichtiger – Player. Die Frage, wieviel von Maßnahmen zur Bilanzreduzierung an den Märkten bereits eingepreist ist, ist damit deutlich schwieriger zu beantworten. Jetzt aber schon die Notenbanken als positive Treiber für die Märkte zu sehen, scheint verfrüht. Die Herausforderung ist noch nicht vorbei und sie wird, aus unserer Sicht, bei der FED noch mindestens bis Mitte nächsten Jahres anhalten, die EZB dürfte wie bei den Zinserhöhungen in diesem Jahr eine Zeitverzögerung aufweisen.

Zentralbankbilanzen der Fed und EZB in Mrd. USD bzw. EUR



Quelle: MEAG Research, Refinitiv Datastream

Spotlight

Zinsmarkt: Preisbewegungen steigern Attraktivität von ABS und CLOs

Der starke Anstieg der Zinsen führte jüngst zu erhöhten absoluten Renditeniveaus von ABS und CLOs. Hervorgerufen wurde dies u. a. durch Verkäufe von UK Pensionskassen, die Teile ihrer festverzinslichen Bestände monetisieren mussten.

Diese technisch begründete Preisbewegung mutet im Verhältnis zu der langfristigen fundamentalen Kreditqualität von europäischen Verbriefungstransaktionen heftig an. Daher sehen wir derzeit ein interessantes Risiko/Return-Profil, besonders im Bereich der AAA-gerateten ABS und CLOs. Zu beachten gilt allerdings, dass diese variabel verzinslichen Papiere generell als eher illiquide einzustufen sind.

Insights

Interessante Perspektiven bei langfristigen Multi-Asset-Strategien

Dr. Jochen Heubischl, Leiter Multi Asset der MEAG, stellt, gemeinsam mit seinem Kollegen Thomas Ott, im Rahmen einer These, die Sie unter nachstehendem Link abrufen können, dar, dass sich die Ausgangssituation für Multi-Asset-Portfolios jüngst wieder verbessert hat.

Der Anstieg der Volatilität seit Jahresbeginn sowie der Bruch langfristig stabiler Korrelationen haben in breit diversifizierten Portfolios zu Wertverlusten geführt, deren Ausmaß in den letzten fünfzig Jahren beispiellos war. Obgleich auch in den nächsten Monaten, nicht zuletzt aufgrund der geopolitischen Situation, mit weiter herausfordernden Kapitalmärkten gerechnet werden muss, deuten einige Indikatoren auf ein wieder verbessertes Umfeld für Multi Asset-Portfolios hin. Hier sind insbesondere die sinkenden Volatilitäten sowie attraktivere Bewertungen zu nennen. Niedrigere Inflationsraten würden hierbei zusätzlich positiv wirken.

Für Anleger mit mittlerem bis langem Anlagehorizont eröffnen sich also derzeit unter Risiko-Rendite-Aspekten interessante Möglichkeiten. [Weiterlesen](#)



Ein Espresso mit ...

Michael Gerstle im Gespräch mit Abhinav Vivek

Michael Gerstle, Institutional Sales
Abhinav Vivek, Portfolio Manager FI Macro

MG: An den Kapitalmärkten in UK kam es zuletzt zu einigen Verwerfungen, Pfund und Anleiherenditen verzeichneten massive Ausschläge. Lag das allein an den Plänen der Regierung Truss?

AV: Es kamen mehrere Faktoren zusammen, aber die geplanten Steuererleichterungen waren letztlich der Auslöser für die Krise. Die Renditen für britische Staatsanleihen schossen regelrecht über die 4-Prozentmarke hinaus.

MG: Du hast auf mehrere Gründe verwiesen. Welche weiteren Faktoren haben zu dieser Achterbahnfahrt beigetragen?

AV: Im englischen Pensionsmarkt betreiben viele Anleger ein striktes Asset Liability Management und nutzen hierfür Derivate, um Inflations-, Währungs-, aber vor allem natürlich Zinsrisiken abzusichern, die aus festen Pensionsansprüchen herrühren.

MG: Auch in anderen europäischen Ländern ist der Einsatz von Derivaten ein übliches Mittel beim Asset Liability Management. Gibt es in UK signifikante Eigenarten?

AV: Der englische Markt ist in dieser Hinsicht tatsächlich speziell. Viele Pensionsfonds replizieren Bestände in Staatsanleihen synthetisch über den Repo-Markt und Total Return Swaps. Die freiwerdenden Mittel werden in höher verzinsliche Produkte wie z. B. Corporate Bonds investiert. Bei steigenden Renditen sind durch die hohen Marginverpflichtungen auf diese gehebelten Geschäfte Verspannungen am Repo-Markt vorprogrammiert.

MG: Asset Liability Management wird auch auf dem Kontinent groß geschrieben. Wo bestehen Gemeinsamkeiten und wo Unterschiede?

AV: Die Bedeckung der Verbindlichkeiten steht auch hierzulande und bei unseren europäischen Nachbarn im Vordergrund. Ähnlichkeiten bestehen vor allem in Ländern, in denen feste Pensionszusagen eine hohe Rolle spielen. Allerdings sind diese Zusagen oftmals nicht gleichermaßen strikt an die Entwicklung bestimmter Faktoren, zum Beispiel Inflation, gekettet. Daher setzen Investoren in Kontinentaleuropa eher Optionen zur Absicherung ein, um gezielt Verbindlichkeitsstrukturen zu entsprechen.

MG: Das heißt, im Augenblick ist in anderen europäischen Staaten nicht mit ähnlichen Verwerfungen zu rechnen?

AV: Solche Entwicklungen erscheinen im europäischen Bondmarkt angesichts der heterogenen Marktstruktur und des deutlich niedrigeren Leverage tatsächlich unwahrscheinlich. Trends am Pensionsfondsmarkt bleiben aber sicher weiter im Fokus des Kapitalmarkts.

Dialog

Zeitenwende bei Zinspapieren!

Michael Hünseler, Leiter Active Fixed Income, und Matthias Wenzel, Leiter Fixed Income Solutions, über das Comeback der Rentenanlage.

MW: Ein schwieriges Jahr, auch an den Kapitalmärkten. Was hat dich überrascht?

MH: Vieles! Steigende Zinsen während einer humanitären und politischen Krise sind schon eher ungewöhnlich. Geopolitische Verwerfungen wie der Ukrainekrieg sollten eigentlich eine Flucht in sichere Anleihen auslösen und dadurch sinkende Zinsen bewirken. Aber die Kombination aus Energiepreisschock und globalen Kapazitäts- und Lieferengpässen befeuerte die ohnehin schon hohe Inflation zusätzlich und sorgte so für einen heftigen Zinsanstieg. Frühere Zyklen wiesen einen eher stetigen Anstieg der Markt- und Leitzinsen auf, in den letzten Monaten fühlte sich das aber eher an wie ein Ball, den man unter Wasser drückt und der beim Loslassen durch die Oberfläche schießt.



Michael Hünseler
Head of Active Fixed Income

„Es lohnt wieder, auf die Chancen von Fixed Income zu schauen.“

MW: Ein passendes Bild. Die Verhältnisse an den Rentenmärkten haben sich fundamental geändert. Anfang des Jahres haben wir uns für ein Szenario steigender Zinsen positioniert. Natürlich in der Erwartung, in eine Phase einzutreten, in der die Notenbanken ihre expansive Geldpolitik sowie die Ankaufprogramme zurückfahren. Mit den tragischen Ereignissen in der Ukraine sowie dem unerwartet starken Anstieg der Inflationsraten war zu diesem Zeitpunkt nicht zu rechnen.

MH: Und der Markt ist weiter im Ungleichgewicht. Viele bestimmende Faktoren sind noch unklar, nicht nur der weitere Verlauf des Krieges, auch die Tiefe der Rezession, der künftige Weg Chinas und die limitierten Möglichkeiten der Staaten, mit schuldenfinanzierter Fiskalpolitik gegenzusteuern. Aber dadurch ist der Rentenmarkt wieder deutlich interessanter geworden. Die Renditen sind hoch und die Gefahr weiterer deutlicher Kursverluste ist geringer. Wir nähern uns dem Punkt, an dem die Marktrenditen die erwarteten Zinserhöhungen der Notenbanken angemessen reflektieren. Es lohnt also wieder, auf die Chancen von Fixed Income zu schauen, nicht nur auf die Risiken.

MW: In den letzten Jahren haben die sinkenden Zinsen den Rentenanlegern regelmäßig einen Buchgewinn über den Kupon hinaus beschert, 2022 brachte uns Kursverluste, die wir nur von Aktienanlagen kennen. Aber heute sind die Renditen für Staatsanleihen und andere Papiere hoher Bonität auf einem Niveau, das es institutionellen Anlegern ermöglicht, ihre Verpflichtungen wieder mit liquiden Wertpapieren zu erfüllen. Dies wird sich in den strategischen Allokationen der Investoren und den Neuanlagen auswirken.

MH: Hierbei ist aktives Management gefragt, auch wenn das naturgemäß die dramatischen Kursverluste der letzten Monate bestenfalls bremsen, aber nicht verhindern konnte. Heute sind wir aber in einer anderen Welt. Die Kupons bieten wieder Puffer gegen Marktschwankungen. Wir können Risiken aktiv eingehen und aus einer Vielzahl von Positionierungen Mehrwert schaffen. Mögliche Szenarien am Kapitalmarkt für die nächsten Monate sind deutlich breiter gestreut als in den Jahren zuvor. Eine gute taktische Allokation profitiert von solchen Unsicherheiten. Außerdem ist der Markt nach wie vor durch viele Anomalien gekennzeichnet, die für ein aktives Management sprechen.

MW: Aber auch Buy & Maintain-Portfolios sind in diesem Umfeld interessant, nicht nur für Direktbestände. Viele Kunden erreichen heute wieder mit Papieren staatlicher oder supranationaler Emittenten mit hoher Kreditwürdigkeit ihre Ertragsziele. Bei ausgewählten Unternehmensanleihen findet sich zusätzlich ein attraktiver Renditeaufschlag. In all diesen Segmenten kommen uns unsere gewachsenen Verbindungen zu Schuldern zugute, mit denen wir bei Bedarf maßgeschneiderte Formate und Bedingungen aushandeln können. Oftmals übrigens Emittenten, die man am Kapitalmarkt selten antrifft und für die man ein speziell ausgerichtetes, eigenes Research benötigt. Wir können die Buy & Maintain-Portfolios nach den individuellen Bonitäts- und Laufzeitvorgaben aufbauen und mit ruhiger Hand steuern. Derivate-Overlays sind in ihrer Größenordnung überschaubar, dienen der Feinststeuerung der Duration und haben unsere Kunden daher nicht in Liquiditätsnöte gebracht, anders als dies beispielsweise zuletzt im Vereinigten Königreich zu beobachten war.



Matthias Wenzel
Head of Fixed Income Solutions

„Verpflichtungen können wieder mit liquiden Wertpapieren erfüllt werden.“

MH: Zusammengefasst: Das Umfeld für liquide Kapitalanlagen, die primär an der Verpflichtungsseite ausgerichtet sind, wird immer attraktiver!

MW: Zum Thema Spread, wie attraktiv sind Hochzinsanleihen heute wieder?

MH: Wir haben seit Beginn des Jahrtausends eine auffallend kurze Taktung von Extremereignissen. Das wirkt sich speziell auf dieses Segment negativ aus. Deswegen haben die Emittenten das niedrige Zinsumfeld der letzten Jahre genutzt, um ihre Liquidität zu sichern und sich langfristig zu finanzieren. Hier ist fundiertes Research gefragt, um zukunftsfähige und robuste Geschäftsmodelle zu identifizieren.

Ein gutes Beispiel scheint mir der Immobiliensektor zu sein, wo es angesichts des Marktumfeldes entscheidend auf die Auswahl der Emittenten ankommen wird.

MW: Ich halte fest: Der Fokus vieler Kunden wird sich wieder auf Fixed Income richten. Liquide festverzinsliche Anlagen dienen nicht weiter als Steinbruch für andere Assetklassen, besonders vor dem Hintergrund, dass die Risikoquoten oftmals ausgeschöpft sind.

MH: Wir freuen uns darauf, in den nächsten Monaten mit unseren Kunden über individuelle Lösungen zu diskutieren!

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 November 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 305 Mrd. (09/2022) Assets under Management zu den bedeutenden Asset-Management-Gesellschaften weltweit.



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

