



RENTENMONITOR

2. August 2021

Thema dieser Ausgabe:

- EZB – Erkenntnisse zur überarbeiteten Geldpolitik
- Unternehmensanleihen – Teuer, aber gut

EZB: Neue geldpolitische Strategie

Die EZB hat im vergangenen Jahr einen Prozess der Überarbeitung ihrer geldpolitischen Strategie begonnen, der bislang zu einigen nennenswerten Anpassungen geführt hat: Zum einen wurde das Inflationsziel konkretisiert. Dieses liegt nun bei exakt 2% und nicht mehr bei „nahe, aber unter 2%“. Hierdurch ist die Unsicherheit darüber, wann die EZB bei einer Annäherung oder gar Überschreitung der 2%-Marke aktiv werden muss, verringert worden. Daneben hat sich durch das neue symmetrische Inflationsziel die Akzeptanz höherer Inflationsraten verändert. Ein Überschießen der 2%-Marke wird zukünftig toleriert, bzw. es wird hier im gleichem Maße wie bei zu geringen Inflationsraten gegengesteuert. Auch die Fristigkeit der Inflationsbetrachtung wurde konkretisiert. Das Inflationsziel soll innerhalb des gesamten Prognosezeitraums (derzeit bis zum Jahr 2023) erreicht werden.

Folgerungen aus der neuen Strategie

Welche Schlussfolgerungen lassen sich aus den oben erwähnten Anpassungen ziehen? Als Fazit sicherlich: „Die Renditen bleiben tief, eine Anpassung der EZB-Politik ist nicht in Sicht.“ Konkret lässt sich dies an der Inflationsprognose festmachen. Diese erreicht auch zum Ende des derzeitigen Prognosezeitraums nur 1,4%. Folglich wird die Geldpolitik der EZB expansiv bleiben. Interessant ist

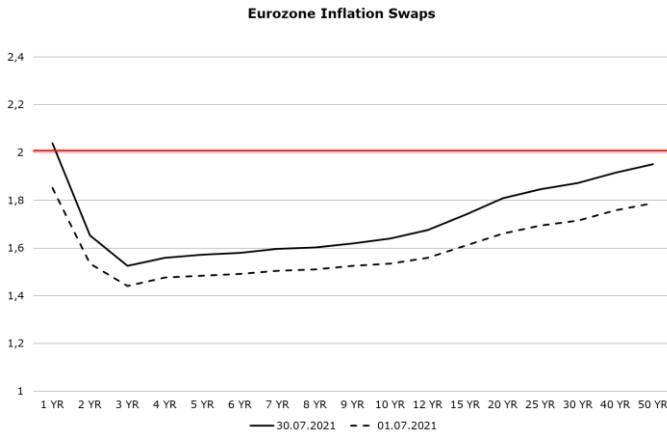
in diesem Zusammenhang die Aussage von EZB-Präsidentin Christine Lagarde, dass die in den vergangenen Jahren eingeführten „unkonventionellen“ Maßnahmen in den „normalen“ Werkzeugkasten überführt werden. Damit sind Ankaufprogramme, LTRO's („Long-term Refinancing Operations“) und Negativzinsen auch über geldpolitische Notfallmaßnahmen hinaus einsetzbar.

Ebenso werden die Risikoaufschläge für Staatsanleihen in der Eurozone von der EZB weiterhin maßgeblich beeinflusst werden. Mit dem Argument, dass mit der Geldpolitik nur dann eine Steuerung über alle Länder gleichermaßen möglich ist, wenn die Risikoaufschläge nicht zu weit auseinanderlaufen, sind die Ankaufprogramme ein Teil der normalen geldpolitischen Steuerung geworden.

Konkret lässt sich hieraus ableiten, dass die Ankaufprogramme und sonstigen expansiven Maßnahmen verlängert werden. Auch wenn das PEPP-Programm (Pandemic Emergency Purchase Programme) schon aufgrund seines Namens auslaufen wird, werden die Anleihekäufe voraussichtlich in einer anderen Form fortgesetzt. Aussagen hierzu sind für die September-Sitzung des EZB-Rates zu erwarten, in der darüber hinaus wieder aktualisierte Projektionen vorgestellt werden.

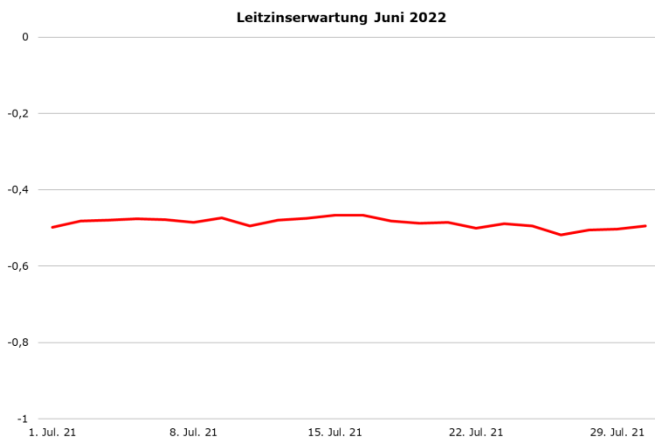
Marktreaktionen

Trotz der in der Sache deutlichen Änderungen sind die Marktreaktionen eher verhalten gewesen. Betrachtet man die am Markt gehandelten Inflationserwartungen, so fällt auf, dass sich einerseits die Erwartungen kaum geändert haben und darüber hinaus weiterhin die Annahme dominiert, dass die EZB die 2%-Marke mittelfristig kaum erreichen wird.



Quelle: Bloomberg

Auch die aus dem Markt abgeleitete Erwartung für die zukünftigen Leitzinsen zeigt kaum eine Reaktion. Am Beispiel der erwarteten Leitzinsen für den Monat Juni 2022 wird dies verdeutlicht.

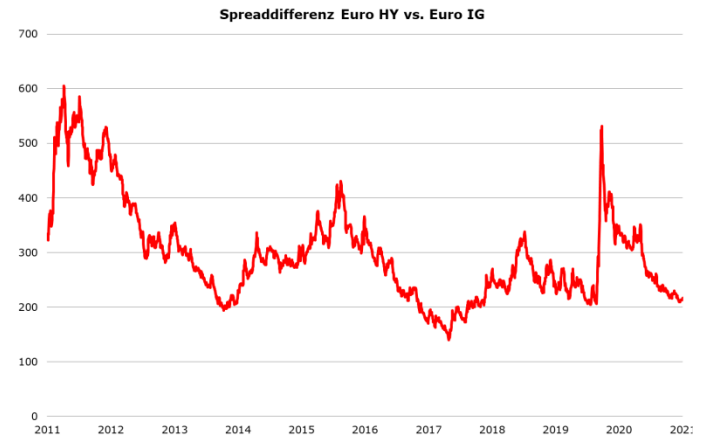


Quelle: Bloomberg

Spürbar gefallen sind hingegen die Renditen für 10-jährige Bundesanleihen. Dieser Rückgang kann jedoch auch in der gestiegenen Risikoaversion im Zuge der Ausbreitung der Delta-Variante des Corona-Virus begründet sein. Diese führte zu einem Anstieg der Nachfrage nach Bunds als „sicheren Hafen“. Wir erwarten, dass dieser Effekt nur temporärer Natur ist.

Einfluß auf Unternehmensanleihen

In diesem Umfeld von sowohl niedrigen Renditen als auch anhaltenden Kaufprogrammen sollten die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen weiterhin niedrig bleiben, bzw. weiter sinken. Denn auch wenn diese Risikoaufschläge, gemessen an der Differenz zwischen High-Yield und Investment-Grade Anleihen, auf historisch niedrigen Niveaus handeln, so ist das Level durchaus fundamental gerechtfertigt.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Denn die Ausfallraten bei Unternehmensanleihen sind im Vergleich zum Vorjahr deutlich gefallen und lagen nach einer Moodys Studie im Juni 2021 mit nur zwei Ausfällen aller weltweit von Moodys betrachteter Unternehmen auf einem 3-Jahres Tief. (Zum Vergleich: Im Juni 2020 hatte dieser Wert noch bei 29 Ausfällen gelegen.) Aktuell wurden im gesamten ersten Halbjahr 2021 nur 28 Ausfälle verzeichnet. Speziell im High-Yield Segment waren die Ausfälle in den USA in 2020 dramatisch angestiegen, sind im aktuellen Jahr aber ebenso deutlich gesunken. In Europa war die Situation in 2020 nicht so extrem, daher war auch der Rückgang nur marginal. Hier werden die Ausfallraten die langjährigen Durchschnitte in diesem Jahr wahrscheinlich unterschreiten.

Fazit

Unternehmensanleihen und Staatsanleihen der Peripherie werden weiterhin durch die EZB unterstützt. Im Fall der Unternehmensanleihen wird der Rückgang der Risikoaufschläge auch fundamental gestützt. Auch wenn die Risikoaufschläge schon auf niedrigen Niveaus handeln, sollte die Kombination aus den fortgesetzten Ankäufen der EZB und niedrigen Ausfallraten dafür

sorgen, dass die Investment-Grade Unternehmensanleihen auf Indexebene auch von den jetzigen Niveaus eine knapp positive Performance erzielen werden. Durch aktives Management und die Beimischung von High-Yield- und Nachranganleihen ist auch in defensiv ausgerichteten Mandaten eine zusätzliche Wertsteigerung von bis zu 1% bis Jahresende erreichbar. Unternehmensanleihen bleiben damit die attraktivste Assetklasse im Anleihesegment.

Rentenbarometer

| | Aktuelle Positionierung |
|---------------------------------|--|
| Duration | neutral |
| Länderallokation Staatsanleihen | Peripherie profitiert von EZB-Käufen |
| Kurve | neutral |
| Pfandbriefe/Covered Bonds | untergewichten - kein Rendite-Pickup zu Staatsanleihen |
| IG Unternehmensanleihen | übergewichten gegenüber Staatsanleihen |
| High Yield Unternehmensanl. | übergewichten - BB-Bereich interessant |
| Financials | neutral |
| Nachranganleihen | interessante Opportunitäten |
| Schwellenländeranleihen | Positive konjunkturelle Aussichten bieten Potenzial |

Wichtige Daten in den nächsten Wochen

- 02.08. D: Einzelhandelsumsätze
- 02.08. USA: Einkaufsmanagerindex
- 03.08. USA: Durable Goods Orders
- 04.08. USA: Hypothekenanträge
- 05.08. D: Industriefaufträge
- 05.08. USA: Erstanträge auf Arbeitslosigkeit
- 06.08. D: Industrieproduktion
- 06.08. USA: Industrieproduktion, Stellenaufbau verarb. Gewerbe, Arbeitslosenquote
- 10.08. D: ZEW-Index
- 11.08. D: Inflationsdaten
- 11.08. USA: Hypothekenanträge
- 12.08. USA: Erstanträge auf Arbeitslosigkeit
- 13.08. USA: University of Michigan Sentimentindex
- 17.08. Eurozone: GDP Q2
- 17.08. USA: Einzelhandelsumsätze, Industrieproduktion
- 18.08. Eurozone: Inflationsdaten

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Nils Essmann
+49 40 3282-2135
nessmann@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.