

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig, Chief Investment Officer ODDO BHF SE



13. Oktober 2023

7 FRAGEN ZU DEN ANLEIHEMÄRKTEN

Die Zeit der Null- und Negativzinssätze ist vorerst vorbei. Seit etwa Ende 2021 hat sich an den Anleihemärkten der großen Industrieländer eine radikale Umkehrung der Verhältnisse vollzogen. In den USA stieg die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in diesem Zeitraum um rund 330 Basispunkte, also um 3,3 Prozentpunkte. In der Spitze lag die Rendite bei 4,80 Prozent. Ein solches Niveau war zuletzt im Juli 2007 in der Frühphase der Finanzkrise gesehen worden. Die Anleiherenditen in den USA sind damit so hoch wie zuletzt vor 16 Jahren. Die Rendite vergleichbarer Bundesanleihen erhöhte sich im gleichen Zeitraum um 315 Basispunkte auf ein Hoch von 2,97 Prozent. Die „Bunds“, wie die Bundesanleihen im internationalen Finanzjargon genannt werden, waren zuletzt im Juli 2011 mit solchen Renditen gehandelt worden. Gerne beantworten wir nachfolgend einige Fragen, die unsere Kundinnen und Kunden angesichts der veränderten Marktbedingungen derzeit zum Anleihemarkt stellen:

1. Warum sind die Anleiherenditen zuletzt so stark gestiegen?

Die nach unserer Einschätzung wichtigsten Gründe für den jüngsten Renditeanstieg sind:

- Die Notenbanken in den USA und Europa haben die Leitzinssätze kräftig erhöht.
- Insbesondere in den USA fiel die Bremswirkung der Geldpolitik auf Nachfrage und Beschäftigung bisher gering aus. Die Arbeitsmärkte sind weiter sehr fest. Die Federal Reserve und die EZB signalisieren, dass die Leitzinssätze daher „für längere Zeit höher“ bleiben dürften.
- Die Marktteilnehmer erwarten mehrheitlich, dass die Inflation im langfristigen Durchschnitt höher ausfallen wird als in den vergangenen Jahren.
- Das Angebot an Anleihen steigt infolge der hohen staatlichen Defizite und des Abbaus der Anleihebestände der Notenbanken. Die Nachfrage insbesondere der ausländischen Währungsbehörden (China, Japan) hat sich gleichzeitig aufgrund rückläufiger Leistungsbilanzüberschüsse verringert.
- Die Laufzeitprämie (Ausgleich für die Risiken einer langfristigen Bereitstellung von Kapital) ist aufgrund der hohen Staatsverschuldung und vermehrter Haushaltsrisiken gestiegen.

2. Wird die Geldpolitik weiter verschärft?

Niemand kann mit Bestimmtheit sagen, wann die Zinsen ihren Höhepunkt erreichen werden. In unserem aktuellen Basisszenario mit schwachem Wachstum und langsam rückläufiger Inflation gehen wir aber davon aus, dass der Zinshöhepunkt im Euroraum und den USA erreicht ist oder kurz bevorsteht. Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank hatte im September eine weitere Zinserhöhung in diesem Jahr angedeutet. Der EZB-Rat scheint sich nach der letzten Zinsanhebung im September darauf einzurichten, das erreichte Niveau zu halten.

Wichtiger als die Frage, ob es noch eine weitere Zinserhöhung gibt, ist aber die Frage, wie lange die Zinsen auf dem erhöhten Niveau verharren werden. Wir erwarten eine längere Phase hoher Leitzinsen. Sollte sich der erwartete Rückgang der Inflation im Verlauf des Jahres 2024 bestätigen, könnten die Notenbanken gegen Mitte oder Ende des nächsten Jahres erste vorsichtige Lockerungsschritte ins Auge fassen.

3. Wie werden sich die Anleiherenditen weiter entwickeln?

Die historischen Erfahrungen führen zur Schlussfolgerung, dass die langfristigen Renditen mit Erreichen des Leitzins-Höhepunkts zu sinken beginnen. Wir sind allerdings überzeugt, dass diese Entwicklung im aktuellen Zyklus langsam verlaufen wird, vor allem weil die Inflationsrisiken aufgrund der robusten Situation von Konjunktur und Arbeitsmarkt, der hohen Kerninflation und der Inflationserwartungen fortbestehen.

4. Was hat sich an der Rolle von Anleihen im Portfoliozusammenhang geändert?

Der Anstieg der Renditen ist nach unserer Überzeugung nicht nur ein zyklisches Phänomen. Die Phase der negativen Zinsen ist vorbei. Die Normalisierung der Zinslandschaft trägt nach unserer Einschätzung dazu bei, dass Anleihen ihre früher wichtige Rolle in Multi-Asset-Class-Portfolien – also vor allem in Kombination mit Aktien – zurückgewinnen könnten. In den vergangenen beiden Jahren war die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien oftmals positiv. Infolge des Angebotsschocks sind Aktien und Anleihen zur gleichen Zeit gefallen. Dies ist im historischen Kontext ungewöhnlich. Wir erwarten, dass die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien weiter sinkt und Anleihen damit ihre diversifizierende und stabilisierende Rolle in einem gemischten Portfolio wieder besser ausfüllen können.

5. Welche Anleihen sind für uns interessant?

Als langfristig orientierte Investoren liegt unser Anlageschwerpunkt bei Anleihen guter Bonität (Investment Grade). Trotz der derzeitigen konjunkturellen Risiken bevorzugen wir Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen. Dabei meiden wir jedoch die Anleihen von Unternehmen, die eine hohe Verschuldung aufweisen. Einen deutlichen Anstieg der Ausfallquoten erwarten wir derzeit nicht, da wir zwar von einer Abkühlung der Wirtschaft ausgehen, aber keine schwere Rezession erwarten wie im Jahr 2009, als die Wirtschaft in Deutschland um 5,7 Prozent eingebrochen ist.

Unternehmensanleihen im Investment Grade Segment bieten derzeit eine Rendite von etwa 4,5 Prozent bei einer durchschnittlichen Kapitalbindungsdauer (Duration) von 4,6 Jahren (Angaben auf Basis des ICE BofA Euro Corporate Index). Das ist nicht überwältigend, übersteigt aber immerhin die aktuelle Inflationsrate von 4,3 Prozent. Geht man von der plausiblen Annahme aus, dass die Inflationsrate perspektivisch Richtung 2,5 Prozent sinken dürfte, würde man über die Laufzeit auch inflationsbereinigt eine positive Rendite erreichen. Hält man dagegen Kasse, hat man kaum eine Chance auf einen dauerhaft positiven realen Ertrag. Wer derzeit Kasse hält, erleidet infolge der weiterhin hohen Inflation einen realen Vermögensverlust.

6. Kommen auch Hochzinsanleihen in Frage?

Für Anleger mit entsprechender Risikobereitschaft könnten aktuell auch Hochzinsanleihen (spekulatives Rating) und ausgewählte Hybridanleihen als Anlageinstrument in Frage kommen. Euro-denominierte Hochzinsanleihen kommen derzeit auf eine durchschnittliche Rendite von 7,8 Prozent (ICE BofA EUR High Yield Index, Duration 3,2 Jahre). Damit sind die Kreditrisikoprämien am Mittel der vergangenen zehn Jahre gemessen überdurchschnittlich hoch, das Risiko-Ertrags-Verhältnis aus unserer Sicht attraktiv. Hochzinsanleihen eignen sich jedoch nur für Anlegerinnen und Anleger, die bereit sind, ein erhöhtes Risiko einzugehen. Unsere Beraterinnen und Berater freuen sich darauf, sie – auch zu dieser Frage - individuell zu beraten.

7. Wie geht der ODDO BHF Trust derzeit vor?

Die Duration ist ein Maß für die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer von Anleihen und damit für die Empfindlichkeit der Kurse gegenüber Änderungen der Rendite. Eine (modifizierte) Duration von 4 bedeutet, dass der Kurs um 4 Prozent steigt, wenn die Rendite um einen Prozentpunkt sinkt. In der Phase der starken Leitzinserhöhungen hatten wir die Duration zeitig reduziert. Per Ende 2022 stand die Duration der Anleihen in den verschiedenen Vermögensverwaltungsmandaten des ODDO BHF Trusts bei durchschnittlich nur etwa 3 Jahren.

Mit dem sich abzeichnenden Ende der Zinserhöhungen und angesichts eines deutlich attraktiveren Zinsniveaus haben wir die Duration schrittweise erhöht. Sie liegt mittlerweile bei gut 4 Jahren, was annähernd als neutral gelten kann. Als aktive Investoren planen wir, die Duration Schritt für Schritt weiter zu verlängern. Zum einen, weil wir das erreichte Niveau der langfristigen Renditen als attraktiv einschätzen, zum anderen, weil wir auf diese Weise von künftigen Rückgängen der Renditen überproportional profitieren würden.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Kontakt (Deutschland)

NEWMARK FINANZKOMMUNIKATION

Marc Savani

+49 69 94 41 80 28

marc.savani@newmark.de

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder GreenCard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2023, Herausgeber: ODDO BHF SE, Gallusanlage 8, 60329 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.