

Rentenallokation nach der Zinswende

Institutionelle Investoren werden seit Jahresbeginn von einem sich verändernden Zinsumfeld stark gefordert. Was sind beim Fixed Income die aktuellen Handlungsoptionen für Depot-A-Anleger? Bei einem digitalen Roundtable diskutierte Bernhard Kraus darüber mit Christian Kopf und Guido Elbrecht.

Bernhard Kraus: Herr Kopf, die Rentenmärkte haben in den vergangenen Monaten durch die dynamisch steigenden Zinsen erhebliche Wertabschläge erlebt. Wie schätzen Sie die weitere Entwicklung ein?

Christian Kopf: Es gibt ja diesen chinesischen Wunsch, der im Grunde eher eine Verwünschung ist: „Mögest du in interessanten Zeiten leben.“ Und genau solche interessanten Zeiten durchleben wir gerade. Wir erleben in Deutschland die höchste Inflation seit dem Zweiten Weltkrieg und in den USA die stärkste Geldentwertung seit 40 Jahren. In den USA ist die jährliche Teuerung bis auf 9,1 Prozent angestiegen und fällt jetzt nur sehr langsam, und im Euroraum hat die Inflationsrate im September mit 10,0 Prozent erstmals ein zweistelliges Niveau erreicht.

Die Inflation ist der Grund für diese Zinswende. Wobei die Inflation in den USA durch eine Überschussnachfrage und einem sehr hohen Lohnwachstum getrieben ist, während sie in Europa eine direkte Folge des Krieges in der Ukraine ist und des damit zusammenhängenden massiven Anstiegs der

Energiepreise. Die EZB hat auf den Anstieg der Inflation ähnlich wie die Fed mit Zinserhöhungen reagiert. Wir haben am 8. September einen weiteren Zinsschritt um 0,75 Prozentpunkte erlebt. Das gab es in der gesamten Geschichte der EZB noch nicht. Bis zum Ende des Jahres rechnen wir mit zwei weiteren Zinsschritten, sodass der Einlagensatz bei der Bundesbank 2,0 Prozent erreichen dürfte.

Bernhard Kraus: Jetzt haben wir von Januar bis Juni eine starke Schwäche im Rentenmarkt erlebt, insbesondere im Bundmarkt. Wir haben gesehen, wie die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von einer negativen Verzinsung hochgelaufen ist auf 1,7 Prozent. Und dann kam die nächste Überraschung, dass sich der Markt noch mal von 1,7 runterbewegt hat auf deutlich unter ein Prozent. Inzwischen stehen die Renditen der zehnjährigen Bundesanleihen bei rund 1,95 Prozent. Kann man solche Gegenbewegungen überhaupt frühzeitig erkennen?

Christian Kopf: Dafür müssen wir zunächst wissen, was 2022 die Treiber der zehnjährigen deutschen Bundesanleihen

gewesen sind. Das war weder die Inflation noch das Angebot an Staatsanleihen, sondern es war der Leitzins der Zentralbank. Sowohl bei Bundesanleihen als auch für die Treasuries hat die Musik dieses Jahr ausschließlich am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve gespielt. Und wenn die Bundesrenditen fallen, liegt es daran, dass der Markt Zinsschritte der EZB auspreist. Eigentlich kann man die gesamte Dynamik, die wir 2022 erlebt haben, durch die Erwartungen an die Notenbankpolitik erklären. Auslöser für den zeitweisen Rückgang der Renditen im Sommer war die kommunikative Kehrtwende der US-Notenbank am 15. Juni – die Federal Reserve hat an diesem Tag zwar erstmals seit 1994 ihre Leitzinsen um 75 Basispunkte angehoben, aber gleichzeitig noch extremeren Zinsschritten eine Absage erteilt. Der Rentenmarkt hat das mit großer Erleichterung aufgenommen, und dann fielen sieben Wochen lang die Renditen auf beiden Seiten des Atlantiks.

Die Erwartungen an die Notenbankpolitik spielen also eine große Rolle. Es gibt aber noch einen weiteren Faktor. In der ersten Jahreshälfte 2022 war die Lage an den Rentenmärkten stark asymmetrisch. Zum Jahresbeginn waren weitere Zinssenkungen kaum denkbar, und gleichzeitig hatte der Markt noch so gut wie keine Zinserhöhung eingepreist. Das hat Verluste sehr wahrscheinlich gemacht. Diese Asymmetrie ist inzwischen sehr viel weniger ausgeprägt. Wir haben mittlerweile eine Situation, in der der Markt sogar einen Endstand des Einlagensatzes der EZB von 3,0 Prozent in diesem Zinszyklus einpreist. Das heißt, wir haben ein Niveau erreicht, wo die Zinsmärkte nicht nur wieder Erträge liefern, sondern auch Chancen auf Kursgewinne, falls die Konjunktur stärker als erwartet einbricht. Denn wenn wir in eine starke Rezession hineinlaufen, dann wird die geldpolitische Straffung weniger stark ausfallen. Dann gehen Zinsen runter und die Kurse hoch, und man hat einen Gewinn. >

„Die Rentenmärkte haben in den vergangenen Monaten durch die dynamisch steigenden Zinsen erhebliche Wertabschläge erlebt.“

Bernhard Kraus
Geschäftsführer bei
Union Investment Institutional

Bernhard Kraus: Und das, obwohl der Einlagensatz der Zentralbank ja noch sehr deutlich unter der Inflationsrate liegt. Das ist das Überraschende, dass der Markt nicht erst noch ein paar Schritte hochgeht und sich bei der gegenwärtigen Inflationsrate einpendelt, sondern er nimmt bereits eine rückläufige Inflation und ein Ende der Zinsschritte vorweg. Dabei sind die Realzinsen heute eigentlich noch negativ.

Guido Elbrecht: Banken berichten uns aktuell, dass Zinsimulationen mit den aktuellen Zinsniveaus 2024/2025 zu stark steigenden Zinsergebnissen führen werden. In diesem Jahr haben sie mit herausfordernden Wertberichtigungsbedarfen in der Eigenanlage zu kämpfen. Hier denken viele über eine mögliche Umwidmung ins Anlagevermögen nach. In der aktuellen Situation stellt sich die Frage, über welche

Maßnahmen ich eine optimale Positionierung erreichen kann. Ein weiteres Thema das jahrelang einen vollkommen anderen Fokus hatte, ist die Befürchtung eines anstehenden Kampfes um die Passivseite.

Christian Kopf: Die Banken haben zunächst das Zinsrisiko auf der Aktivseite sehr stark runtergefahren, indem sie zehnjährige Payer Swaps eingegangen sind und damit einen Festzins zahlen und dafür einen variablen Zinssatz erhalten. Und das in einem massiven Umfang. Die zehnjährigen Zinsswaps liegen fast 100 Basispunkte über den Bundesanleihen. Dieser Aufschlag ist sogar noch höher als in der globalen Finanzkrise von 2008 und erklärt sich aus einer Überschussnachfrage nach Zinsabsicherungsgeschäften in diesem Bereich.

„Wir haben jetzt ein Niveau erreicht, wo die Zinsmärkte wieder einen Schutz und Erträge liefern können.“

Christian Kopf
Leiter Portfoliomanagement Renten
und Mitglied des „Union Investment
Committee“ (UIC)



„Banken haben in diesem Jahr mit herausfordernden Wertberichtigungsbedarfen in der Eigenanlage zu kämpfen.“

Guido Elbrecht
Abteilungsleiter Client Relationship
Management Region Mitte-Nord
bei Union Investment Institutional



Bernhard Kraus: Was für Optionen haben die Banken noch?

Christian Kopf: Ich sehe, dass einige Banken die Reißleine ziehen, Depot-A-Bestände veräußern und die Verluste realisieren. Nun wurden diese Kursverluste auf Anleihen ja fast ausschließlich durch die Zinsbewegung ausgelöst, man kann das nicht als Indiz für Adressenausfallrisiko oder Abschreibungsbedarf lesen. Wir haben es mittlerweile mit Renditen von 3,0 oder 4,0 Prozent auf Investment-Grade-Anleihen von hoher Bonität zu tun. Das ist dann, wenn man die laufende Verzinsung und den Rollertrag berechnet, ein zu erwartender Ertrag von teilweise 5,0 Prozent auf ein Jahr. Also, aus meiner rein ökonomischen Sicht würde ich solche Titel nicht veräußern. Ich meine, 5,0 Prozent muss man erst mal anderswo verdienen.

Ich sehe auch, dass andere Banken Kapitalerhöhungen durchführen und die Mitglieder Eigenmittel zeichnen lassen. Persönlich finde ich das den richtigen Weg, wenn Banken in dieser Situation den Weg über die Gremien wählen und Eigenkapital aufnehmen. Denn die Netto-Zinsmarge wird in zwei Jahren deutlich höher sein, wie Herr Elbrecht sagt. Da werden Gelder reinkommen. Und jetzt, nach so einem Schock, werthaltige Unternehmensanleihen deutlich unter pari zu veräußern, das finde ich einfach schade. <



Lesen Sie mehr zu dem Thema und dem kompletten digitalen Roundtable auf www.ui-link.de/zinswende1