MEAG A Munich Re company

ViEW

MEAG Newsletter für institutionelle Investoren

„Die Erwartung für ein Soft Landing bewegt sich auf einem schmalen Grat.“

25. Januar 2024

Niedrigere Inflation und Soft Landing könnten die Rahmenbedingungen für ein gutes Kapitalmarktjahr 2024 bilden, geopolitische Krisen hierzu aber einmal mehr den Kontrapunkt setzen.

Gerade deswegen spannen wir den Bogen in dieser Ausgabe besonders weit. Wir beschäftigen uns mit der aktuellen Situation in China sowie an den Spread-Märkten, aber auch mit längerfristigen Trends wie den Aussichten der führenden Technologieaktien und der Zukunft des Glasfaserausbaus. Allesamt Themen, die enorme Chancen für Anleger beinhalten können.

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

Inhalt

1. Spotlight
   Wirtschaftsfaktor Künstliche Intelligenz
2. Märkte
   Das Navigieren braucht 2024 erfahrene Steuerleute
3. Perspektiven
   Das Jahr der Magnificent Seven –
   eine Bottom-up-Betrachtung
4. Ein Espresso mit …
   Michael Gerstle und Holger Brüll zu den
   Herausforderungen Chinas in Jahr 2024
5. Dialog
   Robuste Corporate Bonds
6. Trends
   Glasfaserausbau: Deutschland wechselt
   auf die Überholspur
7. Börsen-Podcast Kapitalmarkt kompakt
   Mit unseren erfahrenen Kapitalmarktexperten
   Dr. Jürgen Callies und Alexander Hauser

Spotlight

Wirtschaftsfaktor Künstliche Intelligenz

Künstliche Intelligenz (KI) gilt heute als Schlüsseltechnologie und kommt allein in Deutschland bei jedem achten Unternehmen zum Einsatz – vorrangig in der Produktion, bei Dienstleistungsprozessen oder in der Buchhaltung. Und der Trend geht weiter nach oben.

Der prognostizierte Umsatz weltweit im Bereich KI soll dieses Jahr auf über 550 Milliarden US-Dollar anwachsen. Die damit verbundenen Möglichkeiten und Potenziale sind längst bekannt, weshalb auch immer mehr Startups in diesem Bereich gegründet werden.

Umsatzprognose für 2024 im Bereich KI weltweit:

USD 554,3 Mrd.

Quelle: Statistisches Bundesamt

Das Navigieren braucht 2024 erfahrene Steuerleute

2023 endete für die Kapitalmärkte versöhnlich. Eine Jahresendrallye mit fallenden Renditen und steigenden Aktienkursen bescherte Anlegern eine positive Performance bei den meisten Assetklassen. Das Ende des Jahres 2023 als Indikator für die weitere Entwicklung 2024 zu sehen, wäre sicherlich für Kapitalanleger verlockend, aber das ist nicht unsere Erwartung. 2024 sollte vielmehr ein weiteres Jahr sein, in dem die Nachbeben von 2022 aufgearbeitet werden. Es sollte kein Jahr sein, in dem man sich zurücklehnen kann und Anleger, die durch die Wogen der Märkte navigieren, sollten sich erfahrener Steuerleute versichern.

Der Trigger für die Jahresendrallye 2023 war die Überzeugung, dass die großen westlichen Notenbanken, allen voran die FED und die EZB, das Ende des Zinsanhebungszyklus erreicht haben und der weitere Rückgang der Inflation Zinssenkungen im Jahr 2024 ermöglichen würde. Dieses Bild teilen wir. In den letzten Wochen ist aber die eigentliche Frage, die sich für den Ausblick für 2024 stellt, mehr ein „wann und wieviel“ als ein „ob“ geworden.

Was sind unsere Erwartungen für das Jahr 2024? Aus meiner Einschätzung wird es das zweite Jahr der „Aftershocks“ nach dem historisch schlechten Jahr 2022 und diese Periode der Aftershocks sollte dann mit einer „sanften Landung“ bezogen auf die globale Ökonomie beendet werden. „Soft Landing“ steht dabei für eine Abkühlung der globalen Wirtschaft, ohne, dass diese in die Rezession fällt, verbunden mit einem Nachlassen der Inflationsdynamik – dies öffnet die Tür für die diskutierten Leitzinssenkungen. Hier muss allerdings auch ganz klar gesagt werden, dass dies nicht bedeutet, dass jedes einzelne Land eine Rezession vermeiden wird, Deutschland sieht sich hier einer besonderen Gefahr gegenüber.

„2024: Positives Makro-Momentum trifft auf herausfordernde Bewertung.“

Dr. Jürgen Callies
Head of Research

Was sind unsere Argumente für die Erwartung eines Soft Landings? Die erwartete Beruhigung der Zinslandschaft entlastet gerade die zinsabhängigen Investitionsausgaben, zum Beispiel im Immobilien- und Baubereich. Zum zweiten sollte die Inflationsdynamik nachlassen. Die Verankerung der Inflationserwartungen auf ein Vertrauen in eine wieder kontrollierte Inflation wäre ein weiterer unterstützender Faktor für ein Soft Landing. Global kommt dann noch dazu, dass wir in China mit weiteren fiskalischen und geldpolitischen Stimuli rechnen. Letztlich wird es aber am Konsumenten, besonders dem US-amerikanischen, hängen, der bei steigenden Löhnen und sinkender Inflation wieder zuversichtlicher in die Zukunft blicken sollte.

Aber was auch klar sein muss: „Soft Landing“ bedeutet ein global nur leicht positives Wachstum, keinesfalls aber einen Boom. Und es gilt: Die Erwartung für ein Soft Landing läuft auf einem schmalen Grat, das Kippen in die eine oder andere negative Richtung ist leicht möglich. Gerade in Europa bleiben die Risiken der Inflation hoch, nicht nur mit Blick auf höhere Energiepreise sondern insbesondere auch auf das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale. Auf der anderen Seite könnte ein Teil der Folgewirkungen des Zinsanstieges auf die reale Ökonomie noch ausstehen. Unser erwartetes Soft Landing ist ökonomisch sozusagen eine Landebahn, die rechts und links neben der Ideallinie keine Auslaufzonen, sondern tiefe Gräben aufweist.

Was bedeutet dieses Bild für die Kapitalmärkte? Im Jahresverlauf sollte ein sich verbesserndes ökonomisches Momentum unterstützen, sobald die Gewissheit, dass das Soft Landing gelingt, sich manifestiert. Da kommt viel Positives zusammen: Durchschreiten der Talsohle, sinkende Inflation und Notenbankzinsen. Die erste Jahreshälfte, besonders das erste Quartal, sollten aber von der Anspannung, ob und wie das gelingt, beeinflusst werden. Und davon, dass übertriebene Erwartungen für die Anzahl der Leitzinssenkungen korrigiert werden müssen – wir erwarten eher 3 bis 4 denn 5 bis 6 für die FED und sehen die EZB eher Ende des zweiten Quartals als bereits im ersten die Zinsen senken.

Aber dem eher vorteilhaft erwarteten Makro-Umfeld stehen herausfordernde Bewertungsaspekte entgegen. Das aktuelle Niveau der Renditen für Cash-Anlagen stellt eine bemerkenswerte Benchmark für Risky Assets dar – die Niedrigzinsphase im Westen ist vorbei, „TINA“ (There Is No Alternative) gilt nicht mehr, Renditen am Geld- und Rentenmarkt sind wieder eine Alternative, ja sogar eine Herausforderung für risikoreichere Assets. Auch die absoluten Bewertungen von Risky Assets können nicht als besonders niedrig angesehen werden: Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen sind bereits stark zusammengelaufen, Aktien sind vom Kurs-Gewinn-Verhältnis langfristig eher durchschnittlich bewertet, um nur einige Beispiele zu nennen.

Leider muss man ebenfalls konstatieren, dass der Schatten der Geopolitik auch 2024 über den Märkten liegen wird. Genannt seien hierfür die Risiken folgende Schlagworte: Taiwan, Mittlerer Osten, Krieg in der Ukraine, Europawahlen, Präsidentschaftswahlen in den USA.

Nimmt man das Makrobild, die Bewertungen und die geopolitischen Risiken, dann dürfte unter diesen dreien das Jahr 2024 am stärksten von den Makrofaktoren getrieben werden. Wir erwarten deswegen per Saldo für die meisten Assetklassen positive Erträge. Die bereits hohen Bewertungen und geopolitische Risiken sollten aber dafür sorgen, dass die Bäume nicht in den Himmel wachsen. Wie üblich bleiben Risikomanagement und Diversifikation obligatorisch, die Herausforderungen von der Inflations- wie von der Konjunkturseite werden gerade im ersten Quartal ausgesprochen hoch sein.

Das Jahr der Magnificent Seven – eine Bottom-up-Betrachtung

2023 war ein Börsenjahr wie es nur wenige Investoren erwartet haben. Getragen von den „Magnificent Seven“ (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta und Tesla), konnte der Nasdaq 100 einen Kursgewinn von 54 Prozent verbuchen. Wie kann man diese Entwicklung einordnen?

Hier spielen viele Faktoren mit hinein. Aus einer reinen Top-down-Perspektive haben wir ein für Aktien sehr vorteilhaftes makroökonomischen Umfeld gesehen: Fallende Inflation bei stabiler Konjunktur. In Bezug auf die Magnificent Seven muss man erwähnen, dass die großen US-Technologie-Konzerne die neuen sicheren Häfen geworden sind. Das lässt sich auch gut begründen. Abgesehen von Amazon verfügen die übrigen sechs der Magnificent Seven über Nettoliquidität – also mehr Kasse als Schulden. Darüber hinaus sind die Geschäftsmodelle sehr breit aufgestellt und über Produktkategorien und Geographien diversifiziert, die Margen hoch, relativ stabil und durch starke Cashflows fundiert.

Diese Qualitätscharakteristika spiegeln sich auch im Rating wider: Abgesehen von Tesla weisen die verbleibenden sechs Unternehmen Ratings von A oder besser auf. Microsoft ist eines der wenigen privatwirtschaftlichen Unternehmen weltweit mit einem AAA-Rating, welches besser ist als das von Warren Buffets Berkshire Hathaway, der Klassiker unter den sicheren Häfen. Das hat den Magnificent Seven vor allem in den ersten drei Quartalen geholfen, die durch eine erhöhte Unsicherheit geprägt waren. Exemplarisch dafür ist die starke Rendite im März rund um die Krise der Silicon Valley Bank, als die Gruppe den S&P 500® um 10 Prozent schlagen konnte.

Verbesserter konjunktureller Ausblick, fallende Inflation und niedrigere Zinsen: Sind Investoren da noch auf der Suche nach sicheren Häfen?

Der Qualitätsaspekt der Werte ist nur ein Teil der Story. Viel wichtiger war das Thema „Generative Künstliche Intelligenz“ („KI“). Mit dem Hype rund um ChatGPT konnten Menschen außerhalb der führenden Forschungsinstitute und großen Technologiekonzerne einen Einblick gewinnen, welche Fortschritte man in der letzten Dekade auf diesem Feld gemacht hat. Spätestens nach den ersten Quartalszahlen von Nvidia im Mai sollte jedem klar geworden sein, dass hier ein Paradigmenwechsel stattfindet.

Wir kommen ja erst aus einer Phase, in der sehr hoch bewertete Technologiewerte mit explosiven Wachstum Investoren stark enttäuscht haben. Was ist diesmal anders?

Die Rallye in den Magnificent Seven ist viel stärker fundamental getrieben und zwar – nicht wie in den Jahren 2020/2021 – durch positive Revisionen auf der Umsatzseite, sondern durch positive Revisionen auf der Profitabilitäts- und Cashflow-Seite. Die Gewichtung der Magnificent Seven im US Leitindex S&P 500® ist im Laufe des Jahres von circa 20 auf fast 30 Prozent gestiegen. Deshalb lohnt sich ein Blick auf die individuellen Stories der Einzeltitel.

Welche Werte konnten im letzten Jahr die stärksten Gewinnrevisionen vorweisen?

Die Gewinn- und Cashflow-Revisionen von Nvidia und Meta konnten die Kurssteigerung von 239 und 194 Prozent zum Teil noch übertreffen. Nvidia ist der Schaufelhersteller für den Generativen KI-Goldrausch. Nvidias Produktangebot beschränkt sich nicht nur auf GPUs (Graphic Processing Units), für die das Unternehmen bekannt ist, sondern beinhaltet auch Netzwerklösungen und Softwareangebote, die Nvidia zu einem One-Stop-Shop für die kritische Hardware im Bereich künstliche Intelligenz macht. Das Ergebnis: Eine Verdopplung des Umsatzes und eine Verdreifachung des operativen Gewinns im Verhältnis zu den Erwartungen zu Beginn der Jahres.

Meta hat, nach dem wahrscheinlich schwierigsten Jahr der Unternehmensgeschichte, 2023 die Kehrtwende geschafft. Fallendes Nutzerengagement durch die Konkurrenz von TikTok und Rückschritte bei der Monetisierung der Facebook- und Instagram-Nutzer lasteten schwer auf den Ergebnissen und das Unternehmen verbuchte 2022 den ersten Umsatzrückgang der Unternehmenshistorie. Nicht zuletzt durch die Hinzunahme von Machine Learning und künstlicher Intelligenz konnte man diese Probleme beheben und kehrte zu zweistelligem Wachstum zurück. Außerdem wurde die ausufernde Kostenbasis in dem von Mark Zuckerberg selbst ausgerufenen „Year of Efficiency“ drastisch zurückgefahren, was die Profitabilität zusätzlich befeuerte. Als Resultat wird der freie Cashflow nun fast 260 Prozent höher erwartet als noch zu Beginn des Jahres.

„Märkte sind in einem permanenten Wandel und Investoren müssen darauf reagieren.“

Fabian Bachl
Portfolio Manager Globale Aktien

Welche Unternehmen konnten außerdem noch von dem KI-Boom profitieren?

Die Rechenleistung für das Trainieren und Abrufen – auch Inferenz genannt – von KI-Modellen findet heute in der Cloud statt. Das dominierende Narrativ der großen Cloudanbieter Amazon, Microsoft und Google zu Beginn des Jahres war Kostenoptimierung. Wachstumsraten entschleunigten sich und aus einem zyklischen Abschwung in dem Bereich wurde ein strukturelles Problem gemacht. Die Cloud-Migration hatte ein Plateau erreicht, so die Wahrnehmung der Investoren. Das änderte sich, als Generative KI in den Fokus geriet und nicht nur den Gesamtmarkt für Cloud-Dienstleistungen deutlich erweiterte, sondern auch den Druck auf Unternehmen erhöhte, weiter in die Digitalisierung und Cloud-Migration zu investieren, um

Generative KI auch im Unternehmenskontext besser verwenden zu können. Hinzu kam noch, dass IT-Budgets relativ stabil blieben. Vergleiche mit dem Abschwung 2009, welche zu Beginn des Jahres noch im Raum standen, erwiesen sich als wenig relevant in einer Zeit, in der IT-Infrastruktur wichtiger denn je ist. Aus einem zyklischen und strukturellen Abschwung wurde also ein stabiles Umfeld und ein neuer Wachstumstreiber für Cloud-Dienstleistungen.

Auch abgesehen von dem KI-Boom hat sich die Konjunktur viel besser gehalten als erwartet. Hat das die Magnificent Seven auch nach vorne gebracht?

Die Konsumausgaben im letzten Jahr waren generell viel stärker als erwartet und im Speziellen der E-Commerce-Kanal hat positiv überrascht. Nach einem Hangover-Jahr nach dem Covid-Boom ist man nun wieder zurück auf dem strukturellen Wachstumspfad. Davon profitieren in erster Linie Amazon, Meta und Alphabet, deren unterliegendes Wachstum eng mit dem E-Commerce-Markt verzahnt ist. Amazon im Speziellen hat große Investitionen in die Logistikinfrastruktur getätigt, welche im schwachen E-Commerce Jahr 2022 der Profitabilität schadeten. Die Rückkehr auf den Wachstumspfad und damit verbundene Fixkostendegression verhalf dem Retail Segment wieder zurück zu schwarzen Zahlen.

Was ist mit Tesla und Apple?

Beide Unternehmen unterscheiden sich dahingehend von den übrigen fünf, dass sie im vergangenen Jahr keine positiven Gewinnrevisionen vorweisen können. Rein fundamental hat sich die Lage und der kurzfristige Ausblick also nicht verbessert, sondern eher verschlechtert. In der Historie haben jedoch beide Unternehmen ihre Innovationskraft eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Ein wichtiger Anwendungsfall von KI ist autonomes Fahren, welches für Tesla relevant ist. Für Apple wird das Thema Edge AI, also die lokale Nutzung von KI-Modellen zum Beispiel auf dem Smartphone, wichtig werden. Dafür gab es Vorschusslorbeeren der Investoren.

Welches Fazit können wir aus dem vergangen Jahr ziehen?

Märkte sind in einem permanenten Wandel und Investoren müssen darauf reagieren. Bei der hohen Konzentration weniger Titel in vielen Indizes wird die Bottom-up Perspektive wichtiger, um die Gesamtmarktereignisse richtig einzuordnen. Das wird auch für 2024 gelten.

Ein Espresso mit …

Michael Gerstle im Gespräch mit Holger Brüll

Michael Gerstle, Institutional Sales
Holger Brüll, Senior Analyst Research

MG: Probleme im Immobiliensektor, hohe Verschuldung bei Lokalregierungen und zunehmende Restriktionen von westlichen Staaten: Wird Chinas Wirtschaft dem standhalten können?

HB: Die Herausforderungen für China sind wirklich gigantisch. 2024 wird das durchschnittliche Wachstum definitiv geringer ausfallen als 2023, vor allem da die positiven Effekte der Öffnung nach Corona weitgehend vorbei sind. Gleichzeitig dürften aber die angesprochenen strukturellen Probleme weniger stark belasten. Der Bausektor wird weiter schrumpfen, aber hat bereits nicht mehr die Bedeutung für die Wirtschaft wie noch vor ein paar Jahren. Zudem versucht die Regierung, die Nachfrage zu stabilisieren und über Programme für öffentlichen Wohnungsbau und Altbausanierungen die Bautätigkeit zu fördern.

MG: Hat der Staat denn noch die Mittel, die Wirtschaft zu unterstützen?

HB: Die Schulden der Lokalregierungen sind immens, aber die Zentralregierung hat noch solide Finanzen und übernimmt seit Ende letzten Jahres einen größeren Anteil des Stimulus. Daher erwarten wir, dass die Verlangsamung der Wirtschaft weitgehend geordnet abläuft. Dies bedeutet aber natürlich nicht, dass alle Probleme verschwunden sind. Insolvenzen bei Immobilienentwicklern und Verwaltern von Vermögensmanagementprodukten werden weiter anhalten und bergen auch das Risiko von Ansteckungseffekten.

MG: Im Westen ist die Inflation das große Thema. In China scheint das ja weniger das Problem sein?

HB: Aktuell befinden sich die Konsumentenpreise sogar in der Deflation, das heißt die Preise sind niedriger als im Vorjahr – in erster Linie durch Lebensmittelpreise getrieben, aber auch die Kerninflation ist wegen schwacher inländischer Nachfrage sehr niedrig. Dies eröffnet natürlich der Geldpolitik die Möglichkeit, die Leitzinsen weiter zu senken. Auch wenn die Inflation im Jahresverlauf graduell anziehen dürfte, sollte sie weiter auf moderatem Niveau bleiben.

MG: Wird das nicht auch die importierte Inflation in Europa und den USA drücken?

HB: Teilweise. China hat in vielen Bereichen wie Elektroautos, Batterien und Solartechnologie viel in den Ausbau von Kapazitäten investiert und will einen Teil davon exportieren. Dies wird global die Preise drücken, aber wir sehen auch, dass viele Staaten mit Protektionismus darauf reagieren. Damit wird sich dieser Effekt nicht voll in den westlichen Inflationsraten niederschlagen.

Dialog

Robuste Corporate Bonds

Ein Mix aus fallenden Zinsen, gedämpften Konjunkturaussichten und stabilen Spreads kennzeichnen das aktuelle Umfeld für Unternehmensanleihen. Gabriel Zwicklhuber, Credit Research Analyst bei der MEAG, und Wolfgang Kaiser, Head of Fiduciary CRM, sprechen über den Ausblick für Corporate Bonds im Jahr 2024.

WK: Was sind die makroökonomischen Rahmenbedingungen und wie könnten sich diese auf die Kreditmärkte auswirken?

GZ: Das makroökonomische Umfeld für Unternehmensanleihen bleibt durch ein hohes Maß an Unsicherheit gekennzeichnet, allerdings hat die Weltwirtschaft bisher eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit gezeigt. Für 2024 erwarten wir ein „Soft Landing“. Das heißt, wir erwarten zwar eine Abkühlung der globalen Wirtschaft, allerdings ohne dass diese in eine Rezession fällt, sowie ein Nachlassen der Inflationsdynamik. Dies sollte Leitzinssenkungen sowohl in Europe als auch in den USA ermöglichen.

WK: Was bedeutet dieses Umfeld für Unternehmensanleihen?

GZ: Der Beginn des Zinssenkungszyklus ist in der Regel positiv für Credit Spreads. Allerdings preisen die Zinsmärkte derzeit nicht nur das Ende der Erhöhungszyklen von EZB und FED ein, sondern bereits jeweils zwischen fünf und sechs Zinssenkungen. Sollten weniger Zinssenkungen als erwartet eintreten, so könnte der Markt sehr negativ reagieren.

„Der Ausblick ist grundsätzlich positiv.“

Wolfgang Kaiser
Head of Fiduciary CRM

WK: Was bedeutet das für die erwarteten Renditen von Unternehmensanleihen für dieses Jahr?

GZ: Im Jahr 2023 lag der Total Return von europäischen Unternehmensanleihen mit Investment Grade Ratings bei etwa acht Prozent, was im langfristigen Vergleich sehr hoch ist. Ein Haupttreiber hierfür waren die fallenden mittel- und langfristigen Zinsen, welche die Marktpreise der Anleihen insbesondere im November und Dezember letzten Jahres ansteigen ließen. Dies hat bereits einiges an positiver Performance vorweggenommen, wodurch der Markt dieses Jahr höchstwahrscheinlich nicht an die Performance vom Vorjahr anschließen wird. Nichtsdestotrotz erwarten wir einen deutlich positiven Total Return für 2024.

WK: Wie sieht es mit den Fundamentaldaten von Unternehmensanleihen aus? Wie geht es den Unternehmen in einem Umfeld von höheren Zinsen?

GZ: Gemischt! Die gedämpften Wachstumsaussichten werden zu einer leichten Verschlechterung der Fundamentaldaten führen, allerdings sind die meisten Investment-grade-Unternehmen robust genug, um den höheren Zinsen standzuhalten. Eine konservative Cash-Management-Politik hat in den letzten Quartalen ebenfalls zur Stabilität der Verschuldungskennzahlen beigetragen. Die unsicheren Wachstumsaussichten werden wahrscheinlich weiter dazu beitragen, dass die europäischen Unternehmen ihre relativ konservative Investitionspolitik der letzten Zeit beibehalten. Ein Bereich der vermehrt Anlass zur Sorge gibt, ist die schwächere Nachfrage seitens der Konsumenten. Insbesondere in der Berichterstattung im dritten Quartal 2023 haben Unternehmen vermehrt auf diesen Trend hingewiesen.

„Der Beginn des Zinssenkungszyklus ist in der Regel positiv für Credit Spreads.“

Gabriel Zwicklhuber
Credit Research Analyst

WK: Wie sieht es mit den technischen Faktoren und der Dynamik von Angebot und Nachfrage aus?

GZ: Die technischen Faktoren für Unternehmensanleihen sind nicht schlecht. Wir erwarten Neuemissionen in etwa auf dem Niveau des Vorjahres. Unserer Meinung nach wird die Refinanzierung der Fälligkeiten 2024 und 2025 der wichtigste Treiber sein. Obwohl die Renditen von den Höchstständen bereits gefallen sind, sind diese immer noch attraktiv im Zehnjahresvergleich, was die Investoren-Nachfrage zu Beginn des Jahres ankurbeln dürfte. Dies wurde auch durch die bislang gute Nachfrage nach Neuemissionen 2024 bestätigt. Falls die Finanzierungskosten deutlich sinken, gibt es jedoch ein Risiko für einen Anstieg an Neuemissionen durch Unternehmensübernahmen die durch zusätzliches Fremdkapital finanziert werden.

WK: Wie sieht es mit den Bewertungen der Anleihen aus? Sind Unternehmensanleihen im Vergleich zur Vergangenheit teuer oder billig?

GZ: Betrachtet man einen 10 Jahreszeitraum sind Credit Spreads nicht sonderlich hoch. Anders das allgemeine Zinsniveau, was die Nachfrage nach Unternehmensanleihen weiter hochhalten sollte. Zusätzlich dazu erwarten

wir, dass der überschaubare Finanzierungsbedarf der Unternehmen, Zinssenkungen der Zentralbanken und eine wahrscheinliche Rückkehr zum wirtschaftlichen Wachstum in Europa und den USA auch einen positiven Einfluss auf Credit Spreads haben werden. Allerdings denken wir nicht, dass Credit Spreads auf die niedrigen Niveaus von Anfang 2018 zurückkehren werden, da es aktuell keine Aussicht auf eine Wiederaufnahme der EZB-Käufe von Unternehmensanleihen gibt.

WK: Wie sieht es mit den Sektoren aus? Welche Sektoren gefallen Ihnen im aktuellen Umfeld besser oder welche weniger gut?

GZ: Im aktuellen Umfeld bevorzugen wir Sektoren, die weniger zyklischen Risiken ausgesetzt sind und über solide Fundamentaldaten verfügen. Ein Beispiel hierfür sind Banken. Die Profitabilität der europäischen Institute hat sich in den letzten beiden Jahren stark verbessert und der Anteil der sogenannten „faulen“ Kredite auf den Bankbilanzen hat sich nur moderat erhöht. Wir erwarten zwar eine Normalisierung der Risikokosten, aber die verbesserten Kapitalquoten bieten solide Puffer. Zusätzlich dazu sind die Bewertungen des Bankensektors nach wie vor attraktiv. Im Gegensatz dazu stehen Chemieunternehmen nach wie vor unter Druck durch geringe Nachfrage.

WK: Wie lautet nun das Fazit zu den Aussichten für Unternehmensanleihen?

GZ: Der Ausblick ist grundsätzlich positiv. Wir erwarten insgesamt ein Jahr mit positiven Erträgen für europäische Unternehmensanleihen getrieben primär durch die laufende Rendite. Obwohl es einige Fragezeichen hinsichtlich der fundamentalen Entwicklung der europäischen Unternehmen gibt, erwarten wir dass diese Fundamentaldaten größtenteils robust bleiben und keine negative Auswirkung auf die Performance haben werden.

Glasfaserausbau: Deutschland wechselt auf die Überholspur

Das weltweite Datenvolumen ist in der letzten Dekade um den Faktor 14 gestiegen und auch für die nächsten Jahre wird ein Wachstum von 22 Prozent per anno erwartet. Glasfaser ist die einzige massentaugliche Internetzugangstechnologie, die das auch abbilden kann.

Deutschland ist gemäß einer Studie der OECD von 2022 zur Glasfasernutzung das Schlusslicht aller größeren Nationen. Führende Länder in Europa wie Spanien oder Frankreich weisen eine circa achtmal höhere Nutzung als Deutschland auf. Die Gründe für die Unterschiede sind vielfältig und liegen in den entsprechenden regulatorischen Rahmenbedingungen, Ausbaukosten sowie Preislevels, aber auch in der Verfügbarkeit alternativer Technologien.

„Eine Migration hin zu Glasfaser ist allein aus technischen Gründen wohl unumgänglich.“

David Pecher
Senior Investment Manager Infrastructure Equity

Mit dem ab April 2021 geltenden Subventionsprogramm „Gigabitförderung“ konnte Deutschland den Ausbau von Glasfaser deutlich beschleunigen. Im Zeitraum zwischen Juli 2022 und Juni 2023 wurden etwa 25 Prozent der gesamten 17,3 Mio. Glasfaseranschlüsse in Deutschland erstellt, was einer Abdeckung von 35,6 Prozent entspricht. Der Schutz von Investitionen vor dem Überbau eines bestehenden Glasfaserzugangs mit weiteren Anschlüssen bleibt in Deutschland jedoch weiterhin ein Problem. Treiber sind hier aggressive Investoren und etablierte Unternehmen, die einen Wettbewerbsnachteil durch den Verlust des Netzzugangs zu ihren Kunden befürchten.

Länder wie Frankreich hingegen schreiben in Wettbewerbsverfahren gerade für kapitalintensive ländliche Gebiete vor, dass nur ein Unternehmen pro Region ausbauen darf, dieses aber jedem Dritten Zugang zum Netz zu festgelegten Preisen bieten muss. Diese Handhabung führt zu Planungssicherheit für Investoren – bei maximalem Wettbewerb um Endkunden.

Deutschland ist im europäischen Vergleich auch bei der Höhe der Kosten pro Glasfaseranschluss einer der Spitzenreiter. Ein Treiber hierfür ist die durch Bauvorschriften vorgegebene Technik der Verlegung. So können zum Beispiel in Spanien Glasfaserkabel oberirdisch angebracht werden, während sie in Deutschland in der Regel unter die Erde verlegt werden müssen. Das Resultat sind bis zu sechsmal höhere Baukosten, während das Preisniveau für kabelgebundenes Internet in Deutschland nicht entsprechend höher ist. Besonders getrieben wird dies durch die räumliche Verteilung der Bevölkerung. Der Urbanisierungsgrad Deutschlands liegt unterhalb des Mittelwerts der OECD-Staaten und die weit verbreiteten ländlichen Gebiete weisen circa fünfmal höhere Ausbaukosten pro Anschluss auf als die Städte.

Daher benötigt man in Deutschland in der Regel Auslastungsquoten von über 50 Prozent, um ein Glasfasernetz rentabel betreiben zu können. Tatsächlich liegen diese aber derzeit im Schnitt bei nur rund 25 Prozent. In Spanien wiederum werden in Großstädten teils Leitungen von sechs verschiedenen Anbietern in Mehrfamilienhäuser gelegt, da sich das Netz auch mit unter 10 Prozent Auslastung noch profitabel betreiben lässt.

Der Grund für die Divergenz liegt in der im internationalen Vergleich sehr hohen Breitbandversorgung in Deutschland. Etablierte Anbieter hatten die jahrelange Förderung alter Technologien ausgenutzt, um für die Hälfte der Kosten eines neuen 1GBit/s Glasfaseranschlusses ein Upgrade des jahrzehntealten Kupfer- und Koaxialkabels auf 100 MBit/s vorzunehmen. Oft reichen solche alternativen Anschlussarten noch aus, um die jetzigen Bandbreitenbedarfe zu bedienen und viele potenzielle Kunden sehen noch nicht die Notwendigkeit zum Abschluss eines (meist teureren) Glasfaservertrages.

„Das Datenvolumen wächst weiterhin signifikant.“

Lieselotte Landskron
Senior Investment Manager
Infrastructure Debt Transactions

Dennoch sehen wir die Aussichten für den Glasfasermarkt in Deutschland als vielversprechend und für Investoren attraktiv an: Das Datenvolumen wächst weiterhin signifikant, angetrieben durch vermehrten Einsatz von Videos im Home Office und Entertainmentmodellen, die höhere Bandbreiten benötigen. Auch die Nutzung von KI in unterschiedlichen Anwendungen und Geschäftsmodellen sollte den Bedarf steigern. So werden hohe Bandbreiten für Kunden auf Dauer immer wichtiger und eine Migration hin zu Glasfaser früher oder später allein aus technischen Gründen wohl unumgänglich.

Auch kann gerade in den ländlichen Gebieten Deutschlands ein Überbau aufgrund der hohen und teils subventionierten Kosten häufig ausgeschlossen werden, sofern das Geschäftsmodell die Öffnung des Netzes für Dritte vorsieht und etablierte Anbieter den Kundenzugang gegen ein Entgelt erhalten können.

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 Unterlage richtet sich nicht an US-Personen und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht von US-Personen genutzt werden. US-Personen sind natürliche Personen, Gesellschaften jeder Art, die Bürger der Vereinigten Staaten sind oder dort beheimatet sind, oder nach dem Recht der Vereinigten Staaten errichtet sind.

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 Januar 2024.

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.

Foto Titelseite: peterschreiber.media / iStock

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 323 Mrd. (09/2023) Assets under Management zu den bedeutenden Asset-Management-Gesellschaften weltweit.

Ihr Kontakt:
+49 89 2489-2929
view@meag.com