
*«Die globale
 Geldpolitik negiert
 aktuell eine
 schnelle Rückkehr
 der Quick-Fix & Buy
 The Dip Policy»*

Robert Koch, CIO

Executive Summary

- **Zentralbanken: Bekämpfung der Inflation bleibt vorrangiges Ziel**
- **Kredit: Wie lange bleibt günstig eigentlich günstig?**
- **ESG: Auswirkungen von Atom und Gas in die EU-Taxonomie**

Global Monetary Policy vs. MSCI World

of central banks with an increasing policy rate change within the last 12 months

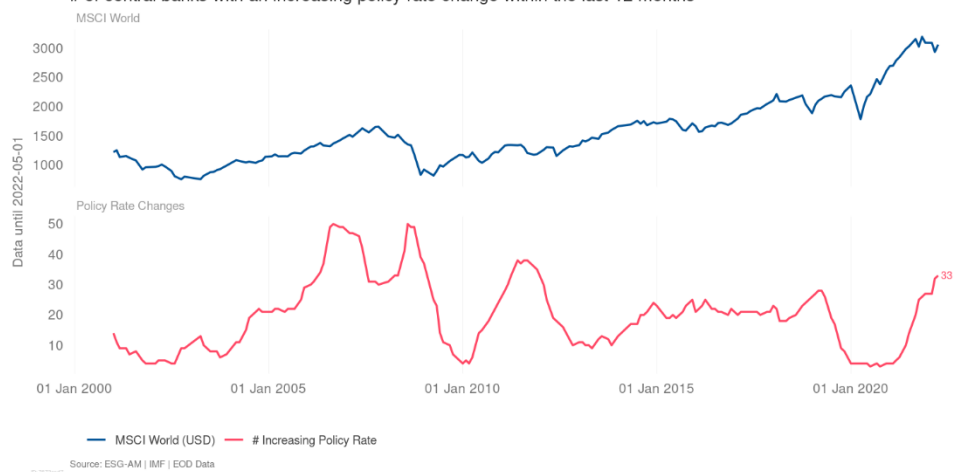


Chart 1: Global Monetary Policy

Angesichts der steigenden globalen Inflationszahlen reagieren Zentralbanken mit einer zunehmend restriktiveren Geldpolitik. Innerhalb der letzten 12 Monate haben insgesamt 33 Zentralbanken ihren Leitzinssatz angehoben (Chart 1). Stand Mai 2022. Das zeigt, dass die meisten Zentralbanken ihr Mandat der Preisstabilität durchaus ernst nehmen, auch wenn damit ein Abrutschen in eine Rezession riskiert wird.

Historisch betrachtet, führten sowohl längere Phasen des globalen Liquiditätsentzug als auch der danach folgende Übergang zu einer lockeren Geldpolitik zu länger anhaltender Volatilität an den Märkten. Während am Anfang eines Zinserhöhungszyklus vorrangig überbewertete Unternehmen am stärksten abgestraft werden, sind es gegen Ende Rezessionsängste, die den Gesamtmarkt belasten.

Auch wenn wir in diesem Zyklus bereits weit fortgeschritten sind, wird die globale Geldpolitik mittelfristig ein zentraler Belastungsfaktor bleiben. Allen voran, negiert dies aber auch eine schnelle Rückkehr der «Quick-Fix & Buy The Dip Policy», wo durch expansive Geldpolitik sich scheinbar alle Probleme in Luft aufgelöst haben. In solch einem Umfeld rückt der Fokus zunehmend weg von schnellen Kursgewinnen hin zu attraktivem Carry.

Kredit: Wie lange bleibt günstig eigentlich günstig?

Die Risikoprämien von Unternehmensanleihen sind dieses Jahr das erste Mal seit der Corona Krise wieder deutlich angestiegen. Aktuell erhalten Investoren bei einem Investment in globale hochverzinsliche Anleihen¹⁾ einen Risikoaufschlag von 648 Basispunkten, was einer jährlichen Verzinsung von ca. 9% in USD entspricht.

Ein Anstieg der Risikoprämien ist immer ein zweischneidiges Schwert. Einerseits lockt die hohe Verzinsung, andererseits erscheint ein Abwarten in solch einer Situation ebenfalls als durchaus reizvoll. Was dabei gerne vergessen wird ist, dass Kreditmärkte beispielsweise im Vergleich zu Aktien ein asymmetrisches Auszahlungsprofil aufweisen. Ab einem gewissen Punkt wird durch die hohe tägliche Verzinsung und durch den Roll-Down Effekt ein Investment zunehmend attraktiv. Insbesondere, wenn man die realen Zinssätze auf den Tagesgeldkonten oder die Opportunitätskosten für das Halten anderer risikobehafteter Anlageklassen in dieser Zeit berücksichtigt. Erschwerend kommt hinzu, dass es sehr schwierig ist den optimalen Einstiegszeitpunkt bei Risikoprämien zu timen.

How Many Days Credit Spreads Stayed Above A Certain Threshold

ICE Bofa US High Yield Credit Spreads (H0A0)



Source: ESG-AM & ICE (from 1996-12-31 until 2022-07-07)

Chart 2: Average days of credit spreads above threshold

Um die Frage dennoch zu beantworten, wie lange günstig eigentlich im Durchschnitt günstig bleibt, lohnt es sich die historischen Risikoaufschläge von hochverzinslichen Wertpapieren genauer anzusehen. Am Chart 2 erkennt man am Beispiel von amerikanischen Hochzinsanleihen²⁾, dass abgesehen von den schweren Rezessionen im Jahr 2000 und 2008, stärkere Ausschläge nur selten langfristig auf hohen Niveaus notierten. Beispielsweise kam es in der Vergangenheit nur 7x vor, dass Risikoaufschläge von amerikanischen Hochzinsanleihen über 1000 Basispunkte geschlossen haben. Zwar notierten diese im Jahr 2008 insgesamt 257 Tage über diesen Schwellenwert, aber im Durchschnitt hatten Investoren lediglich 49.7 Handelstage Zeit diese attraktiven Risikoaufschläge einzuloggen.

Aktuell rentiert der Risikoaufschlag von amerikanischen Hochzinsanleihen bei 544 Basispunkten. Somit liegt der nächste Schwellenwert 600 Basispunkten, welcher seit 1997 nur 31x überschritten wurde. Mit durchschnittlich 93 Handelstagen, war die Verweildauer ebenfalls überschaubar. Insbesondere, wenn man bedenkt, dass die 2 schweren Rezessionen im Jahr 2000 mit 1083 Tagen und im Jahr 2008 mit 737 Tagen den Durchschnitt deutlich in die Länge gezogen haben. Ohne diese 2 Events betrug der Durchschnitt nur 36.7 Handelstage.

Auch wenn eine weitere Ausweitung der Risikoaufschläge nicht ausgeschlossen werden kann, werden Kreditmärkte aufgrund des hohen Carry zunehmend attraktiv. Wer davon profitieren will, sollte im aktuellen Umfeld über einen schrittweisen Aufbau nachdenken. Dies ermöglicht einen sanften Einstieg, um vom aktuellen hohen Carry zu profitieren, wobei zusätzlich etwaige Spread Spitzen gezielt für Zukäufe genutzt werden können. Insgesamt sind wir auf einem Horizon von 12 bis 18 Monaten positiv für die Anlageklasse «Credit».

¹⁾ ICE BofA Global High Yield Index (HW00) per 14.07.2022 | ²⁾ ICE BofA Global US Yield Index (H0A0)

ESG: Auswirkungen von Atom und Gas in die EU-Taxonomie

Das EU-Parlament hat für die Aufnahme von Atom und Gas in die EU-Taxonomie gestimmt. Das finale Votum im Europaparlament, für die von der Europäischen Kommission vorgelegte Aufnahme von Atom und Gas in die Taxonomie zu stimmen, hat zu kritischen Kommentaren auch von wirtschaftsnahen Medien oder Verbänden geführt: Das Handelsblatt prangert an: Gemogelt: Atom und Gas sind plötzlich «grün». Der deutsche Fondsverband kritisiert die fehlende wissenschaftliche Grundlage dieser Entscheidung.

Auch wenn der Europäische Rat sich noch gegen den ergänzenden Delegierten Rechtsakt aussprechen kann sowie Länder wie Österreich und Luxemburg und einige NGOs Klagen ankündigen, sieht es danach aus, dass Atom- und Gaskraftwerke als „nachhaltige wirtschaftliche Tätigkeiten nach EU-Taxonomie“ eingestuft werden.

Welche Auswirkungen hat die Entscheidung?

Durch zusätzliche Anforderungen «technical screening criteria» wird zumindest nicht jedes neue Atom- und Gas-Kraftwerk als Taxonomie-konform eingestuft. Bei AKWs muss bis 2050 ein Plan für eine Entsorgungseinrichtungen vorliegen, bei Gaskraftwerken gelten CO₂-Schwellenwerte und Anforderungen nach erneuerbarer bzw. kohlenstoffarmer Brennstoffen. Angesichts der drohenden Versorgungskrise durch den Ukrainekrieg wird ein breiter Neubau von Gaskraftwerken zumindest aktuell kaum forciert. Die langen Bewilligungs- und Bauzeiten für Atomkraftwerke werden allenfalls langfristig einen stärkeren Ausbau fördern.

Für die Kennzeichnung der Taxonomie-konformen Tätigkeiten von Portfolios wurde bereits der Vorschlag diskutiert, dass die Quote von Atom und Gas separat ausgewiesen werde, damit Anleger sich ein genaues Bild machen können. Wenn damit für private und institutionelle Anleger die Wahlmöglichkeit bleibt, welchen Split an Taxonomie sie finanzieren möchten, kann die Auswirkung auf staatliche Investitionen höher sein: Es wird befürchtet, dass Investitionen aus dem Green Deal von erneuerbaren Energien oder Maßnahmen zum Schutz der biologischen Vielfalt (Biodiversität) verlagert werden.

Welche Auswirkungen hat die Entscheidung auf die ESG-AM Anlagestrategien?

Die intensiven Diskussionen um die Einstufung von Gas und Atom durch die Taxonomie wird durch eine differenzierte Haltung bei ESG-AM reflektiert: Die Umsetzung erfolgt je nach Strategie unterschiedlich:

- Bei der Transition to Net Zero Strategie wird Atomenergie als Transition-Technologie akzeptiert, doch fossile Energieträger werden grundsätzlich ausgeschlossen.
- Für die geplanten ESG-AM-Fonds, die sich an den Kriterien des FNG-Siegels orientieren, gilt ein Ausschluss von Kernenergie (ab einem 5%-Umsatzanteil beim Abbau von Uran bzw. bei der Verstromung). Im Bereich fossiler Energien werden besonders CO₂-intensive Energieträger wie Kohle, Fracking Gas oder Ölsande für ein Investment nicht akzeptiert.

ESG-AM wird die weitere Debatte eng verfolgen und für die jeweils angewendeten Kriterien transparent ausweisen.

Disclaimer:

This message (and any attachments) is for the addressee's use only and may contain confidential, proprietary, or legally privileged information. No confidentiality or privilege is waived or lost by any mistransmission. If you are not the intended recipient, any direct or indirect use, disclosure, printing, copying or distribution of this message or of the parties to it is prohibited and may be unlawful. Please notify the sender urgently and delete the message and any copies (including hardcopies) of it immediately. There are risks in communicating by e-mail. E-mail is susceptible to data corruption, delay, interception, and unauthorized amendment. Whilst all adequate care has been taken, ESG-AM AG does not accept responsibility or liability as to the completeness or accuracy of the information and for any damages resulting from e-mail use. ESG-AM AG reserves the right to monitor and save all email communication through their networks. Any views expressed in this message are those of the individual sender, except where the message states otherwise and the sender is authorized to state them to be the views of ESG-AM AG. The information provided does not constitute an, and is not provided in relation to any, offer or solicitation to buy or sell any security, currency, investment fund or other product, service, or information to anyone in any jurisdiction in which an offer or solicitation is not authorized or cannot legally be made or to any person to whom it is unlawful to make an offer or solicitation.