

Gedanken zum Anleihenmarkt

von Thorsten Vetter, Elmar Peters und Nicolas Hentrich

Nach Jahren inverser Zinsstrukturkurven in Europa und den USA ist eine Normalisierung erkennbar. Der Beitrag der Praemium Capital GmbH beleuchtet, wie sich die Zinslandschaft entwickelt, welche Risiken und Chancen sich daraus für Staats- und Unternehmensanleihen ergeben und wie sich makroökonomische Faktoren wie die Inflationsdynamik und politische Entwicklungen auf den Markt auswirken können. Zudem zeigt er auf, warum die Positionierung auf der Zinskurve und eine kritische Bewertung von Kreditrisiken entscheidend für den Anlageerfolg sind.

Zinsentwicklung

Nachdem die Zinsstrukturkurven in Europa und den USA zwei Jahre lang invertiert waren, beobachten wir aktuell eine Normalisierung. Die Entwicklung wird von beiden Seiten der Zinskurve getrieben: Am kurzen Ende sind die Renditen deutlich zurückgegangen, wohingegen die Renditen langlaufender Anleihen im Jahresverlauf gestiegen sind.

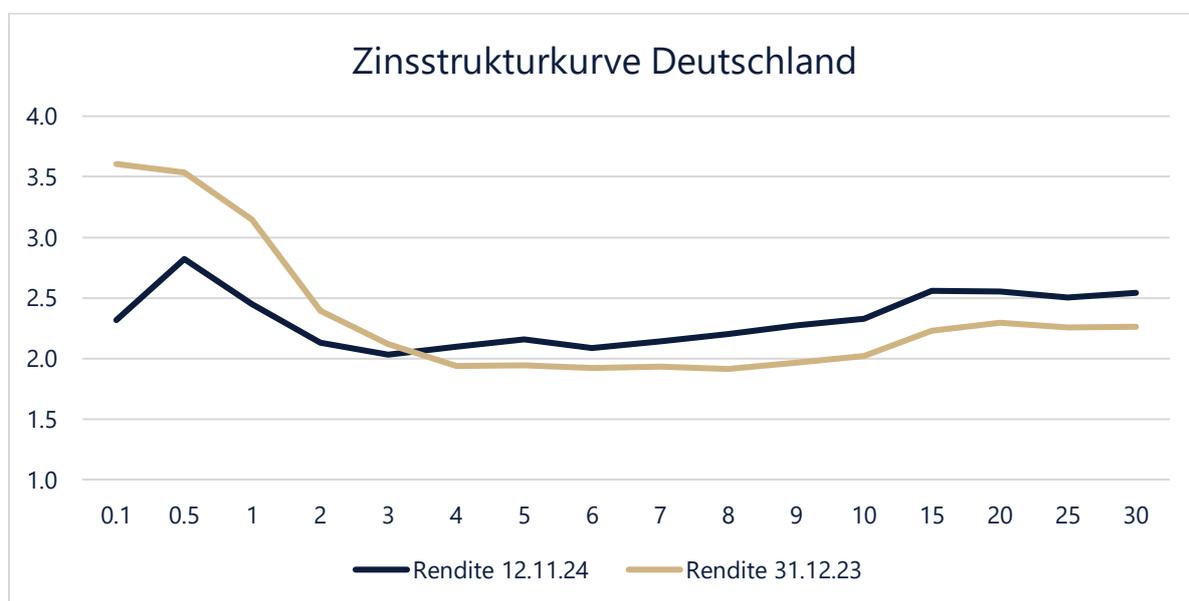


Abbildung: Zinsstrukturkurve Deutschland, Quelle: Bloomberg

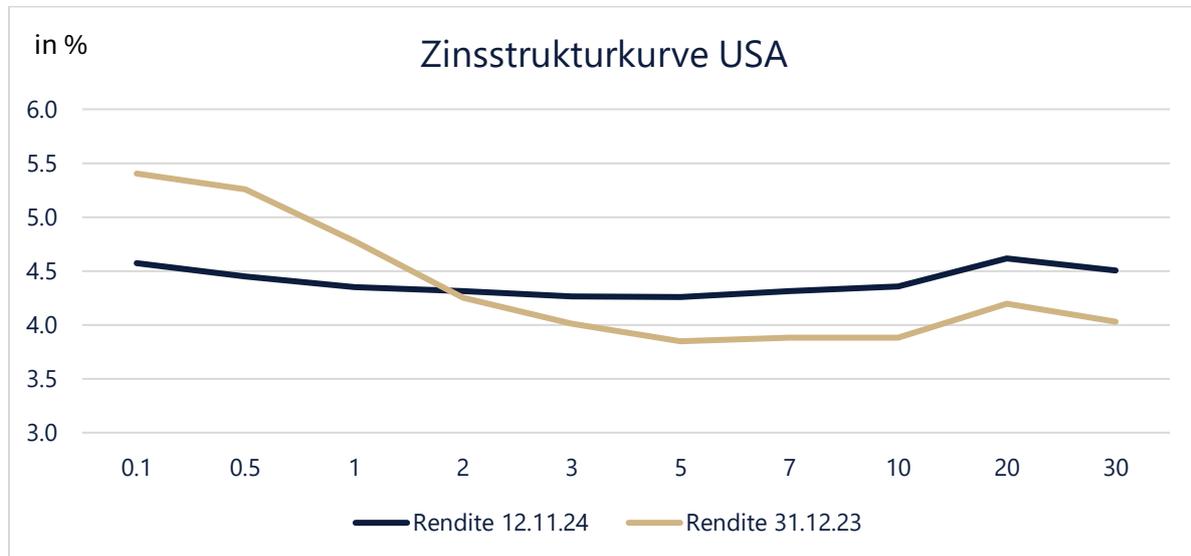


Abbildung: Zinsstrukturkurve USA, Quelle: Bloomberg

Der Renditerückgang am kurzen Ende ist der Einleitung des Zinssenkungszyklus durch die Notenbanken geschuldet. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat bislang drei Zinsschritte über jeweils 25 Basispunkte beschlossen. Die Äußerungen führender EZB-Ratsmitglieder deuten auf eine weitere Zinssenkung im Dezember hin. Die amerikanische Federal Reserve (FED) hat den Zyklus im September mit einem Schritt über 50 Basispunkte begonnen und im November die Zinsen um weitere 25 Basispunkte gesenkt. Ob im Dezember ein weiterer Zinsschritt folgt, ist offen. FED Chairman Jerome Powell hat mit seiner jüngsten Äußerung, dass die Wirtschaft keine Signale sende, dass Eile bei Zinssenkungen geboten sei, die Erwartungen gedämpft.

Während das kurze Ende der Zinsstrukturkurven im Wesentlichen durch die Notenbanken gesteuert wird, sind für die Renditen längerer Laufzeiten Markterwartungen hinsichtlich Wirtschaftswachstum und Inflationsentwicklung relevant.

Wir beobachten derzeit ein Auseinanderlaufen der wirtschaftlichen Entwicklung in Europa und den USA. Während die großen europäischen Volkswirtschaften, und insbesondere Deutschland, eine wirtschaftliche Schwächephase durchlaufen, ist die Entwicklung in den USA dank expansiver Fiskalpolitik deutlich stabiler. Der Arbeitsmarkt, welcher der FED im Rahmen ihres dualen Mandats neben der Geldwertstabilität als zweite Steuerungsgröße dient, zeigt sich nach wie vor resilient.

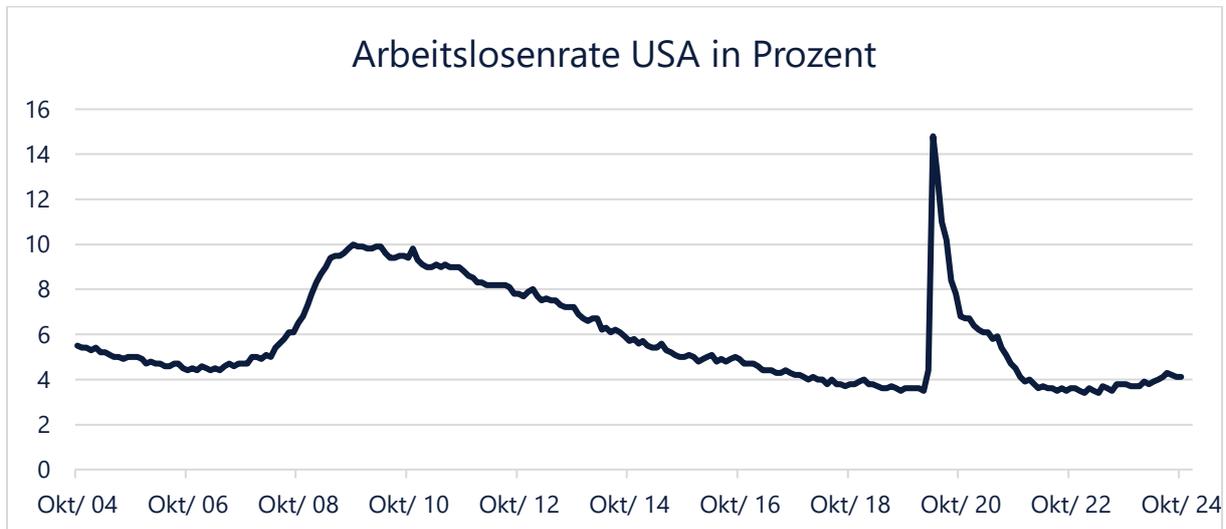


Abbildung: Entwicklung der Arbeitslosenquote in den USA, Quelle: Bloomberg, Stand 31.10.2024

Die Inflationsraten haben sich sowohl in Europa als auch in den USA gegenüber ihren Höchstständen aus 2022 deutlich abgekühlt. Diese Entwicklung ist insbesondere auf den Rückgang relevanter Rohstoffpreise zurückzuführen. Die Inflation exklusive Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation) liegt jedoch weiterhin über den Zielwerten der Notenbanken. Da die Basiseffekte der Rohstoffpreisentwicklung langsam auslaufen und die Serviceinflation, getrieben durch Lohnsteigerungen, weiterhin erhöht ist, könnten die Inflationsraten perspektivisch wieder steigen. Die durch den zukünftigen US-Präsidenten Donald Trump angekündigten Zölle könnten zu einem zusätzlichen Anstieg der Teuerungsraten führen.

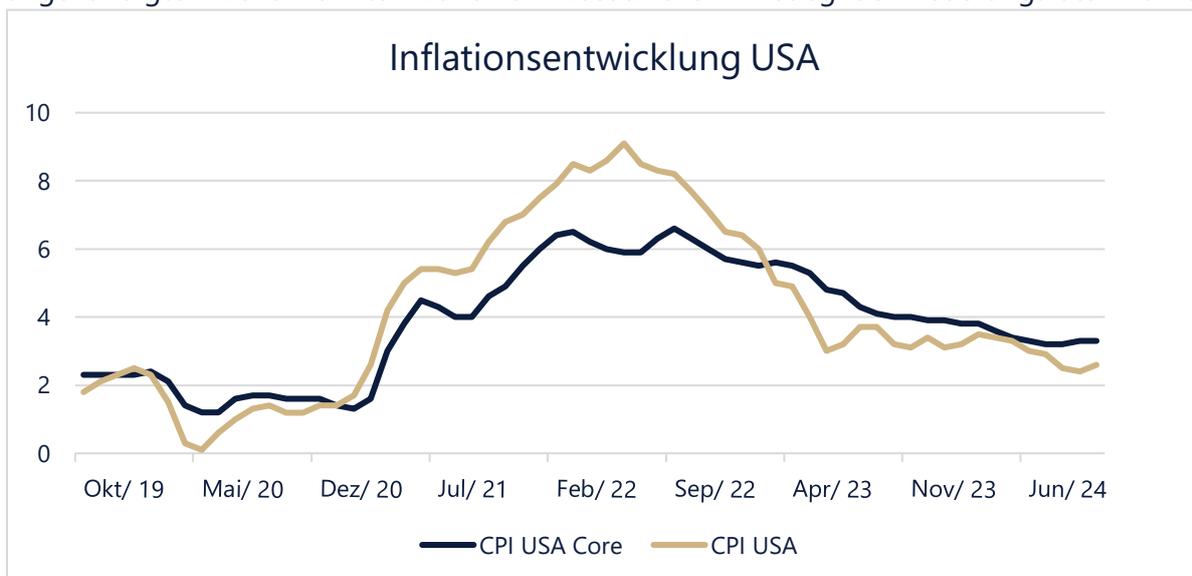


Abbildung: Inflationsentwicklung USA, Quelle: Bloomberg, Stand 31.10.2024

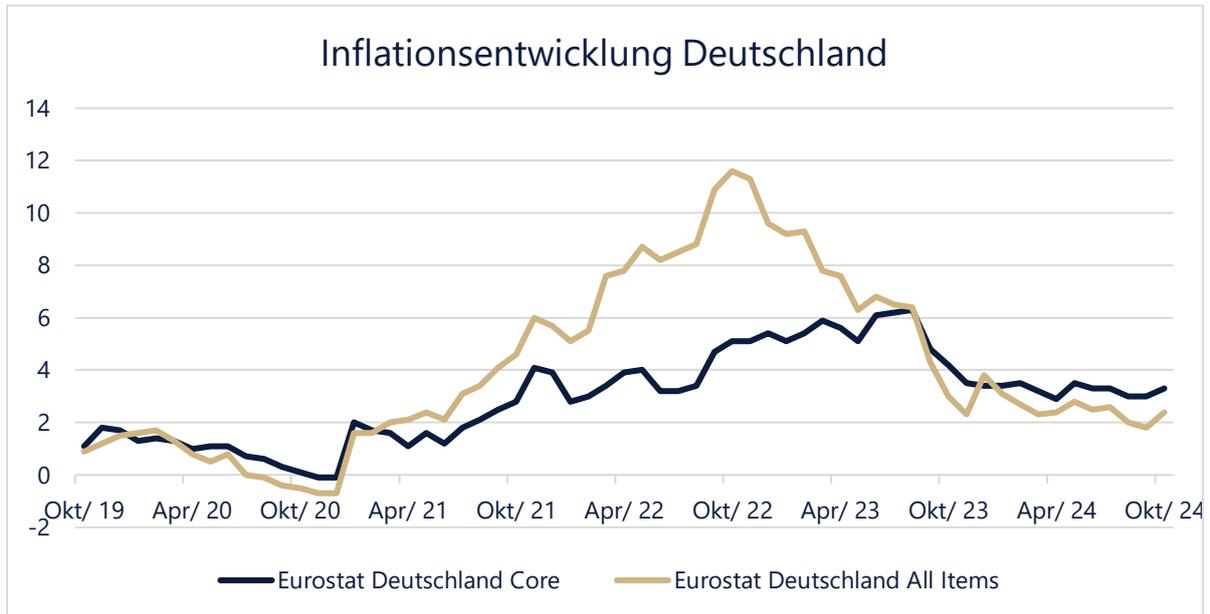


Abbildung: Inflationsentwicklung Deutschland, Quelle: Bloomberg, Stand 31.10.2024

Wir sehen das Risiko, dass die Fiskalpolitik in den USA unter Trump noch expansiver wird als unter seinem Vorgänger Joe Biden. Erhöhte Staatsausgaben und niedrigere Steuersätze führen potenziell zu einer weiteren Ausweitung des Budgetdefizits, welches über zusätzliche Staatsverschuldung finanziert werden müsste.

In einem solchen Szenario erscheint es wahrscheinlich, dass Investoren eine höhere Rendite als Kompensation für das gestiegene Risiko fordern. Die Risikowahrnehmung würde sich insbesondere für Anleihen langer Laufzeiten erhöhen, sodass deren Risikoaufschläge überproportional steigen könnten, was eine weitere Versteilung der Zinsstrukturkurve zur Folge hätte.

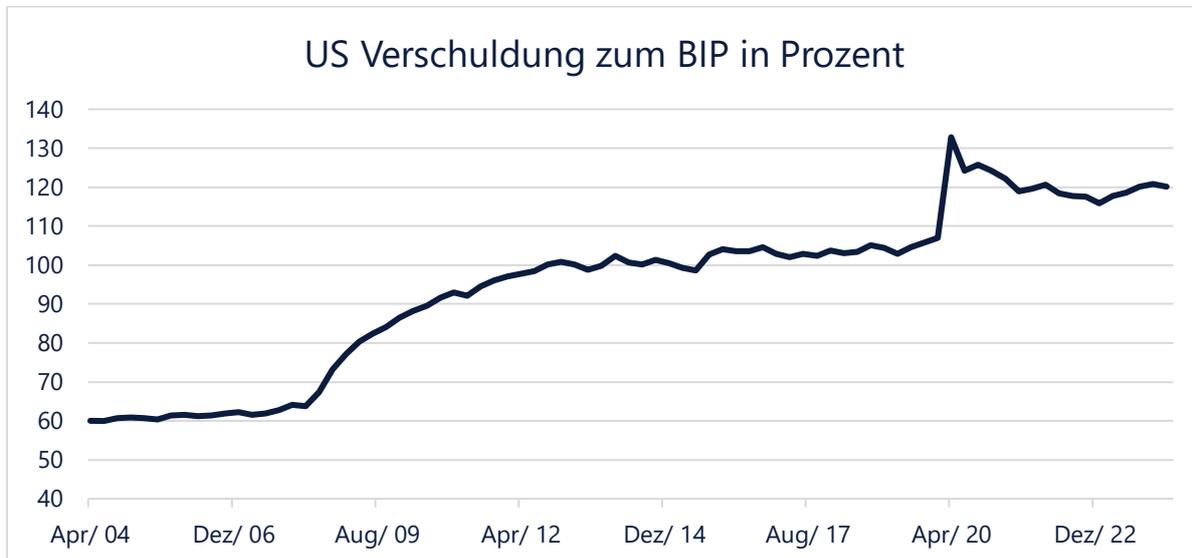


Abbildung: Entwicklung Verhältnis Staatsverschuldung zu BIP USA, Quelle: Bloomberg, Stand 31.10.2024

Unternehmensanleihen

Die Kreditrisikoaufschläge (Credit Spreads) von Unternehmensanleihen haben im Jahresverlauf neue Mehrjahrestiefstände erreicht. Dies betrifft sowohl Emittenten mit guter Bonität (Investment Grade) als auch Firmen mit erhöhtem Ausfallrisiko (High Yield). Die aktuell niedrige Bepreisung von Kreditrisiken reflektiert unseres Erachtens weder das wirtschaftliche Umfeld noch bestehende Refinanzierungsrisiken. Finanzierungen, die in der bis Ende 2021 andauernden Niedrigzinsphase abgeschlossen wurden, werden zunehmend fällig. Refinanzierungen sind auf dem aktuellen Zinsniveau signifikant teurer, sodass steigende Zinskosten die zukünftige Profitabilität der Unternehmen belasten. Dies stellt insbesondere Unternehmen mit hoher Verschuldung und ohnehin niedriger Profitabilität vor Probleme. Unternehmen, die nur aufgrund des niedrigen Zinsniveaus fortbestehen konnten (Zombieunternehmen), werden perspektivisch keine Anschlussfinanzierungen erhalten, sodass wir steigende Kreditausfallraten erwarten.

Auch wenn Unternehmensanleihen in der Breite derzeit nicht attraktiv erscheinen, bietet die Sub-Assetklasse weiterhin Opportunitäten für flexible Investoren. Diese finden wir beispielsweise bei Emittenten, die für einen Großteil der institutionellen Investoren nicht investierbar sind, da sie nur wenige Anleihen bzw. ein geringes Volumen ausstehen haben. Diese Marktineffizienz ermöglicht uns in Unternehmensanleihen zu investieren, die eine überdurchschnittlich hohe risikoadjustierte Verzinsung aufweisen.

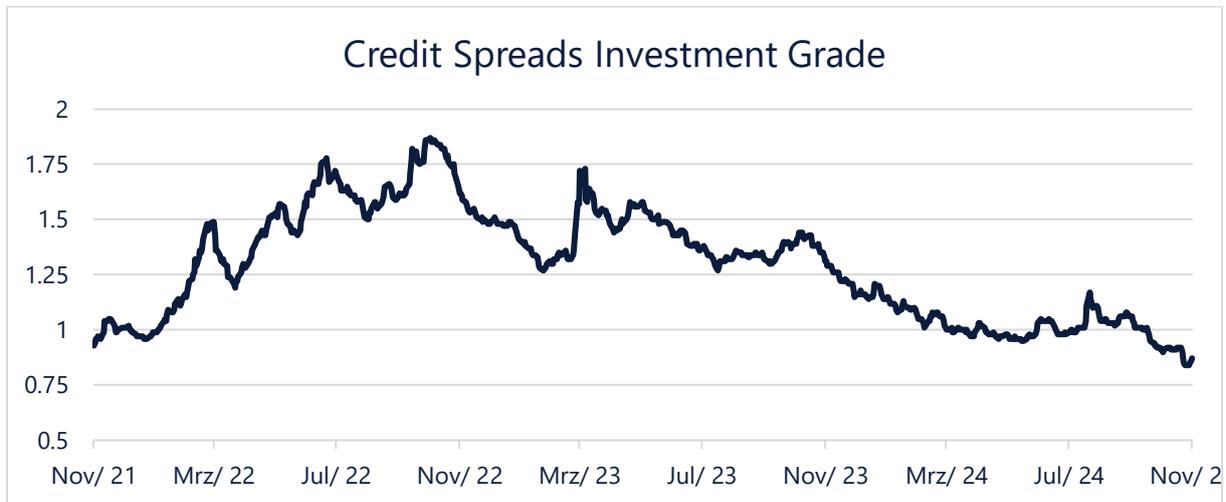


Abbildung: Spreadentwicklung Investmentgrade, Quelle: Bloomberg, Stand 15.11.2024

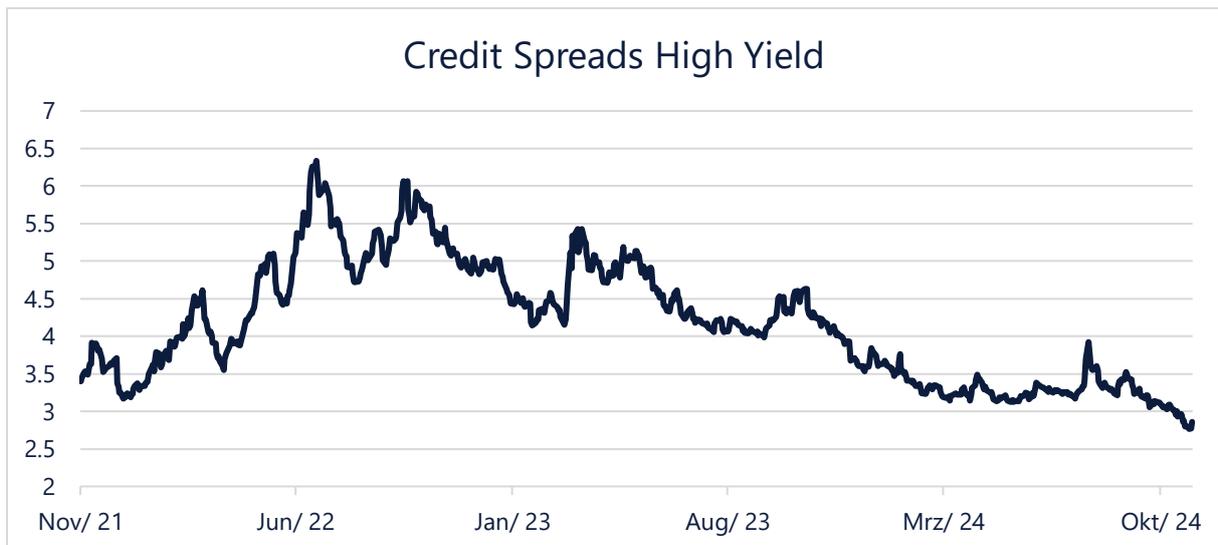


Abbildung: Spreadentwicklung High Yield, Quelle: Bloomberg, Stand 15.11.2024

Implikationen für die Positionierung

In den Jahren 2023/24 konnten Anleger mit Tagesgeldkonten und Geldmarktpapieren attraktive Renditen erzielen. Mit der Einleitung des Zinssenkungszyklus sind die kurzfristigen Renditen jedoch gefallen und der Geldmarkt verliert mit jeder weiteren Zinssenkung an Attraktivität.

Durch die Normalisierung der Zinsstrukturkurven bieten Anleihen mit längerer Laufzeit wieder höhere Renditen als kurzlaufende Anleihen. Dies gilt jedoch nur auf Endfälligkeit betrachtet, da Anleihen während ihrer Laufzeit Zinsänderungsrisiken (Durationrisiken) unterliegen. Grundsätzlich gilt: Je länger die Laufzeit, desto zinssensitiver die Anleihe (ceteris-paribus). Da sich Zinsstrukturkurven in der Regel nicht parallel verschieben, sondern Verteilungs- oder Verflachungstendenzen aufweisen, ist neben der Zinssensitivität auf Portfolioebene auch die Positionierung auf der Kurve entscheidend für den Anlageerfolg.

Aktuell erscheint uns die Euro-Kurve tendenziell attraktiver als die US-Dollar-Kurve. Wir sehen in den USA das Risiko, dass die politische Agenda Trumps zu einem Wiederanziehen der Inflation sowie einem steigenden Budgetdefizit führt. Die Euro-Kurve wird sich einem potenziellen Renditeanstieg in den USA voraussichtlich nicht vollständig entziehen können, aufgrund der schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung halten wir die Aufwärtsrisiken jedoch für geringer als jenseits des Atlantiks.

Kreditrisiken erscheinen in der Breite derzeit nicht auskömmlich gepreist, sodass wir die Portfoliogewichtung von Unternehmensanleihen konsequenterweise reduziert haben. Zudem präferieren wir aktuell Unternehmensanleihen mit kurzen Laufzeiten. Diese ermöglichen es uns eine auskömmliche laufende Verzinsung (Carry) zu vereinnahmen und gleichzeitig das Risiko steigender Kreditrisikoaufschläge (Spread Duration) gering zu halten. Bei der Auswahl der einzelnen Unternehmensanleihen verlassen wir uns auf unsere eigene Analyse und konzentrieren uns auf die Titel, deren Chance-Risikoverhältnis attraktiv erscheint.

Fordern Sie gerne weitergehende Informationen von SQUAD Fonds an und kontaktieren Sie uns unter investor@squad-fonds.de oder telefonisch unter: +49 821 455 420 10

Disclaimer:

Es handelt sich hierbei um eine **Werbemitteilung** und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument, es enthält nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und kann von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. **Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.** Es wird ausdrücklich auf die Risikohinweise des ausführlichen Verkaufsprospektes verwiesen. Diesen erhalten Sie kostenlos bei AXXION S.A., 15, Rue de Flaxweiler, 6776 Grevenmacher, Luxemburg oder elektronisch unter www.axxion.de. **Die Praemium Capital GmbH und die Discover Capital GmbH (SQUAD Fonds) sind als vertraglich gebundene Vermittler der PEH Wertpapier AG tätig.**

Stand: November 2024