

Rentenmärkte im Zeichen der ‚Normalisierungspolitik‘

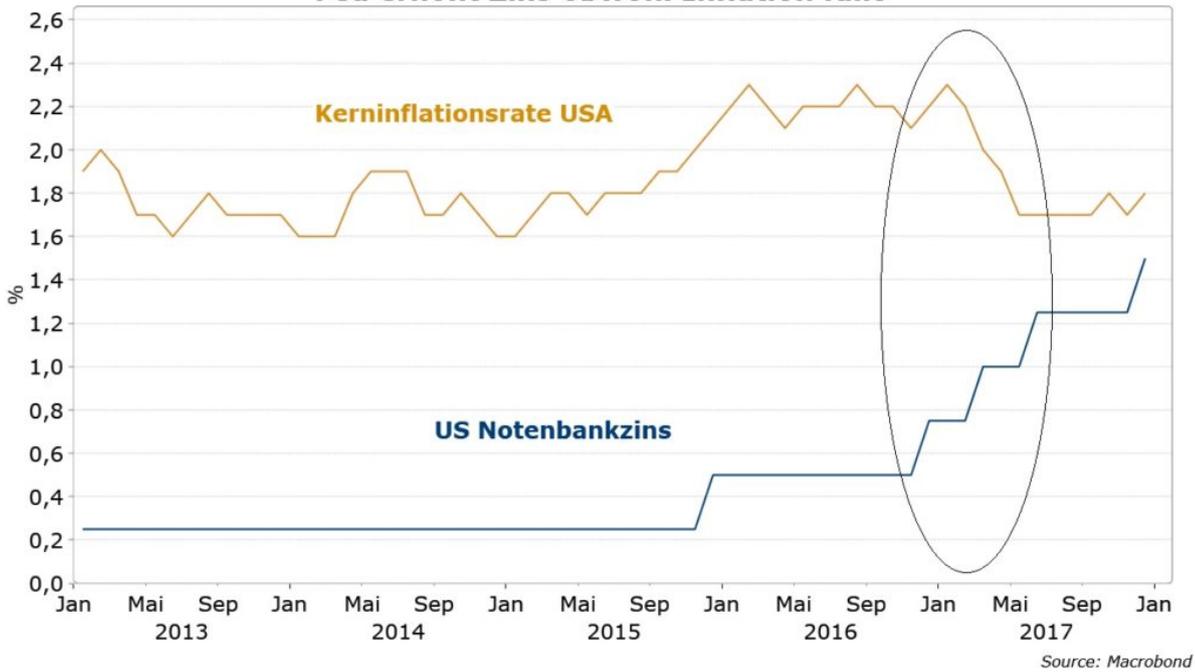
Die Rentenmärkte sollten in 2018 von den Bemühungen der ‚großen‘ Zentralbanken um eine (weitere) Normalisierung der Geldpolitik gekennzeichnet sein. Trotz unverändert niedriger Inflation wird die Geldpolitik weniger expansiv werden. Die US-Fed sollte im März eine weitere Zinserhöhung vornehmen, aber auch die EZB wird im ersten Halbjahr signalisieren, dass sie die Normalisierung der Geldpolitik ab Herbst beschleunigen wird. Selbst für Japan erwarten wir, dass die BoJ ab dem Frühjahr Signale für den Einstieg in den Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik sendet. Der Ausblick für Bunds ist wenig vielversprechend, etwas günstiger sind periphere Bonds und US Treasuries zu bewerten.

€ Investment Grade-Unternehmensanleihen sind ebenfalls sehr teuer und wenig attraktiv, wir gewichten Anleihen mit tieferen Ratings (High Yield) innerhalb der Credit Märkte über.

Hinsichtlich des Ausblicks für die Notenbankpolitik deutet einiges darauf hin, dass 2018 ganz im Bemühen um eine (weitere) Normalisierung der Geldpolitik stehen wird. Bemerkenswert ist, dass die unverändert niedrige Inflation die Notenbanken von diesen Bemühungen offenbar nicht abhalten - zumindest solange die Wachstumsperspektive so günstig wie derzeit bleibt. Aus der EZB gibt es Hinweise, die Kommunikation könnte in der ersten Jahreshälfte in diesem Sinne geändert werden und so die Märkte auf ein Ende der Anleihekäufe ab dem 4. Quartal vorbereitet werden. Gleichzeitig hat die EZB aber auch betont, dass die Abfolge der Normalisierungspolitik unverändert bleibt und Zinserhöhungen erst nach Ende der Anleihekäufe zu erwarten sind. Somit ist die aktuelle Markterwartung einer ersten Zinserhöhung im 1. Quartal 2019 recht realistisch, allerdings sind für die folgenden 12 Monate lediglich weitere 25bp Zinserhöhungen eingepreist - für unseren Geschmack deutlich zu wenig.

In den USA müssen wir zur Kenntnis nehmen, dass die Fed trotz der niedrigen Inflation ihren ‚Normalisierungskurs‘ unbeirrt fortsetzt. Im März ist eine weitere Zinserhöhung sehr wahrscheinlich. Vor dem Hintergrund der guten Konjunktur sowie der Veränderungen in der Besetzung der Fed (im Zuge der jährlichen Rotation verlieren mit Charles Evans und Neel Kashkari zwei ‚Tauben‘ ihr Stimmrecht im FOMC) ist die Markterwartung von drei Zinserhöhungen im Jahre 2018 kaum zu pessimistisch.

Fed erhöht Zins obwohl Inflation fällt



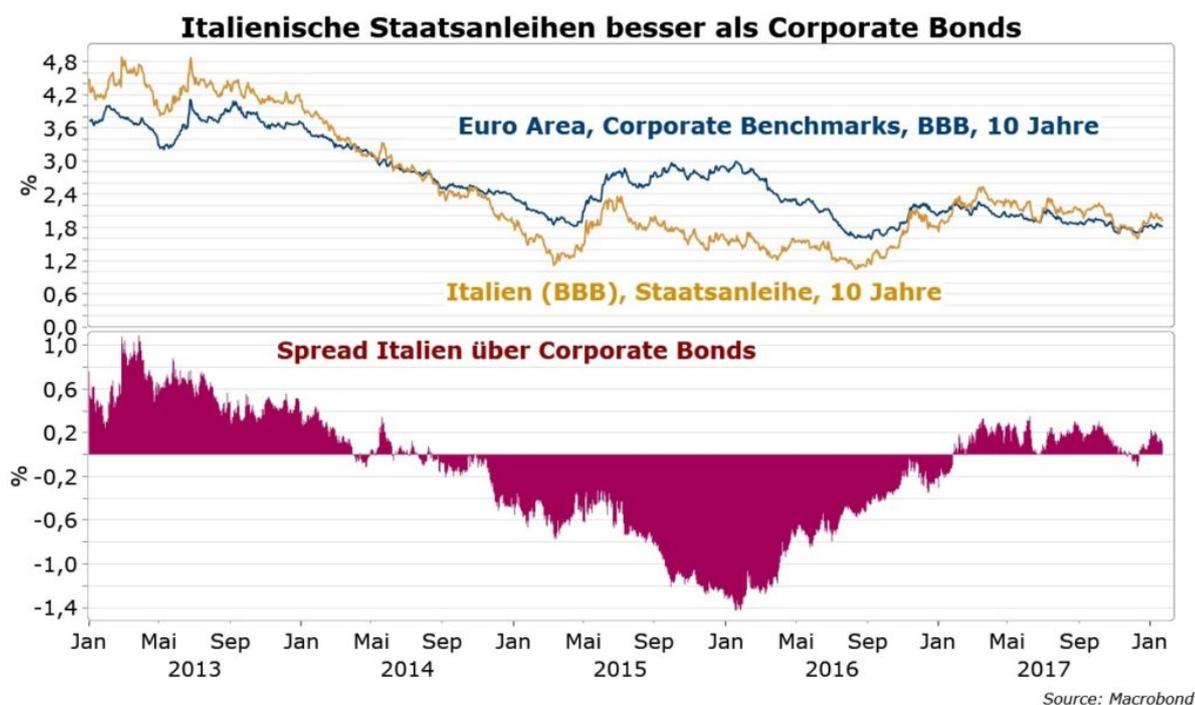
Selbst für Japan erwarten wir, dass die BoJ ab dem Frühjahr Signale für den Einstieg in den Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik senden wird.

Das beschriebene Umfeld erfordert insbesondere für Bunds in den nächsten Monaten eine defensive Investitionsstrategie. Zwar wird auch nach dem Ende von QE allein durch die Reinvestitionen der Bundesbank Nachfrage in Höhe von ca. € 6 Mrd. pro Monat nach Bunds entstehen, dennoch sollte die beschriebene ‚Normalisierungsperspektive‘ gerade den 5-jährigen Laufzeitenbereich belasten. Negative Renditen sollten hier spätestens bis zum Ende der Jahres der Vergangenheit angehören. Zudem macht der nicht vorhandene Carry- und Roll-Down Bunds als Investments unattraktiv.

Für US Treasuries ist die Situation hingegen anders zu bewerten. Zwar ist die US Notenbank wie beschrieben im Markt wohl auch kaum ‚overpriced‘ allerdings weisen 5-jährige US Treasuries mit fast 2,5% Rendite und einer sehr steilen Zinsstrukturkurve (d.h. einem attraktiven Roll-Down) einen Ertrag auf ein Jahr (bei unverändertem Renditeniveau) von über 3% auf.

Für die Staatsanleihemärkte der Euro-Peripherie ist das Bild ebenfalls günstiger als für Bunds. Auf der negativen Seite gilt zwar auch hier, dass ein Ausstieg der EZB aus den Anleihekäufen diese Märkte belasten sollte. Solange aber das Wachstum in der Peripherie intakt bleibt, sollten sich die Spreads ggü. Bundesanleihen nicht ausweiten sondern einengen. Diese befinden sich noch immer mit fast 1,5% auf recht hohem Niveau; zudem ist die Zinsstrukturkurve in Italien unverändert ab der 5-jährigen Laufzeit sehr steil und weist einen attraktiven Roll-Down auf. Wir halten somit unverändert Positionen in peripheren Anleihen – hier sind sowohl moderate Long-Duration-Positionen sowie Spreadeinengungspositionen ggü. Bunds attraktiv.

Die relative Attraktivität der peripheren Staatsanleihen lässt sich auch ggü. Unternehmensanleihen zeigen. Betrachtet man z.B. 10-jährige italienische Staatsanleihen und 10-jährige Euro-Corporate Bonds mit identischem Rating (BBB), zeigen italienische Staatsanleihen derzeit einen Renditevorteil von ca. 20Bp. Ein vergleichbar hoher Renditevorteil war zuletzt 2013/2014 gegeben, noch bevor die EZB mit ihrem QE-Programm begann.



Diese Betrachtung zeigt auch, wie gerade Investment Grade Corporate Bonds seit Anfang 2016 sehr teuer geworden sind. Solange das konjunkturelle Umfeld robust bleibt und die EZB gleichzeitig eine übermäßige Straffung der Geldpolitik vermeidet, ist allerdings auch die Gefahr einer signifikanten Spreadausweitung recht gering. Dennoch gilt es auch bei Corporate Bonds, den Carry und Roll-Down zu optimieren, d.h. tiefere Ratingsegmente sind vorzuziehen. Insofern bevorzugen wir innerhalb der Credit Allokation High Yield-Anleihen ggü. Investment-Grade Bonds. Sektorseitig sind u.E. weiterhin Financials attraktiv. Diese profitieren von den gesunkenen systemischen Risiken in der Eurozone sowie von der Aussicht auf ein mögliches Ende der Negativzinspolitik.

MainSky AG
Reuterweg 49
D-60323 Frankfurt am Main

Telefon: 069 - 150 49 680-0
Telefax: 069 - 150 49 680-29
E-Mail: info@mainsky.de