



Zeitenwende

Q4 2023

TOBAM 
CORE INVESTMENTS

TELOS GmbH



In dichter Taktung und großen Schritten haben die Notenbanken die Zinsen angehoben. Nun könnte entweder ein Hochplateau erreicht sein – oder ein Abstieg anstehen. Diese Frage spaltet die Investmentwelt.

Zeitenwende

Am **Anleihenmarkt** formt sich eine seltene Konstellation: Die inverse Zinskurve eröffnet ungewöhnliche Investmentchancen. Doch das Fenster, diese Formation zu nutzen, könnte sich schließen.

Der 21. Juli 2022 markierte einen Umbruch. An diesem Tag entschied die Europäische Zentralbank (EZB), erstmals seit elf Jahren die Leitzinsen für die Eurozone anzuheben. Ein Jahr und fast zwei Monate später, am 14. September 2023, folgte womöglich die nächste Zäsur. Die Währungshüter beschlossen die zehnte Erhöhung der Leitzätze. Es ist gut möglich, dass dies der letzte Schritt im Zinszyklus war. Zumindest beendete die EZB eine Hängepartie für die Marktteilnehmer, die vor der Ratssitzung über den weiteren Kurs der Notenbank gerätselt hatten.

Am Anleihenmarkt stehen damit möglicherweise erneut Verschiebungen an. Denn die zügig aufeinanderfolgenden, markanten Zinsschritte hatten im vergangenen Jahr die Renditen ansteigen und die Kurse einbrechen lassen. Es kam zu einem historischen Bond-Crash. Zudem ist eine Anomalie am Rentenmarkt aufgetreten: Die Zinsstrukturkurve hat eine deutlich inverse Form angenommen. Die Zinsen für län-

gerfristige Kredite sind damit niedriger als für kurzfristige Ausleihungen. Die Aussicht auf wieder sinkende Leitzätze könnte andere Verhältnisse schaffen.

Die außergewöhnliche Konstellation der Zinsstruktur beschert Renteninvestoren

»Anleger haben noch bis Jahresende Zeit, um am Rentenmarkt auf Trüffelsuche zu gehen.«

Marko Behring,
Fürst Fugger Privatbank

eine nahezu einmalige Gelegenheit: Das Risiko längerfristiger Darlehen wird schlechter vergütet als die kurzfristige Kreditvergabe. „Die inverse Zinskurve eröffnet lukrative Chancen“, sagt Axel Cabrol, Leiter des Anleihenbereichs bei der französischen Investmentboutique Tobam. „Die Zinskur-

ve sagt uns, dass wir kein Durationsrisiko eingehen sollten“, ergänzt Cabrol und folgert: „Wir mögen das kurze Ende des Bondmarktes.“

Ganz ähnlich sieht das Marko Behring, Leiter Asset Management der Fürst Fugger Privatbank: „Angesichts des Zinsniveaus sollten Anleger die Gelegenheit am Rentenmarkt nutzen, bevor die Zentralbanken die Kehrtwende vollziehen und die Zinsen wieder senken.“ Je nach Laufzeit böten Unternehmen mit guten Bonitätsnoten Renditen von bis zu vier Prozent, und selbst bei deutschen Staatsanleihen seien drei Prozent und mehr möglich (siehe auch die Charts auf der folgenden Seite).

Kurzläufer bevorzugt

Behring mahnt zur Eile. Investoren sollten die aktuelle Situation nutzen, da sich das Zeitfenster in einigen Monaten schließen dürfte. „Die Anleger haben noch bis Jahresende Zeit, um am Rentenmarkt auf Trüffelsuche zu gehen“, drängt Behring. Danach könnte angesichts der sich zusehends eintrübenden Konjunkturlage die Diskussion um Leitzinssenkungen an Vehemenz gewinnen.

Die Analysten des Blackrock Investment Institute ziehen sogar kurzlaufende US-

Staatsanleihen den Bonds gut bewerteter Unternehmen des gesamten Laufzeitspektrums vor. Die Renditen beider Segmente rangieren praktisch auf dem gleichem Niveau – eine seit den 1990er-Jahren nicht mehr beobachtete Konstellation. „Wir sind der Meinung, dass qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen nur einen begrenzten Ausgleich für mögliche Einbußen durch höhere Renditeaufschläge und die größere Anfälligkeit für Zinsschwankungen bieten“, meint Jean Boivin, Leiter des Investmentinstituts des US-amerikanischen Fondsriesen.

Solide Bilanzen

Tobam-Fondsmanager Cabrol wiederum erkennt im Hochzinsmarkt gute Aussichten auf lohnende Fundstücke. „Die Bilanzen der Unternehmen sind solide“, argumentiert Cabrol. „Die meisten Branchen weisen eine gesunde Liquiditätsausstattung auf.“ Allenfalls einige besonders schwache Emittenten würden mit einem erhöhten Risiko aufwarten. Der Großteil des Marktes könne die oftmals anstehenden Refinanzierungen und die damit einhergehende höhere Zinslast jedoch stemmen.

Andere Marktbeobachter beurteilen das Umfeld skeptischer. So gehen die Volks-



»Wir mögen das kurze Ende des Bondmarktes.«

Axel Cabrol, Tobam

wirte des Investmenthauses Bantleon mit Stammsitz in Hannover von einem markanten Konjunkturrückgang aus – sowohl im Euroraum wie auch in den USA. „Die zunehmende wirtschaftliche Verunsicherung wird eine Flucht in die sicheren Häfen auslösen“, meint Bantleon-Chefvolkswirt Daniel Hartmann. Dies stellt für

gewöhnlich kein gutes Umfeld für Gewinne bei Hochzinsanleihen dar. Vielmehr weiten sich die Renditeaufschläge zu als sicher geltenden Staatsanleihen aus.

Die Volkswirte aus Hannover gehen angesichts rückläufiger Teuerungsraten und einer Rezession davon aus, dass bald eine Debatte über Zinssenkungen aufflammt. Das Team um Hartmann rechnet damit, dass die Renditen von US-Staats- sowie deutschen Bundesanleihen im nächsten Jahr sinken und entsprechend eine gute Performance abliefern werden.

Besser streuen

Peter Lechner, Anleihenportfoliomanager bei DJE Kapital aus Pullach bei München, erwartet dagegen eine anhaltend erhöhte Inflation. Dementsprechend geht er erst später von Zinssenkungen aus. Erst mittelfristig werde es den Notenbanken gelingen, die Inflation zu zügeln. Sein Haus erachte länger laufende Titel als „zunehmend attraktiver“, so Lechner. Selbst der Kurzläufer-Verfechter Cabrol von Tobam betont: „Wenn man sich zu sehr auf das kurze Ende konzentriert, kann man nicht genug diversifizieren. Und die einzige Möglichkeit, Risiken zu verringern, ist die Diversifikation.“

SEBASTIAN ERTINGER **FP**

