METZLER

AGATHON CAPITAL
Ihr Investmentbegleiter

Hurra, die Zinsen steigen!
Wie aber können Anleihe-Investoren reagieren?

Autor: Harwig Wild - Client Advisor Currency Management, Metzler Capital Markets - 4.3.2021

Seit 1981 befinden sich die Anleiherenditen in der industrialisierten Welt im Sinkflug. Gegenwärtig verspüren Anleger allerdings ein gewisses Unbehagen: Langlaufende Anleihen proben den „Aufstand“ und verbuchen seit Jahresanfang erhebliche Verluste. Eine Rückkehr zur Normalität liegt zwar noch in weiter Ferne, aber zumindest ist Inflation, bislang hauptsächlich getragen von steigenden Rohstoffpreisen, kein Fremdwort mehr. So haben Anleihen mit langen Laufzeiten ihre Renditetiefs hinter sich gelassen, dennoch dokumentieren die aktuellen Inflationsraten ein noch immer vorhandenes Ungleichgewicht. Anleger müssen umdenken und sich fragen, wie sie ihr Anleiheportfolio bei einem weiteren Anstieg der Inflation wetterfest machen können. Auf der Suche nach stabilen Erträgen unter Wahrung der Liquidität sind sie einmal mehr in der Zwickmühle. Der quantitativ gesteuerte Fonds „ART Metzler FX Protected Carry“ bietet eine Alternative zu klassischen Fixed-Income-Anlagen. Er kann dank seines Fokus auf den Geldmarkt und somit sehr kurzer Duration auch bei steigenden Zinsen an Wert gewinnen. Er diversifiziert seine Anlagen in verschiedene Hochzinswährungen, limitiert Draw-Down-Risiken und ist in jedem Marktumfeld liquide.

Inflationsziel von 2%: Für viele Zentralbanken eine Bedingung für Rückkehr zur „normalen“ Geldpolitik

Inflationsangst – dieses Thema steht seit einigen Wochen im Fokus an den Finanzmärkten. Aus gutem Grund: Das Inflationsrisiko ist infolge der nochmals expansiveren Geldpolitik der großen Notenbanken und der riesigen Fiskalpakete und Wirtschaftshilfen der meisten Länder infolge der Coronapandemie stark gestiegen. Da treibt sicherlich auch das Konjunkturpaket des neuen US-Präsidenten Joe Biden den Anlegern zusätzlich die Schweißperlen auf die Stirn. Das Pandemie-Hilfspaket ist mit 1,9 Billionen USD etwa doppelt so groß wie die sogenannte „Output-Gap“, also die Lücke zwischen der tatsächlichen und der potenziell möglichen Wirtschaftsleistung der Vereinigten Staaten.

So richtet die amerikanische Notenbank Fed als Antwort auf den massiven Wirtschafts-einbruch und den starken Anstieg der Erwerbslosenquote ihr Augenmerk nun vorrangig auf eine Erholung des Arbeitsmarktes. Gemäß ihrem dualen Mandat – mit dem Ziel einer möglichst hohen Beschäftigungsquote unter Wahrung stabiler Preise – geht damit eine neue Fokussierung einher: das Erreichen einer expliziten Preissteigerungsrate von mindestens 2 %. Erst bei einer nachhaltigen Preisentwicklung über diesen Wert hinaus will die Fed gegebenenfalls ihre Geldpolitik straffen. Früher galten diese 2 % bei vielen Notenbanken als Richtwert zur Deckelung der tolerierbaren Inflationsrate.

Auch der Bundesbankpräsident erwartet Inflationsanstieg

Noch entwickeln sich die Teuerungsraten in den großen Industrieländern gemessen auf Basis der jährlichen Verbraucherpreise verhalten. So stiegen die Verbraucherpreise im Januar im Jahresvergleich in der Eurozone nur um 0,9 % (Deutschland: 1,6 %), in den USA um 1,4 %. Durch die Coronapandemie und andere Einflussfaktoren erwarten allerdings viele Finanzmarktakteure, dass sich der Preisauftrieb in den nächsten Monaten beschleunigt. So überraschte auch Bundesbankpräsident Jens Weidmann vor zwei Wochen mit der Aussage: „Aus heutiger Sicht dürfte die Inflationsrate gemäß dem harmonisierten Verbraucherpreisindex in Deutschland zum Jahresende hin über drei Prozent liegen.“

Der Anstieg der Preissteigerung ist speziell in Deutschland auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Einige Volkswirte verweisen auf eine Änderung im Verbraucherverhalten durch die Coronapandemie sowie auf steuerliche Gründe – etwa die Anpassung der Mehrwertsteuer und die Einführung einer CO2-Steuer. Weltweit betrachtet, kommen steigende Rohstoffpreise, Basiseffekte bei den Energiepreisen und andere, vielleicht auch nur temporäre Preistreiber wie Lieferkettenengpässe hinzu. Sobald die globale Wirtschaft wieder hochfährt, dürfte das zudem mit einem starken Nachfrageüberhang im Dienstleistungssektor einhergehen und auch hier die Preise steigen lassen.

Welche Währungsräume betroffen sind, wie hoch der Inflationsanstieg sein wird und wie nachhaltig – all das ist noch offen. Auch die schon begonnene Debatte über den Zeitpunkt eines neuen „Taperings“ **durch die Fed ist** vermutlich verfrüht, also die Diskussion über die Reduzierung der Anleihekäufe durch die US-Notenbank und damit eine sukzessive Straffung der geldpolitischen Stützung. Der frühere US-Notenbankchef Bernanke hatte im Mai 2013 alleine mit der Ankündigung einer Reduzierung der damaligen Anleihekäufe durch die Fed ein „Taper Tandrum“ ausgelöst: Es kam zu einer Panik an den Bond- und im Umkehrschluss auch an den Aktienmärkten. Wie so häufig in der Vergangenheit könnte der Zeitpunkt, zu dem die Fed die Geldpolitik wieder restriktiver gestaltet, vielleicht durch den Markt und nicht durch die US-Notenbank vorgegeben werden. Aktuell ist in den Geldmarktsätzen die erste Zinserhöhung in den USA für Mitte 2023 eingepreist.

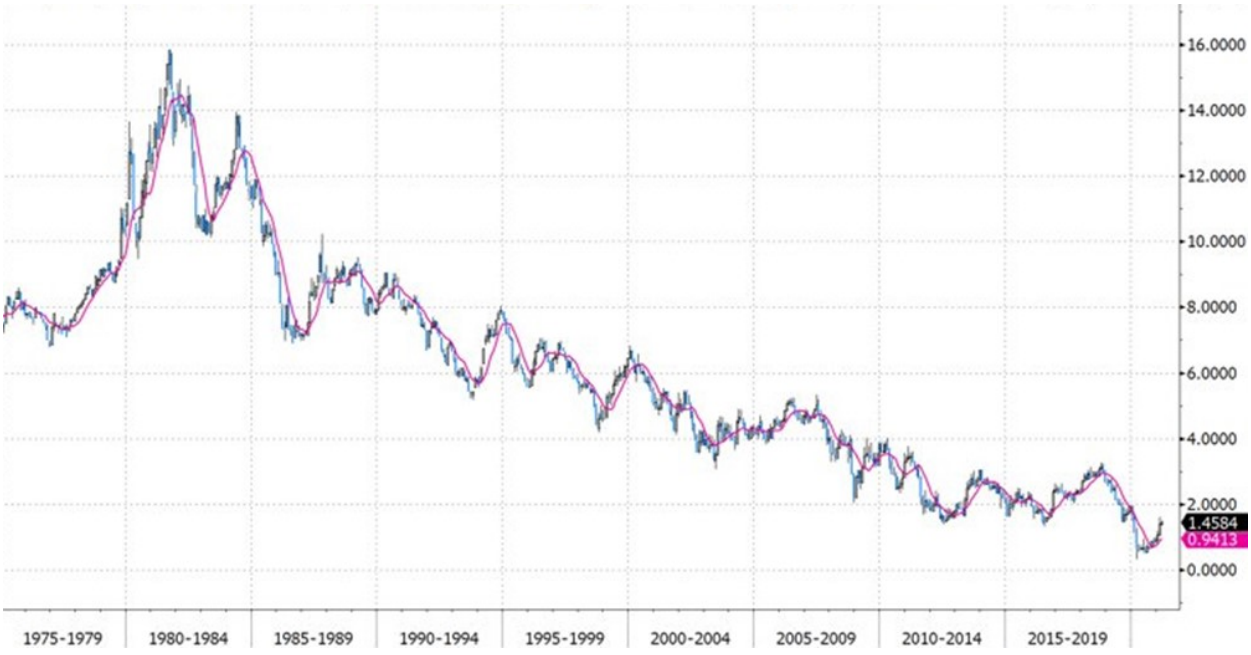
Kursverluste bei Anleihen mit langer Duration

Was bedeutet das für die Käufer von Anleihen? Welche Instrumente bieten ihnen Schutz, wenn die Inflationsraten weltweit weiter steigen?

Die Renditen der beiden weltweit wichtigsten internationalen Anleihen – US-Treasury-Bonds und Bundesanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren – haben sich mittlerweile recht dynamisch von ihren historischen Tiefpunkten 2020 entfernt. US-Treasuries handelten noch Anfang August 2020 bei 0,50 %, mittlerweile notieren sie bei über 1,50 %. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen markierte einen Tiefstand zu Beginn der Coronapandemie im März vergangenen Jahres bei -0,85 %. Ausgehend von einem Niveau bei -0,65 % Mitte Dezember stieg die Rendite mittlerweile auf -0,25 %.

Trendumkehr der Rendite für zehnjährige US-Treasuries?

Rendite zehnjähriger US-Treasuries seit 1975



Quelle: Bloomberg (Stand 04.3.2021)

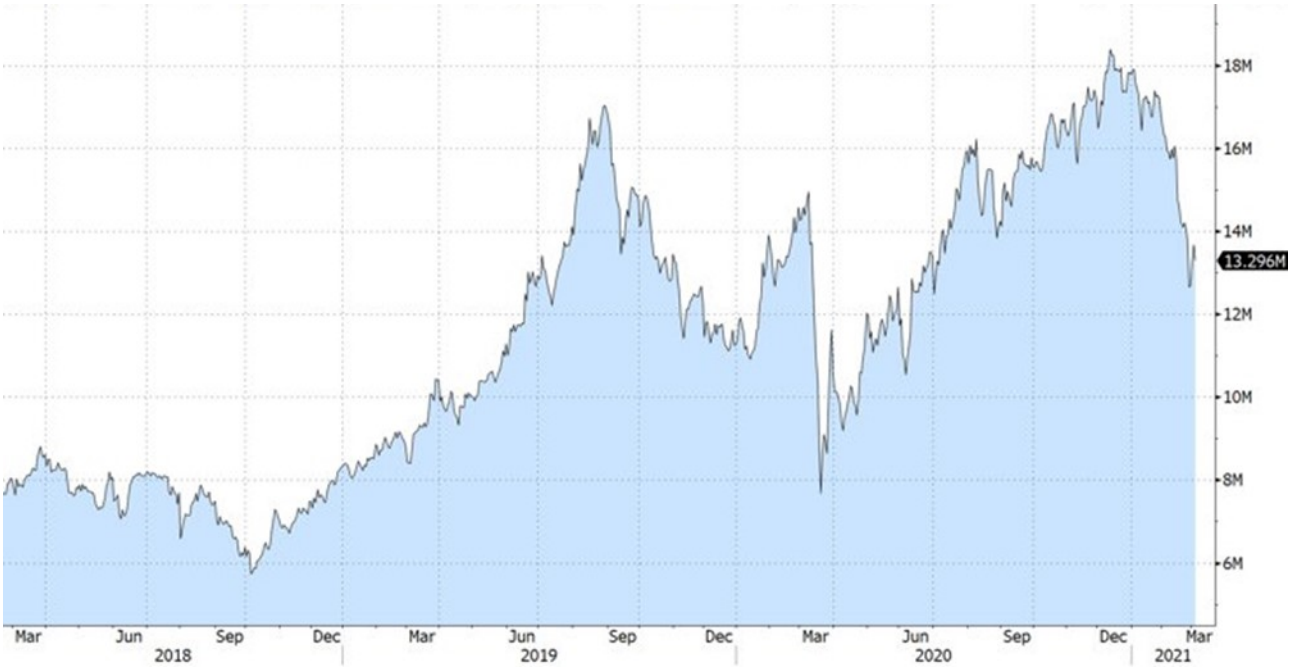
Seit Jahresbeginn ergibt sich für Staatsanleihen der G-10-Industrieländer ein Verlust von durchschnittlich 2,5 %, wobei insbesondere Anleihen mit langer Duration in einem Szenario wachsender Inflationsängste und steigender Renditen von stärkeren Kurseinbrüchen betroffen sind. Ein Beispiel sind österreichische Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit bis 2120: Sie verzeichneten von Mitte Dezember bis heute einen Kursverlust von über 30 %. Im US-Dollar-Segment gab die Notierung der Staatsanleihe von Mexiko mit Fälligkeit 2110 in den vergangenen sechs Wochen um 14 % nach. Institutionelle Anleger mit sehr langfristigen Beitragszusagen sind teilweise aufgrund regulatorischer Vorgaben dazu verpflichtet, Anleihen mit extrem langer Duration zu halten.

In anderen Segmenten des Bondmarktes haben sich die Spreads zu Staatsanleihen in den vergangenen Wochen trotz des generellen Renditeanstiegs noch nicht merklich ausgeweitet. Sollte sich der Renditeanstieg bei Government

-Bonds fortsetzen oder zu einer Kurskorrektur an den Aktienmärkten führen, könnte dies aber wieder zu einer Spread-Ausweitung generell für Unternehmens- oder speziell für High-Yield-Anleihen führen.

Die wichtigsten Zentralbanken der G-10-Staaten werden ihre expansive Geldpolitik wohl trotz weltweit steigender Inflationsraten solange fortsetzen, bis sich ihre Volkswirtschaften und vor allem die zugehörigen Arbeitsmärkte stärker von der Coronapandemie erholt haben. Am kurzen Ende dürften die Leitzinsen daher weiter auf extrem niedrigem Niveau verharren; bei längeren Fälligkeiten verlangen die Investoren bereits jetzt höhere Renditen. Dies führte mittlerweile zu insgesamt steileren Zinsstrukturkurven. Insgesamt wird der Markt durch die Anleihekäufe der Notenbanken weiter gestützt. Und aktuell rentieren noch immer Staatsanleihen im Gegenwert von insgesamt mehr als 13 Billionen USD im negativen Bereich.

US-Dollar-Volumen ausstehender Anleihen mit einer negativen Rendite (seit 1.3.2018)



Quelle: Bloomberg (Stand 04.03.2021)

Wie können sich institutionelle Investoren in ihrer strategischen Asset-Allokation positionieren?

Bei den großen institutionellen Anlegern mit einer breiten Streuung ihrer verschiedenen Asset-Klassen – speziell Pensionskassen, Versorgungswerken und Versicherungen – ist nicht erst seit dem Auftreten negativer Anleiherenditen Mitte 2016 ein Trend zur Reduzierung des Anleiheanteils erkennbar. Die Renditen für Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit waren zuletzt im April 2019 noch einmal kurzzeitig positiv. Seitdem **haben sich die traditionell als** besonders sicher eingestuften deutschen Bundesanleihen jedoch von einem risikolosen Zinspapier in Richtung zinsloses Risiko gedreht – und das gilt nicht nur für Bundeswertpapiere.

In den Portfolios institutioneller Anleger spiegelt sich die aggressive Geldpolitik der Zentralbanken leider auch in einer gestiegenen positiven Korrelation zwischen Aktien- und Anleihe-Engagements wider. Folglich leistet der zinstragende Portfolio-Anteil in Korrekturphasen an den Aktienmärkten weder den notwendigen Performance-Ausgleich, noch reduziert er die Gesamtvolatilität des Portfolios in gewohnter Art und Weise. Daher steht für viele institutionelle Investoren die Suche nach Anlagen im Vordergrund, die mit Blick auf die Risiken stabilisierend wirken.

Auf der Suche nach Alternativen haben Investoren in den vergangenen Jahren verstärkt in illiquide, alternative Anlagen investiert – also in Real Estate, Private Equity und Private Debt sowie in Infrastrukturprojekte.

Alternative Geldmarkt: Der Fonds „ART Metzler FX Protected Carry“ begrenzt die Durations-Risiken

Auf der liquiden Seite werden Anlagen gesucht, die von einer steigenden Inflation bzw. steigenden Renditen profitieren können. Inflationsgeschütze Anleihen bieten bei negativer Realrendite nur bedingt Renditepotenzial. Geldmarktanlagen in Hochzinswährungen bieten mehr, dafür sind die Drawdown-Risiken in Korrekturphasen höher.

Lassen sich generell Renditen vereinnahmen und gleichzeitig diese Drawdown-Risiken limitieren? Wir denken ja! Der Fonds „ART Metzler FX Protected Carry“ verfolgt diesen Ansatz. Er investiert in den Geldmärkten ausgesuchter Hochzinswährungen. Die Performance setzt sich aus dem Zinsvorteil (Carry) und der Währungsentwicklung zusammen. Im Gegensatz zu Investitionen in Lokalwährungsanleihen von Schwellenländern positioniert sich der Fonds über kurzlaufende Devisentermingeschäfte – in der Regel mit Laufzeiten von einem Monat – am kurzen Ende der Geldmarktkurve und schöpft so den Zinsvorteil ab. Per Ende Januar beispielsweise betrug dieser Zinsvorteil gegenüber Anlagen in Euro mit dem gleichen Tenor über 520 Basispunkte.

Die Vorteile der Positionierung im Geldmarkt liegen auf der Hand. Im Gegensatz zu Lokalwährungsanleihen entfällt nicht nur das Emittentenrisiko. Der wichtigste Vorteil bei global wieder steigenden Inflationsraten liegt vor allem in der sehr kurzen Duration der Anlage. Steigen die Zinsen der Emerging Markets schneller als die des US-Dollars oder in der Eurozone, kann der Fonds unmittelbar vom höheren Carry profitieren, da er sich im Ein-Monats-Turnus an das höhere Zinsniveau anpasst. Zudem zeichnete sich der Fonds in der Vergangenheit durch eine negative oder geringe Korrelation zum Trendverhalten der übergeordneten Anleihemärkte aus.

Steuerung durch quantitative mathematische Modelle ermöglicht schnelles Reagieren am Geldmarkt

Der Fonds „ART Metzler FX Protected Carry“ basiert auf rein quantitativen Modellen. Er ist frei von diskretionären Ansätzen oder anderen Einflussfaktoren. In den Hochzinswährungen kann der Fonds nur Long-Positionen eingehen. Die Zusammensetzung der Währungen, in die investiert wird, ist nicht statisch, sondern wird auf jährlicher Basis neu analysiert. Hier werden gegebenenfalls Währungen ausgewechselt, wenn die quantitativen Modelle alternative Valuten identifizieren, die zukünftig mehr Aufwertungspotenzial oder einen höheren Carry erwarten lassen. So wurden die beiden bisherigen Anlagewährungen indische Rupie und brasilianischer Real zum Jahresende durch den chinesischen Yuan und den südafrikanischen Rand ersetzt.

Der Fonds selektiert also nicht nach dem Gießkannenprinzip, sondern fokussiert sich auf wenige, stark trendlastige Währungen. Diese werden aktiv durch kontinuierlich laufende mathematische Modelle gesteuert. Daher kann der Fonds auch in Risk-off-Phasen, in denen die Volatilität rapide zunimmt und Emerging Markets in ihrer Gesamtheit häufig unter Druck geraten, sehr schnell die Positionierung reduzieren oder komplett abbauen. Somit ist der Fonds nicht an einem Index ausgerichtet und damit benchmarkfrei.

Die Glattstellung von Positionen ist am Devisenmarkt problemlos möglich. Denn der Währungsmarkt ist der Handelsplatz mit dem weltweit höchsten Umsatzvolumen und den geringsten Bid-Offer-Spreads. Es gibt daher klassischerweise keine Liquiditätsengpässe. Dies ist ein erheblicher Unterschied zu Lokalwährungsanleihen der Emerging Markets, die sich häufig mit der Benchmark von JP Morgan (EM-GBI-Indexfamilie) vergleichen. Im EM-Anleihemarkt trocknet die Marktliquidität in einem volatilen Umfeld sehr schnell aus, sodass Verkäufe von Anleihen nur mit hohen Preisabschlägen möglich sind.

Dagegen wechselt der ART Metzler Fonds in einem solchen Szenario in der Regel seine Positionierung und investiert in eine US-Dollar-Anlage, refinanziert aus dem Euro. Es handelt sich also um ein konsequentes Re-Balancing, und ein Cash-Lock wird vermieden. So hielt sich im vergangenen Jahr, in dem einige wichtige Schwellenländerwährungen zeitweise mehr als 30 % an Wert verloren, der Kursverlust des Fonds in Grenzen. 2020 trug zudem auch die starke Währungsaufwertung des Euro gegen den US-Dollar zur relativ schwachen Fondsperformance bei. Mittlerweile sind einige wichtige EM-Währungen auch auf Kaufkraftbasis gegenüber dem US-Dollar und dem Euro erheblich unterbewertet.

Emerging-Markets-Währungen im langfristigen Vergleich auf niedrigem Niveau

JPM Emerging Markets Currency Index (ab 2010)

Quelle: Bloomberg (Stand 04.03.2021)

Das Fondsvermögen des ART Metzler FX Protected Carry ist in Euro-Anleihen von Emittenten mit sehr guter Bonität (Rating von S&P: „A+“ oder besser) und Laufzeiten von ein bis drei Jahren sowie in Geldmarktpapieren investiert. Das Emittenten- wie auch das Durationsrisiko ist damit überschaubar; der Fonds profitiert sogar relativ schnell bei der Wiederanlage von steigenden Renditen.

ART Metzler FX Protected Carry – die Vorteile für institutionelle Investoren

- ✓ Bester Schutz gegen Volatilität in einem breiten Anlagenportfolio ist Diversifikation. Der Fonds ART Metzer FX Protected Carry diversifiziert Portfolios, indem sich der Fonds im Geldmarktbereich und dazu in verschiedenen Währungsregionen positioniert. Er eignet sich daher sehr gut als Alternative zu Anlagen im Fixed-Income-Bereich, da er dank der sehr kurzen Duration auch in einem Umfeld steigender Zinsen an Wert gewinnen kann.
- ✓ Der vereinnahmte Zinsvorteil von aktuell über 520 Basispunkten ist sehr attraktiv.
- ✓ Der Fonds ist auch eine Alternative für Investoren mit einer Affinität für Emerging Markets. Investitionen in Schwellenländer versprechen langfristig großes Wertpotenzial mit hohen Erträgen – dies umso mehr, nachdem in den vergangenen Jahren wichtige EM-Währungen stark abgewertet haben und eine Erholung zu erwarten ist.
- ✓ Bei Marktverwerfungen passt sich der Fonds sehr schnell an das Handelsumfeld an. Die quantitativen Modelle realisieren in der Regel sehr frühzeitig Trendbrüche und reagieren. Der Fonds investiert daher nicht statisch, sondern positioniert sich dynamisch und mit aktivem Risikomanagement für aktuelle Entwicklungen.
- ✓ Damit ist der Fonds auch gut positioniert, sollte es im Verlauf dieses oder nächsten Jahres zum gefürchteten „Taper Tandrum“ kommen.
- ✓ Der Fonds ist sehr liquide und lässt sich täglich veräußern.

ART Metzler FX Protected Carry – WKN: A2DHUF / ISIN: DE000A2DHUF0

METZLER

AGATHON CAPITAL
Ihr Investmentbegleiter

Disclaimer

Dieses unverbindliche Dokument ist eine Werbemitteilung der B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA **(Metzler)** und beruht auf allgemein zugänglichen Informationen, die Metzler grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Metzler hat die Informationen jedoch nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft und gibt hinsichtlich der Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen keinerlei Gewährleistungen oder Zusicherungen ab. Etwaige unrichtige oder unvollständige Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen begründen keine Haftung von Metzler, ihrer Anteilseigener sowie Angestellten für Schäden und sonstige Nachteile jedweder Art, die aus der Verteilung oder Verwendung dieses Dokuments entstehen oder damit im Zusammenhang stehen.

Dieses Dokument dient lediglich der Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Anlageinstrumenten dar. Dieses Dokument stellt auch keine individuelle/persönliche Anlageberatung oder Anlagestrategieempfehlung bzw. Anlageempfehlung dar und ist daher nicht auf die speziellen Investmentziele oder Bedürfnisse des Empfängers ausgerichtet. Bevor der Empfänger auf Grundlage der in diesem Dokument enthaltenen Informationen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände angemessen und geeignet ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investitionsentscheidungen gemäß seiner individuellen Finanzsituation und seinen Investitionszielen treffen. Der Empfänger muss bedenken, dass Performancedaten der Vergangenheit nicht als Indikation für die zukünftige Performance angesehen werden können und daher nicht als Entscheidungsgrundlage für Investitionen in Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente oder andere Anlageinstrumente herangezogen werden sollten.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Einschätzungen, und Prognosen über Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente bzw. andere Anlageinstrumente oder Emittenten gelten zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen verändern. Metzler ist nicht verpflichtet, dieses Dokument abzuändern, zu ergänzen oder auf den neuesten Stand zu bringen oder den Empfänger in anderer Weise darüber zu informieren, wenn sich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Einschätzungen, und Prognosen verändern oder später als falsch, unvollständig oder irreführend erwiesen haben sollten.

Dieses Dokument unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Frankfurt am Main, Deutschland.

Mit Entgegennahme dieses Dokuments erklärt sich der Empfänger mit den vorangehenden Bestimmungen einverstanden.

Vielfalt ist uns wichtig: Daher legen wir Wert darauf und betonen ausdrücklich, dass wir mit unseren Informationen alle Menschen gleichberechtigt ansprechen. Wenn wir im Text männliche Bezeichnungen für Menschen und Positionen verwenden, dient das allein dazu, den Lesefluss für Sie zu vereinfachen.