



September 2024

Standpunkt

Investieren in skandinavische Anleihen – Mehr Sicherheit in Zeiten wachsender Verunsicherung

Verfasser: Werner Krämer, Managing Director, Macro-Economic Analyst

Verfasser: Dr. Jan Schopen, Director, Portfoliomanager/Analyst

©2024. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Neue Mainzer Straße 75, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten.

Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC oder verbundener Unternehmen ("Lazard") wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten. Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC oder verbundenen Unternehmen ("Lazard") ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt. Keine Aussagen in diesem Dokument stellen eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handel eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes oder sonstigen Vermögenswerten oder einer Investmentdienstleistung dar. Anlagen in Wertpapiere, Derivate und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer Investmentfonds, enthalten höhere Risiken und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann. Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.

Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen. Bitte informieren Sie sich auf www.lazardassetmanagement.com über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben, und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.

Investieren in skandinavische Anleihen – Mehr Sicherheit in Zeiten wachsender Verunsicherung

- Vom Beginn der Finanzmarktkrise im September 2008 bis zum Ausbruch der globalen Inflation in 2022 haben die großen Zentralbanken die globale Volkswirtschaft und die Kapitalmärkte mit ihrer unkonventionellen Geldpolitik dominiert.
- Von 2015 bis 2022 war die Verzinsung von „sicheren“ Staatsanleihen nicht nur real, sondern sogar nominal negativ. In dieser Zeit haben institutionelle Anleger in Europa ihre Kapitalanlagen massiv von Anleihen in alternative Assets und Private Markets umgeschichtet.
- Heute sind die meisten risikobehafteten Assetklassen hoch bewertet, das Zinsniveau nach dem Ausverkauf am Rentenmarkt in 2022 aber wieder deutlich attraktiver. Daher sollten die Anleger wieder mehr „Safe Assets“ in ihren Kapitalanlagen halten, nachdem sie diese über das letzte Jahrzehnt stetig abgebaut haben.
- „Safe Assets“ sind liquide Kapitalanlagen, die in den meisten Risikoszenarien „aus sich heraus“ überleben würden und im extremen Krisenfall eine geringe Korrelation zu risikobehafteten Assets aufweisen, so dass sie im Portfoliokontext ein echter Diversifizierer zu Risikoassets und illiquiden Anlagen wären. Zusätzlich sollten „Safe Assets“ einen gewissen Mindestertrag liefern sowie einfach, transparent und mit geringen Kosten (aller Art) belastet sein.
- Wir sehen als „Safe Assets“-Alternative zu Bundesanleihen bzw. Pfandbriefen und den anderen Anleihen Kerneuropas eigentlich nur (Anleihen)-Investments in Skandinavien an, also in erster Linie Anleiheemissionen aus Schweden, Dänemark, Norwegen und Finnland in skandinavischen Währungen oder EUR. Skandinavien als Region bietet hohe Sicherheit, eine perfekte Kombination aus Stabilität, Flexibilität und Dynamik.
- Der skandinavische Rentenmarkt ist mit einem Volumen von umgerechnet rund 2000 Mrd. USD keineswegs klein und bietet interessante Charakteristika für den Anleger.
- Das einzige Rentensegment in Skandinavien, das für viele europäische Anleger ungewohnt ist, ist der dänische Pfandbriefmarkt, insbesondere Pfandbriefe mit Kündigungsoptionen („Callables“). Rund 40 % der umlaufenden Papiere werden von Anlegern außerhalb Dänemarks gehalten.
- Die dänischen Pfandbriefe mit Kündigungsoptionen sind im immer noch vorherrschenden Niedrigzinsumfeld hoch attraktiv. Der Zinsaufschlag von rund 2 Prozent durch die vereinnahmten Optionsprämien ist eine Mehrrendite, die nichts mit Credits und Credit-Risiko zu tun hat, sondern die Papiere haben alle ein AAA- oder mindestens AA-Rating. Relativ zum allgemeinen Zinsniveau ist der Aufschlag hoch und stabil.
- Dennoch empfehlen wir als Grundidee für die Kapitalanlage im Sinne von „Safe Assets“ kein reines dänisches Pfandbriefportfolio, sondern ein diversifiziertes skandinavisches Rentenportfolio, das zwar eine hohe Gewichtung in dänischen Pfandbriefen aufweist, aber als Anlageuniversum alle skandinavischen Renten mit Investmentqualität umfasst, die entweder in skandinavischen Währungen notieren oder von skandinavischen Emittenten stammen („Scandinavian High Quality“).
- Ein solches „Scandinavian High Quality“-Portfolio bietet aus unserer Sicht ein unschlagbar attraktives Risiko-Ertrags-Verhältnis und extreme Sicherheit in Krisenzeiten: Höchste Bonität von AA, angemessenen Ertrag und hohe Liquidität.

Investieren in skandinavische Anleihen – Mehr Sicherheit in Zeiten wachsender Verunsicherung

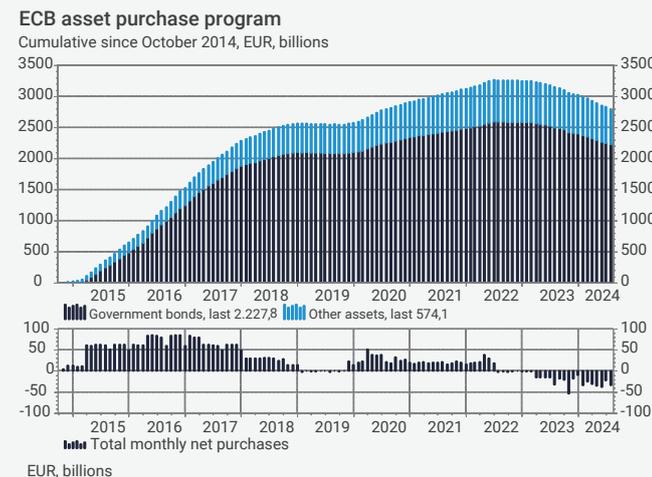
Warum sind "Safe Assets" heute wichtig?

Die Zeit zwischen dem Ausbruch der Finanzmarktkrise im September 2008 und dem steilen Anstieg der globalen Inflation in 2022 war durch die Dominanz der Zentralbankpolitik über Volkswirtschaften und Kapitalmärkte gekennzeichnet. Die Zentralbanken hatten zunächst durch die Zinspolitik, später durch ihre unkonventionelle Geldpolitik der permanenten Wertpapierkäufe („Quantitative Lockerung“) ihren (politischen) Einfluss im Laufe der Zeit massiv ausgedehnt.

Die Dominanz der Zentralbanken über die Preisbildung am Rentenmarkt war besonders ausgeprägt, aber auch nie unumstritten.¹ Alleine die EZB hatte in der Zeit vom Beginn des „Asset Purchase Programmes“ (APP) im Oktober 2014 bis zum Ausbruch der globalen Inflation in 2022 für fast 3,2 Billionen € Rententitel von Emittenten der Eurozone, insbesondere Staatsanleihen, gekauft. Damit hatte die Zentralbank das wegen der Wachstumsschwäche und der disinflatorischen Impulse bereits sehr niedrige Zinsniveau weiter nach unten gedrückt, was die (konservative) Kapitalanlage für private Sparer und institutionelle Anleger erschwerte (vgl. Abbildung 1 und Abbildung 2).

extrem sichere Anlagen angesehen werden, wiesen für lange Zeit sogar eine negative Nominalverzinsung auf und waren daher für viele institutionelle Anleger, die eine gewisse Mindestverzinsung ihrer Kapitalanlagen benötigen, etwa ab 2015 praktisch keine relevante Assetklasse mehr. Alle diese Anleihemärkte wiesen zudem nicht nur eine niedrige Nominalverzinsung, sondern (abzüglich Inflationsrate) natürlich über mehr als ein Jahrzehnt eine negative Realverzinsung auf. Dies gilt auch für Bundesanleihen (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 1
Die Wertpapierkäufe der EZB



Stand: 14. August 2024
Quelle: LSEG Datastream

In der Folge war die Verzinsung von Anleihen, die von den globalen Anlegern als „Safe Assets“ angesehen werden, auf historische Tiefstände gesunken. Die Staatsanleihen in Deutschland, der Schweiz und Japan, die allgemein als

Abbildung 2
Nominal- und Realverzinsung von Bundesanleihen



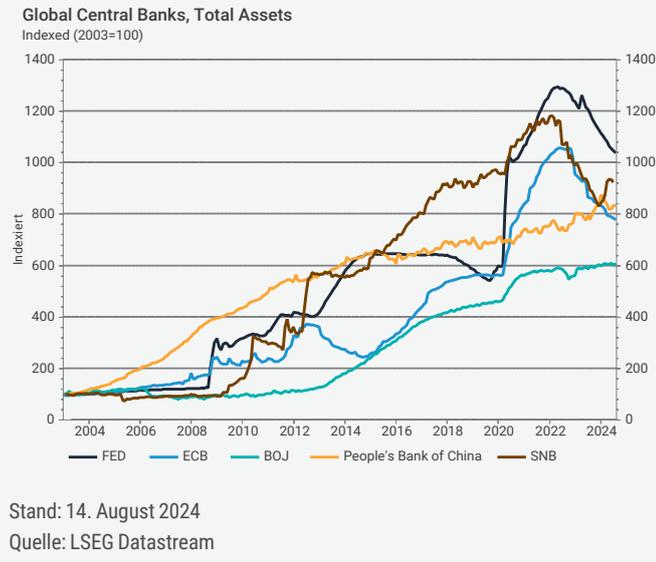
Stand: 14. August 2024
Quelle: LSEG Datastream

Nicht überraschend haben insbesondere europäische Anleger aus diesen Entwicklungen logische Konsequenzen gezogen. Wenn es keine Zinsen mehr gibt, schaut man sich nach Alternativen um. Von 2015 bis 2023 ist der Anteil von Anleihen an den Portfolien institutioneller Anleger (je nach Land etwas unterschiedlich) von rund 70 % auf unter 40 % zurückgegangen. Von den Umschichtungen hat der Aktienmarkt relativ wenig profitiert, sondern die meisten Anleger haben insbesondere in den Bereichen Alternative Investments und Private Markets aufgestockt, also beispielsweise in Immobilien, Infrastruktur, Private Equity oder Private Debt investiert.

Die Zeit der monetären Expansion und Dominanz ist mit der globalen Inflation in 2022 zu Ende gegangen. Die Zentralbanken haben ab 2022 heftig reagiert, die Leitzinsen massiv erhöht. Dabei wurde die „Quantitative Lockerung“ nicht nur

eingestellt, sondern zur „Quantitativen Straffung“, so dass die Zentralbankbilanzen allmählich schrumpften. (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3
Die Bilanzsummen der Zentralbanken



Diese Zeitenwende der Zentralbanken blieb für die Kapitalanlagen nicht ohne Konsequenzen. Sie wurde zu einem echten „Game Changer“, denn die unbegrenzte Unterstützung der Zentralbanken für die Assetpreise war plötzlich nicht mehr vorhanden. In Folge feierte der Zins seine Wiedergeburt.

Wir sind der Meinung, dass der Anteil von „Safe Assets“, also Renten, innerhalb der Kapitalanlagen wieder erhöht werden sollte. Die institutionellen Investoren haben den Anteil risikobehafteter und vor allem illiquider Anlagen in den letzten Jahren stetig ausgebaut, während die Allokation in (sicheren) Renten stetig gefallen ist. Es ist in einer Zeit wachsender Markt- und Liquiditätsrisiken sowie geopolitischer Unwägbarkeiten Zeit für ein erneutes Umdenken, gerade auch in Europa.

Wo findet man „Safe Assets“?

Die Frage, was mit „Safe Assets“ gemeint ist, lässt sich nicht ganz einfach beantworten. Spätestens seit der Finanzmarktkrise, der Pandemie und der Hochinflationphase ist klargeworden, dass es absolute Sicherheit an Kapitalmärkten nicht geben kann. Alle Assetpreise können fallen, Staaten können pleitegehen oder Zins und Tilgung verweigern. Kurzläufer können unter sich verschlechternder Wiederanlage oder Realwertverlusten leiden und Immobilien können unvermietbar sein und einen massiven Preisverfall erleben.

Daher ist „Safe Asset“ hier in einem relativen Sinne gemeint. „Safe Assets“ garantieren nicht in jedem Umfeld einen positiven Ertrag. Wir suchen vielmehr liquide Kapitalanlagen, die

in den meisten Risikoszenarien „aus sich heraus“ überleben würden und im extremen Krisenfall eine geringe Korrelation zu risikobehafteten Assets aufweisen, so dass sie im Portfolio-kontext ein echter Diversifikator zu Risikoassets und illiquiden Anlagen wären.

Die Menge dieser Anlagen ist naturgemäß sehr begrenzt und wird noch weiter reduziert, wenn man zu den Forderungen Sicherheit und Liquidität hinzunimmt, dass ein gewisser Mindestertrag da sein soll, die Anlage möglichst einfach und transparent und die Kosten (aller Art) nicht zu hoch sein dürfen.

Um ein Gefühl dafür zu bekommen, wo regional gesehen auf der Erde Sicherheit vorhanden sein könnte, werfen wir einen Blick auf den Index für die Wohlfahrt von Ländern in der Abgrenzung der Legatum Institute Foundation (UK).² Dort wird Wohlfahrt nicht nur über Reichtum definiert, sondern im umfassenderen Sinne verstanden. Die wirklich wohlhabenden Länder weisen neben guten ökonomischen Kennzahlen auch sehr gute Beurteilungen im Sinne von Nachhaltigkeit, Effizienz des Gesundheitssystems, Umwelt, Sozialkapital, persönlicher Freiheit, politischer Stabilität, Sicherheit und Governance sowie marktwirtschaftlicher Orientierung auf. Mit anderen Worten sind diese Staaten für Krisen aller Art bestens gewappnet, egal ob die Krise ökonomischer, politischer oder ökologischer Art ist.

Wirft man einen Blick auf die Länder, die den Wohlfahrtsindex anführen, findet man nicht überraschend Skandinavien, Neuseeland, Schweiz, Kerneuropa (Deutschland, Holland), Australien, Großbritannien und Kanada in der Poolposition. Aber auch die USA, Frankreich, Belgien, Irland und Österreich sowie Singapur gehören der Spitzengruppe an. Dies wäre dann auch der Kreis der Länder, in denen wir in unserem Sinne „Safe Assets“ finden können (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4
Der Prosperity-Index der Legatum Institute Foundation (UK)

| 2013 rank | 2022 rank | 2023 rank | Country | Safety and Security | Personal Freedom | Governance | Social Capital | Investment Environment | Enterprise Conditions | Infrastructure and Market Access | Economic Quality | Living Conditions | Health | Education | Natural Environment |
|-----------|-----------|-----------|----------------|---------------------|------------------|------------|----------------|------------------------|-----------------------|----------------------------------|------------------|-------------------|--------|-----------|---------------------|
| 4 | 1 | 1 | Denmark | 6 | 2 | 3 | 1 | 8 | 9 | 9 | 7 | 2 | 16 | 5 | 5 |
| 1 | 3 | 2 | Sweden | 10 | 4 | 7 | 4 | 6 | 15 | 7 | 8 | 3 | 9 | 8 | 1 |
| 2 | 2 | 3 | Norway | 3 | 1 | 2 | 3 | 9 | 14 | 20 | 5 | 4 | 7 | 10 | 9 |
| 5 | 4 | 4 | Finland | 15 | 3 | 1 | 7 | 2 | 12 | 10 | 20 | 7 | 15 | 2 | 2 |
| 3 | 5 | 5 | Switzerland | 2 | 12 | 4 | 12 | 12 | 1 | 11 | 2 | 5 | 10 | 4 | 6 |
| 6 | 6 | 6 | Netherlands | 9 | 5 | 5 | 8 | 3 | 9 | 3 | 10 | 1 | 11 | 6 | 39 |
| 8 | 7 | 7 | Luxembourg | 1 | 6 | 8 | 18 | 20 | 4 | 6 | 6 | 6 | 12 | 36 | 10 |
| 14 | 9 | 8 | Iceland | 8 | 7 | 10 | 5 | 19 | 20 | 19 | 21 | 10 | 8 | 11 | 13 |
| 9 | 8 | 9 | Germany | 19 | 9 | 9 | 20 | 21 | 6 | 5 | 11 | 8 | 13 | 19 | 12 |
| 7 | 10 | 1 | New Zealand | 32 | 11 | 6 | 2 | 7 | 21 | 23 | 22 | 30 | 25 | 18 | 11 |
| 15 | 11 | 1 | Ireland | 11 | 8 | 13 | 16 | 14 | 16 | 24 | 4 | 19 | 23 | 12 | 17 |
| 10 | 12 | 12 | United Kingdom | 21 | 17 | 15 | 15 | 10 | 10 | 12 | 15 | 8 | 34 | 14 | 22 |
| 13 | 14 | 13 | Canada | 16 | 14 | 12 | 18 | 13 | 13 | 15 | 32 | 13 | 32 | 17 | 29 |
| 11 | 13 | 14 | Austria | 12 | 15 | 14 | 14 | 16 | 19 | 14 | 25 | 21 | 22 | 22 | 30 |
| 12 | 15 | 15 | Australia | 20 | 20 | 11 | 6 | 22 | 24 | 28 | 23 | 15 | 21 | 7 | 19 |
| 19 | 16 | 16 | Japan | 5 | 27 | 17 | 141 | 5 | 5 | 8 | 28 | 17 | 2 | 13 | 15 |
| 18 | 17 | 17 | Singapore | 7 | 107 | 18 | 21 | 4 | 11 | 1 | 1 | 14 | 1 | 1 | 87 |
| 20 | 20 | 18 | Belgium | 30 | 10 | 16 | 23 | 11 | 25 | 17 | 27 | 18 | 18 | 15 | 35 |
| 17 | 22 | 19 | United States | 69 | 29 | 23 | 9 | 17 | 3 | 4 | 16 | 29 | 69 | 20 | 28 |
| 22 | 19 | 20 | Taiwan, China | 4 | 26 | 20 | 44 | 23 | 7 | 34 | 12 | 31 | 4 | 16 | 73 |

Stand: 2023

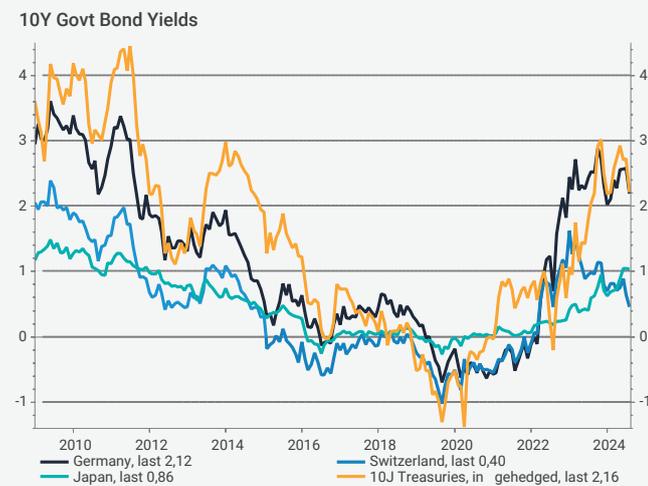
Quelle: The Legatum Prosperity Index Report

Wegen der zentralen Forderung nach Liquidität, Sicherheit und Einfachheit kommen für unsere „Safe Assets“ im Grunde nur Anleihen in Frage, denn Immobilien (und andere Private Markets) in diesen Ländern scheinen zwar recht sicher, aber nicht liquide, während Aktien liquide aber nicht sicher sind.

Betrachtet man obige Liste der Kandidaten für „Safe Assets“, erscheinen zwei Länder bei den Anleihen als Alternative zu Bundesanleihen wenig attraktiv, weil dort die Anleihen noch niedriger verzinst sind als in Deutschland. Dies sind die Schweiz und Japan. (Staats-)Anleihen in Neuseeland, Australien, USA, Großbritannien und Kanada sind zwar sicher und sogar ertragsstark, aber sie beinhalten ein (hohes) Währungsrisiko.

Um „Safe Assets“ zu haben, müsste der Euroinvestor das Währungsrisiko absichern. Diese Währungssicherung ist zurzeit aber nicht nur teuer, sondern die Hedgekosten sind bei volatilen Währungen selber sehr volatil und auf lange Sicht kaum kalkulierbar. Dies macht die Anleihen aus Ländern mit volatilen Währungen unattraktiver als Bundesanleihen und schränkt die Verwendbarkeit als „Safe Assets“ ein (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5
Renditen von 10jährigen Staatsanleihen



Stand: 14. August 2024
Quelle: LSEG Datastream

Bleiben als „Safe Assets“-Alternative zu Bundesanleihen und den anderen Anleihen Kerneuropas in erster Linie (Anleihen)-Investments in Skandinavien. Dabei sind mit Skandinavien für Kapitalanlageüberlegungen in erster Linie Schweden, Dänemark, Norwegen und Finnland gemeint, während Island, Faröer, Grönland sowie Estland, Lettland und Litauen, die von manchen Anlegern ebenfalls als „Skandinavien“ angesehen werden, wegen ihrer geringen Größe außen vor bleiben.

Skandinavien als Region bietet eine besonders hohe Sicherheit, eine perfekte Kombination aus Stabilität, Flexibilität und Dynamik. Skandinavien bietet seit Jahrzehnten stabile Verhältnisse und ist ein echtes Erfolgsmodell.

Einerseits sind die skandinavischen Länder durch gesunde Staatsfinanzen (niedrige Verschuldung und Budgetdefizite, hohe Länderratings), einen extrem robusten Bankensektor, starken sozialen Zusammenhalt und Ausgleich (niedrige Korruption, relativ gleiche Einkommens- und Vermögensverhältnisse, starke Gewerkschaften, kapitalgedeckte Rentensysteme), ein hohes Pro-Kopf-Einkommen, flexible Währungen und Zentralbanken und eine extrem gesunde Umwelt, viel Natur und Ressourcenreichtum charakterisiert.

Andererseits sind die Volkswirtschaften durch eine hohe Dynamik gekennzeichnet. Die Unternehmen sind häufig Innovationsführer, die Arbeitsmärkte sehr flexibel, die Kultur von Exportnationen steht für Offenheit und eine Ausrichtung der Länder auf die Wettbewerbsfähigkeit. Schließlich wird Entrepreneurship als Ziel der Gesellschaftspolitik angesehen.

Insgesamt kann man sagen, dass Skandinavien fundamental bei der Suche nach Sicherheit unschlagbar ist: Hohe Wachstumsdynamik bei extremer ökonomischer, politischer, ökologischer und gesellschaftlicher Stabilität (vgl. Abbildung 6).

Der skandinavische Rentenmarkt

Der skandinavische Rentenmarkt (inklusive der Euro-Emissionen der verschiedenen Emittenten) gehört zu den Teilen des globalen Rentenmarkts, die in der Regel wenig Aufmerksamkeit finden, gerade weil es nicht so häufig aufregende Ereignisse und Krisen gibt, die den Markt durcheinanderwirbeln. Dennoch ist der Markt keineswegs klein und bietet einige interessante Charakteristika für den Anleger. Wir beschränken uns bei der Darstellung auf die vier großen Märkte Dänemark, Finnland, Norwegen und Schweden.

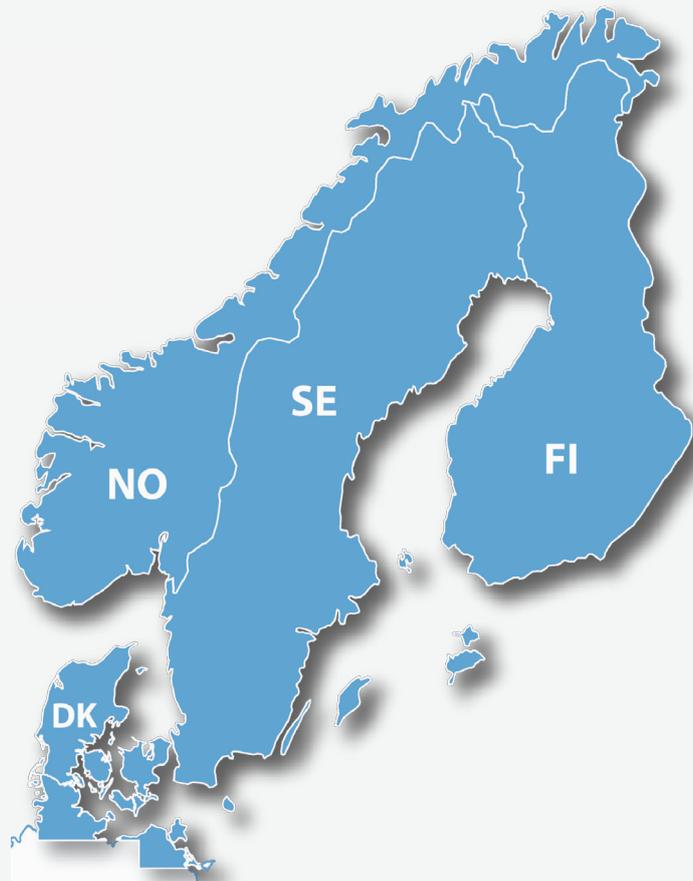
Der skandinavische Rentenmarkt beläuft sich auf ein Volumen von umgerechnet rund 2000 Mrd. USD, davon entfallen rund 31 Prozent auf Euro-Emissionen (viele Institutionen aus Skandinavien emittieren auch in Euro), 9 Prozent lauten auf USD, 29 Prozent auf DKK, 20 Prozent auf SEK, 9 Prozent auf NOK und 2 Prozent lauten auf sonstige Währungen. Was die Emittentengruppen angeht, entfallen 49 Prozent auf Covered Bonds, vor allem aus Dänemark, 18 Prozent auf staatsnahe Emittenten, wegen der niedrigen Staatsverschuldung lediglich 17 Prozent auf Staatsanleihen und 16 Prozent auf Unternehmensanleihen.³

Abbildung 6
Skandinavien in der Übersicht

| Norwegen | | Schweden | |
|-------------------|---------|-------------------|--------|
| Bevölkerung (Mio) | 5.5% | Bevölkerung (Mio) | 10.5% |
| Arbeitslosigkeit | 3.9% | Arbeitslosigkeit | 8.3% |
| BIP | 0.6% | BIP | 0.7% |
| BIP/pro Kopf (\$) | 108.729 | BIP/pro Kopf (\$) | 56.424 |
| Verschuldung | 41.4% | Verschuldung | 35.9% |
| Inflation | 3.0% | Inflation | 4.0% |
| Zahlungsausfälle* | 0 | Zahlungsausfälle* | 0 |
| HDI** | 1/189 | HDI** | 8/189 |
| Rating | AAA | Rating | AAA |

| Dänemark | | Finnland | |
|-------------------|--------|-------------------|--------|
| Bevölkerung (Mio) | 5.9% | Bevölkerung (Mio) | 5.6% |
| Arbeitslosigkeit | 6.2% | Arbeitslosigkeit | 7.8% |
| BIP | 1.2% | BIP | -1.2% |
| BIP/pro Kopf (\$) | 67.790 | BIP/pro Kopf (\$) | 50.872 |
| Verschuldung | 30.4% | Verschuldung | 76.7% |
| Inflation | 2.2% | Inflation | 1.9% |
| Zahlungsausfälle* | 0 | Zahlungsausfälle* | 0 |
| HDI** | 11/189 | HDI** | 12/189 |
| Rating | AAA | Rating | AA+ |

| Zum Vergleich: | | Frankreich | Deutschland |
|-------------------|--|------------|-------------|
| Bevölkerung (Mio) | | 68.0 | 83.8 |
| Arbeitslosigkeit | | 7.3% | 3.3% |
| BIP | | 1.1% | -0.19% |
| BIP/pro Kopf (\$) | | 40.886 | 48.718 |
| Verschuldung | | 110.6% | 64.3% |
| Zahlungsausfälle* | | 0 | 7 |
| HDI** | | 27/189 | 4/189 |
| Rating | | AA- | AAA |



Stand: 31. Juli 2024

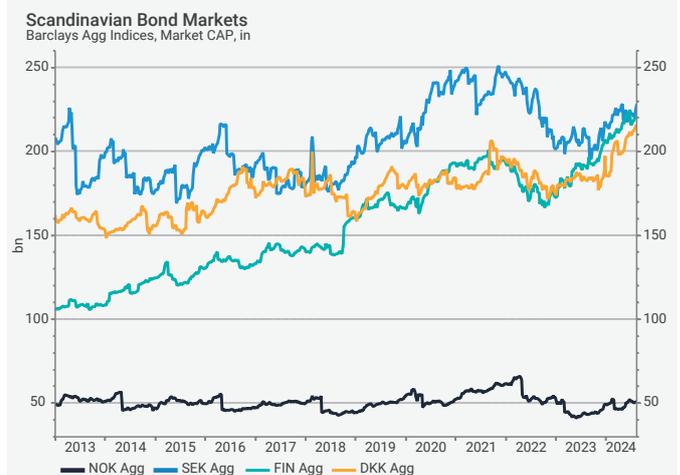
Quellen: Bloomberg, CIA World Factbook, LSEG Datastream, Weltbank, Lazard Asset Management Research

* Zahlungsausfälle seit 1800

** HDI = Human Development Index

Um ein Gefühl für die Entwicklung des Marktvolumens im Zeitverlauf zu geben, werfen wir einen Blick auf die Marktkapitalisierung der skandinavischen Anleihen in den globalen Rentenindizes, hier im Falle des Bloomberg Barclays Global Aggregate, auch wenn dies nur den Teil der liquidesten Anleihen des jeweiligen Markts zeigt (und auch keine dänischen Pfandbriefe enthalten sind). Auffällig ist, dass bis auf den Sonderfall Finnland die Marktvolumina der Märkte weitgehend stagnieren. Dies ist im Falle des Rentenmarkts ein positives Signal, weil dies ein geringes Wachstum der Verschuldung in den Volkswirtschaften und eine gewisse Werthaltigkeit der Anleihen im Sinne von Knappheit widerspiegelt (vgl. Abbildung 7).

Abbildung 7
Marktkapitalisierung liquider Skandi-Anleihen

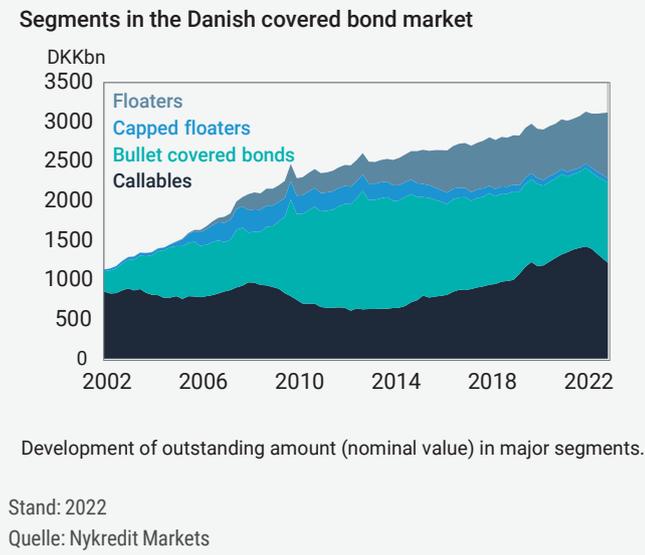


Stand: 14. August 2024

Quelle: LSEG Datastream

Ein spezieller Markt, den wir im folgenden Abschnitt erläutern, sind dänische Covered Bonds. Diese sind zum großen Teil in den globalen Rentenindizes nicht enthalten, weil sie einige Features haben, die man nur im dänischen Markt findet. Der dänische Pfandbriefmarkt ist der älteste und größte Covered Bond Markt der Welt, mehrfach größer als der Markt dänischer Staatsanleihen und für die Kapitalanlage im Niedrigzinsumfeld besonders interessant. In über 200 Jahren der Pfandbriefhistorie hat es noch nie einen Ausfall dänischer Covered Bonds gegeben. Dänische Pfandbriefe sind daher in jedem Investment in skandinavischen Anleihen ein Kernelement (vgl. Abbildung 8).⁴

Abbildung 8
Marktkapitalisierung dänischer Covered Bonds



Der dänische Pfandbrief

Grundsätzlich sind dänische Pfandbriefe ganz normale Covered Bonds mit Charakteristika, wie sie auch Hypothekendarlehen aus Deutschland, Frankreich oder Spanien aufweisen. Es handelt sich um gedeckte, verzinsliche Schuldverschreibungen von Kreditinstituten zur Refinanzierung von durch Grundpfandrechte besicherten Krediten. Kern des Pfandbriefs ist seine doppelte Besicherung durch die emitierende Pfandbriefbank einerseits und den Deckungsstock im Rahmen des Insolvenzvorrechts der Pfandbriefgläubiger andererseits.⁵

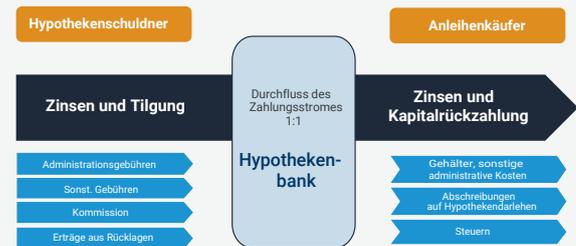
Es gibt zwei wesentliche Merkmale, die den dänischen beispielsweise vom deutschen Pfandbrief unterscheiden. Die erste Besonderheit des dänischen Pfandbriefs ist das sogenannte Ausgleichsprinzip („Balance Principle“). Vergibt eine dänische Hypothekendarlehenbank einen Hypothekendarlehenkredit, muss sie dieses Darlehen unmittelbar fristenkongruent am Kapitalmarkt refinanzieren. Es gibt dafür entsprechende Tranchen und Serien der Pfandbriefe mit bestimmten Laufzeiten, Verzinsungen und Tilgungsstrukturen eines jeden Emittenten,

die fortwährend verauktioniert werden. Die Hypothekendarlehenbriefe „spiegeln“ letztlich die Darlehenskonditionen der Hypotheken.

Die dänische Hypothekendarlehenbank macht im Gegensatz zu den Hypothekendarlehenbanken an allen anderen Covered Bond-Märkten keine Fristentransformation, sondern ist nur als Mittler zwischen Kreditnehmer und Kapitalmarktinvestoren aktiv, trägt aber das Kredit-Risiko (auch über die Garantie für die Pfandbriefe) und erhält dafür Gebühren und Kommissionen. Durch diese Konstruktion sind die Investoren in einem dänischen Pfandbrief direkt am Zahlungsstrom des Hypothekendarlehennehmers beteiligt, weil Zinszahlungen und Tilgungen der Hypothek direkt über die Hypothekendarlehenbank als Amortisierung / Pass-Through (Zinserträge und Kapitalrückzahlungen) an den Pfandbriefgläubiger weitergereicht werden (vgl. Abbildung 9).⁶

Abbildung 9
Die Funktion des dänischen Hypothekensystems

Die Funktion des dänischen Hypothekensystems
Die Zahlungsflüsse zwischen Schuldner und Gläubiger regelt das Ausgleichsprinzip*



Das Ausgleichsprinzip sorgt für eine fristenkongruente Refinanzierung der Darlehen und führt zur direkten Beteiligung der Investoren am Zahlungsstrom der Schuldner.

Hinweis: Graphik dient nur zur Veranschaulichung

Stand: Oktober 2017
Quelle: Nordea Investment Management AB

Die zweite, für den Investor besonders wichtige Eigenart des dänischen Pfandbriefs ist die Tatsache, dass ungefähr ein Drittel aller Pfandbriefe Hypothekendarlehen verbrieft, bei denen der Schuldner (auf Quartalsbasis) die Möglichkeit hat, die Hypothek (ohne Vorfälligkeitsentschädigung) zu pari zu kündigen / zurückzugeben und eine neue Hypothek aufzunehmen. Dies sind in Abbildung 9 die sogenannten Callables, Pfandbriefe mit Kündigungsoptionen. Werden die Hypothekendarlehen im Hypothekendarlehenpool in einem gewissen Umfang gekündigt, überträgt sich dies über den Zahlungsstrom im Sinne des Ausgleichsprinzips unmittelbar auf die Anleihegläubiger der ausstehenden Pfandbriefe. Deren Papiere werden anteilig (zu pari) zurückgezahlt, also gecalled.

Die Kündigungsoptionen des Hypothekendarlehennehmers werden insbesondere dann ausgeübt, wenn die Zinsen in stärkerem Maße fallen. Durch den Austausch der Hypothekendarlehen mit hohem Kupon gegen eine neue Hypothekendarlehen mit niedrigerer Verzinsung spart der Hypothekendarlehennehmer so viele Zinszahlungen ein, dass die fälligen Gebühren und Kommissionen, die beim

Hypothekenwechsel zu entrichten sind, überkompensiert werden. Dies war in der Zinsbaisse der letzten Jahrzehnte regelmäßig der Fall.

Merkmale und Bewertung dänischer kündbarer Pfandbriefe

Abbildung 9 hatte gezeigt, dass der dänische Pfandbriefmarkt in drei etwa gleich großen Teilen aus normalen Pfandbriefen („Bullet Covered Bonds“), Pfandbriefen mit Kündigungsoption („Callables“) und Pfandbriefen mit Geldmarktverzinsung (Floater, mit oder ohne CAP) besteht. Für den internationalen Anleger sind hauptsächlich die Pfandbriefe mit Kündigungsoptionen interessant, weil die übrigen Pfandbriefe keine wesentliche Alternative zu den Pfandbriefen anderer Regionen darstellen. Im Segment Callables halten Ausländer rund 40 % der umlaufenden Papiere.⁷

Im Zusammenhang mit kündbaren Pfandbriefen sind zwei wesentliche Fragen zu beantworten:

- Was macht die Pfandbriefe mit Kündigungsoption für Anleger attraktiv?
- Wie wirken sich die Kündigungsrechte des Kreditnehmers auf die Verzinsung der Hypotheken bzw. davon abgeleitet die Kupons der Pfandbriefe mit Kündigungsoptionen aus?

Der Schuldner des Hypothekenkredits mit Kündigungsoption hat den Vorteil, dass er den Kredit kündigen und ohne Vorfälligkeitsentscheidung in einen niedriger verzinslichen, neuen Kredit tauschen kann. Er ist im Optionssprachgebrauch „die Kündigungsoption Long“ und zahlt eine Optionsprämie für dieses Kündigungsrecht. Der Wert der Kündigungsoption wird umgerechnet in den zu zahlenden Hypothekenzins. Der Kreditnehmer zahlt daher einen höheren (jährlichen) Zins für den Hypothekenkredit mit Kündigungsrecht als für den gleichen Kredit ohne Kündigungsrecht. In der Vergangenheit lag der Wert dieser Kündigungsoption die meiste Zeit in einer Spanne von 1,5 % – 2,5 % per annum. Diesen Prozentsatz muss der Schuldner der Hypothek zusätzlich als Verzinsung bezahlen.⁸

Der Käufer eines Callables, also eines Pfandbriefs mit Kündigungsoption, ist, um in der Optionssprache zu bleiben, der Stillhalter der Kündigungsoptionen der Hypothekenschuldner und vereinnahmt im Gegenzug die Optionsprämien im Sinne der höheren Verzinsung. Werden Kündigungsrechte auf Hypothekenkredite ausgeübt, die sich im Deckungsstock des gekauften Pfandbriefs befinden, werden auch die Pfandbriefe über das Ausgleichsprinzip anteilig (pro rata) zurückgezahlt. Dies bedeutet für den Pfandbriefkäufer, dass ihm die höhere Verzinsung des Pfandbriefs im Vergleich zum aktuellen Marktzinssatz (anteilig) verloren geht und er ein Wiederanlagerisiko hat.

Wie funktioniert die Preisbildung eines Callable Pfandbriefs? Der Bewertung von Callables liegt eine recht komplexe Optionspreistheorie zugrunde (es handelt sich ja um einen ganzen Korb von Optionen), auf die hier nicht detailliert eingegangen werden kann.⁹

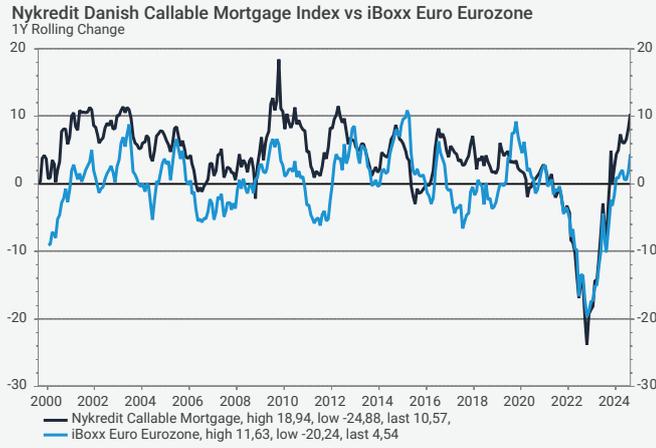
Zum allgemeinen Verständnis genügt aber vielleicht eine gewisse Grundvorstellung. Die Papiere haben in der Regel Laufzeiten von 20-30 Jahren; wegen der eingebauten Kündigungsrechte der Hypothekenschuldner wird aber davon ausgegangen, dass die Callables mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit vorzeitig gekündigt werden, so dass die effektive Duration der Papiere (manchmal spricht man auch von der Option Adjusted Duration, OAD) viel kürzer ist. Die Wahrscheinlichkeit einer frühzeitigen Kündigung durch den Emittenten und die mit den Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichteten resultierenden Cash Flows des Pfandbriefs sind die Hauptbewertungsfaktoren des Pfandbriefs.

Für die Bewertung der Option und des Pfandbriefs sowie die Berechnung der (effektiven) Duration des Papiers berechnet man daher (beispielsweise über Monte Carlo Simulationen oder andere „Prepayment-Modelle“) ausgehend vom Zinsniveau des Bewertungstages alle denkbaren Pfade der Zinsentwicklung mit den in Abhängigkeit davon erwarteten Kündigungen der Kreditnehmer und den sich daraus ergebenden Cash Flows des Bonds (mit ihren jeweiligen Wahrscheinlichkeiten). Wie wahrscheinlich ist es, dass die Zinsen um x% fallen und wie groß wäre die dann Wahrscheinlichkeit, dass y% der Kreditnehmer die Hypothek kündigen würden, so dass es zu z% Rückzahlungen käme. Die mit den Wahrscheinlichkeiten gewichteten möglichen Cash Flows des Bonds bestimmen den Wert und die Kennzahlen des Finanzkonstrukts.

Betrachten wir zum besseren Verständnis einen Pfandbrief, der eine marktnahe Rendite hat und daher mit 100 bewertet ist. Sollten die Zinsen fallen, steigt der Pfandbrief wie normale Anleihen im Wert, weil die vorhandene höhere Verzinsung des Papiers wertvoller wird. Allerdings steigt mit den fallenden Zinsen die Wahrscheinlichkeit, dass einige der Kreditnehmer der Hypotheken, die über den Pfandbrief verbrieft wurden, ihre Kredite zurückzahlen, was sich über die Amortisierung im Pfandbrief in Teilrückzahlungen äußert. Dies bedeutet, dass sich die (effektive) Duration des kündbaren Pfandbriefs verkürzt. Fallende Zinsen senken die Duration und damit die Zinssensitivität des Pfandbriefs; er profitiert weniger von Kursgewinnen als eine normale Anleihe.

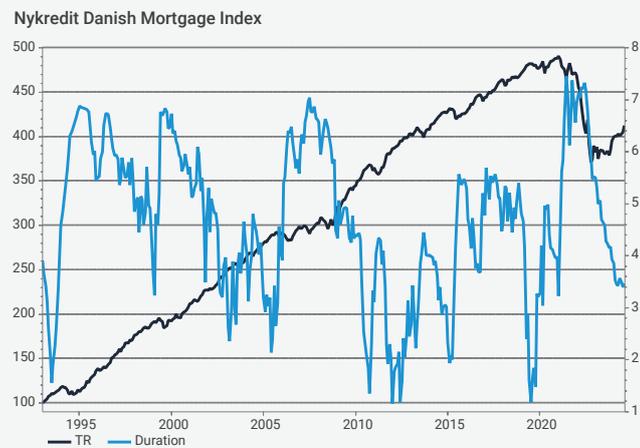
Steigen die Zinsen, verliert der Pfandbrief wie normale Anleihen an Wert. Gleichzeitig wird es weniger wahrscheinlich, dass Hypothekenschuldner ihre Hypothekenkredite vorzeitig zurückzahlen. Dies bedeutet, dass sich die effektive Duration des Pfandbriefs verlängert. Steigende Zinsen erhöhen also die Duration und damit die Zinssensitivität des Pfandbriefs: er leidet in Phasen stark und abrupt steigender Renditen wie in 2022 stärker unter Kursverlusten als eine normale Anleihe. (vergleiche Abbildung 10 und Abbildung 11).¹⁰

Abbildung 10
1Y Total Return von dänischen Callables vs. Euroland Staatsanleihen



Stand: 14. August 2024
Quelle: Bloomberg, Lazard

Abbildung 11
Total Return und Duration des Nykredit Danish Mortgage Indexes

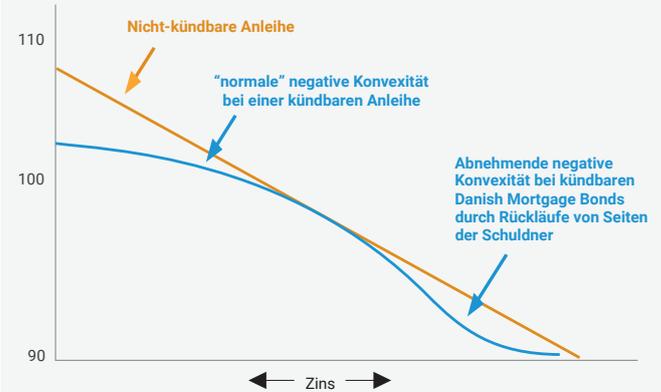


Stand: 14. August 2024
Quelle: Bloomberg, Lazard

Dieses (nachteilige) Ausstattungsmerkmal von Callables im Sinne der fallenden Duration bei sinkenden Zinsen und der steigenden Duration bei steigenden Zinsen nennt man negative Konvexität (manchmal spricht man auch von der Option Adjusted Convexity, OAC). Als Gegenleistung für das Risiko dieser negativen Konvexität erhält der Käufer von Pfandbriefen mit Kündigungsoptionen die Optionsprämien bzw. eine wesentlich höhere Verzinsung als die Käufer von Pfandbriefen ohne Kündigungsrecht. Pfandbriefe mit Kündigungsrechten liefern dem Investor einen höheren Ertrag als Pfandbriefe ohne Kündigungsrechte, wenn die Zinsen nicht zu stark fallen oder zu stark steigen (vgl. Abbildung 12).¹¹

Abbildung 12
Anleihepreis und Kündigungsoption

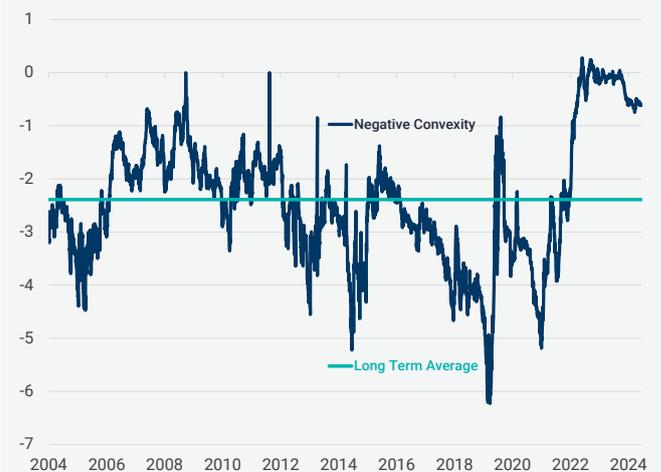
Der Einfluss der Kündigungsoption auf den Anleihepreis



Stand: 18. Mai 2015
Quelle: Nordea Investment Management AB

Positiv ist zu vermerken, dass das Risiko der negativen Konvexität der Callables im Jahr 2019 seinen Höhepunkt erreicht hat und während der Pandemie und mit dem Zinsanstieg in 2022 deutlich zurückging. Gegenwärtig ist die Negativität der Konvexität der Callables im Vergleich zur Historie relativ begrenzt. Callables sind also zurzeit weniger benachteiligt bei Zinsänderungen als während der Pandemie oder in der Baisse von 2022 und damit in Bezug zumindest auf dieses Risiko weniger risikobehaftet (Abbildung 13).¹²

Abbildung 13
Konvexität der kündbaren Pfandbriefe (auf Indexbasis)



Stand: 31. Juli 2024
Quelle: LSEG Datastream

Beachtenswert ist neben den Kündigungsrechten ein weiteres Ausstattungsmerkmal von kündbaren Pfandbriefen, die sogenannte Rückkaufoption („Delivery Option“) des Hypothekenschuldners. Wenn die Zinsen stark steigen, fällt der Wert der kündbaren Anleihe stark, weil die Ausübung der Option unwahrscheinlicher wird und sich die Duration des Pfandbriefs verlängert. Die Hypothekenschuldner haben dann die Option, die jeweilige Serie des Pfandbriefs, die zu ihrer Hypothek passt, zu einem stark gesunkenen Preis zurückzukaufen, sie bei der Bank einzureichen und damit ihren Hypothekenkredit zurückzuzahlen (die Bank hat dann statt des Hypothekenkredits den Pfandbrief auf der Aktivseite der Bilanz).

Dies führt dazu, dass sich die effektive Duration und die Zinssensitivität des Pfandbriefs bei einem starken Zinsanstieg ab einem bestimmten Zinsniveau allmählich wieder verkleinern, weil die Hypothekenschuldner als Käufer am Markt die Preise stabilisieren. Mit anderen Worten nimmt die negative Konvexität der kündbaren Anleihe ab einem gewissen Zinsanstieg wieder ab.

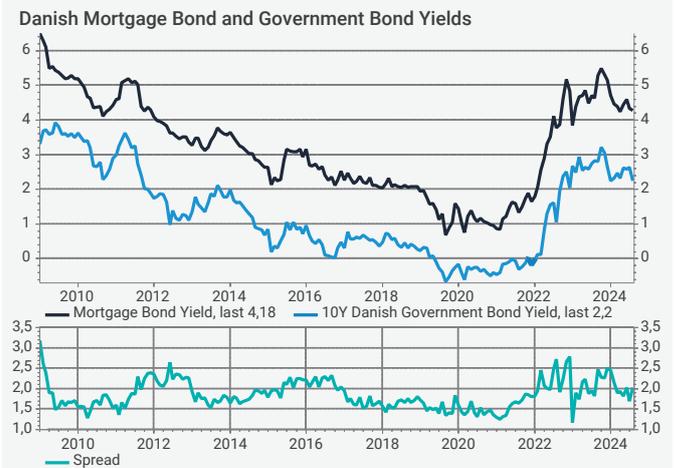
Aus all diesen Effekten ergibt sich ein recht komplexes Preisverhalten von kündbaren Pfandbriefen je nachdem, welche Effekte auf die Kündigungswahrscheinlichkeiten Zinsänderungen am Markt haben. Das unterschiedliche Verhalten von at-the-money callables (Kupon in Höhe des Marktzins), in-the-money callables (Kupon unter dem Marktzins) und out-of-the-money callables (Kupon (deutlich) über dem Marktzins) lässt viel Spielraum für aktives Management in Abhängigkeit von den Zinserwartungen, wobei sich der Manager aber sehr detailliert mit den Preiseffekten der Kündigungsrechte und Amortisationsprognosen in Abhängigkeit von der Zinsentwicklung auseinandersetzen muss.¹³

Ein skandinavisches Rentenportfolio

Warum verwenden wir so viel Mühe auf die Darstellung dänischer Pfandbriefe? Aus unserer Sicht müssen diese (kündbaren) Covered Bonds gerade heute integraler Bestandteil eines jeden skandinavischen Rentenportfolios sein. Sie haben nämlich eine Eigenschaft, die sie gerade im (immer noch vorhandenen) Niedrigzinsumfeld attraktiv macht.

Der Zinsaufschlag von rund 2 Prozent durch die vereinnahmte Optionsprämie im Vergleich zu normalen Pfandbriefen und Staatsanleihen ist eine Mehrrendite, die nichts mit Credits und Credit-Risiko zu tun hat. Die Papiere haben alle ein AAA- oder mindestens AA-Rating. Deshalb ist diese Mehrrendite ein Aufschlag, der unabhängig ist vom Credit-Zyklus und relativ unabhängig auch von den sonstigen Zusatzrisiken, die man in Portfolios nimmt, um einen Mehrertrag zu erzielen. Relativ zum allgemeinen Zinsniveau ist der Aufschlag relativ hoch und recht stabil, auch wenn natürlich die reine Rendite am dänischen Pfandbriefmarkt über die letzten Jahre genauso volatil war wie an allen europäischen Rentenmärkten (vgl. Abbildung 14).

Abbildung 14
Pfandbrief- und Staatsanleihenrendite



Stand: 14. August 2024
Quelle: LSEG Datastream

Dennoch schlagen wir als Grundidee für die Kapitalanlage im Sinne von „Safe Assets“ kein reines dänisches Pfandbriefportfolio vor, sondern ein diversifiziertes skandinavisches Rentenportfolio, das zwar eine hohe Gewichtung in dänischen Pfandbriefen aufweist, aber als Anlageuniversum alle skandinavischen Renten mit Investmentqualität umfasst, die entweder in skandinavischen Währungen notieren und von skandinavischen Emittenten stammen („Scandinavian High Quality“).¹⁴

Die Begrenzung des Anteils dänischer Pfandbriefe begründen wir damit, dass wir die Abhängigkeit vom Risikofaktor „dänischer Immobilienmarkt“ durch Diversifizierung eingrenzen wollen, zumal es bei dänischen Pfandbriefen trotz großen Volumens und Liquidität nur sechs Emittenten gibt, wovon zwei Emittenten (Nykredit und Realkredit) 80 % des Marktes ausmachen. Dies macht eine ausreichende Diversifizierung nach Emittenten am dänischen Pfandbriefmarkt quasi unmöglich. Der Drawdown des Callable-Marktes im Jahr 2022 unterstreicht das Risiko des einseitigen Setzens auf nur ein Marktsegment.

Lazard Scandinavian High Quality

Unsere Anlagestrategie Scandinavian High Quality hat zurzeit die folgenden Charakteristika, wobei wir die Währungen wegen der Schwäche der NOK und der SEK in den letzten Jahren in Euro (oder gegebenenfalls den SFR) hedgen (vgl. Abbildung 15 und Abbildung 16).

Abbildung 15
Scandinavian High Quality-Profil

| |
|--|
| Anlageuniversum: Skandinavische Anleihen |
| <ul style="list-style-type: none"> Anleihen Skandinavischer Emittenten in lokaler und harter Währung Anleihen globaler Emittenten in skandinavischen Währungen |
| Basiswährung EUR, aktives FX Management |
| AUM per 30. Juni 2024: € 1108 Mio |
| Strategieauflage: November 2018 |
| Optimale Charakteristika für risikobewusste Anleger |
| <ul style="list-style-type: none"> Höchste Bonität Hohe Liquidität an skandinavischen Anleihemärkten Moderates Zinsänderungsrisiko Attraktives Rendite-/Risikoverhältnis |
| Hoher Grad an Diversifikation (nach Ländern, Sektoren, Emittenten, Währungen) |
| Anzahl Einzeltitel: 70-100 Anleihen |

Stand: 31. Juli 2024
Quelle: Lazard

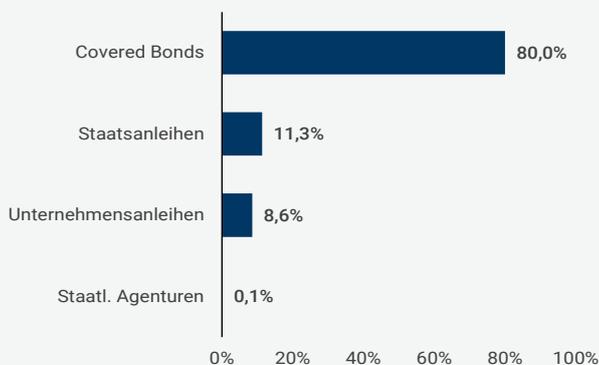
Abbildung 16
Scandinavian High Quality-Kennzahlen

| Portfoliokennzahlen | |
|--------------------------|------|
| Anzahl Einzelpositionen: | 83 |
| Anzahl Emittenten: | 37 |
| Länder: | 6 |
| Währungen: | 4 |
| Durchschnittsrating: | AA+ |
| Duration:* | 3,51 |
| Kupon: | 3,2% |
| Konvexität: | -0,7 |
| Rendite: | 4,1% |

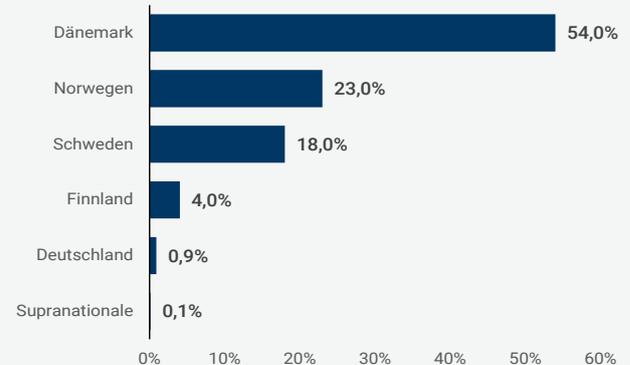
* Modified option adjusted duration; Stand: 31. Juli 2024
Quelle: Lazard

Die genaue Zusammensetzung und Charakteristika eines solchen Portfolios zeigt die Abbildung 17.

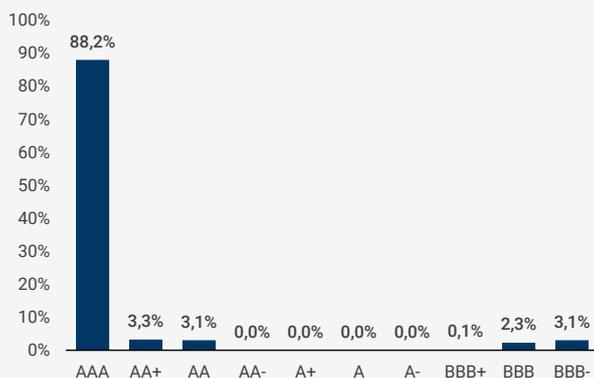
Abbildung 17
Lazard European High Quality-Allokationen
Segmentallokation



Länderallokation



Ratingallokation



Währungsallokation



Stand: 31. Juli 2024
Quelle: Bloomberg, DNB Nordic High Yield Index

Ein solches „Scandinavian High Quality“-Portfolio bietet aus unserer Sicht ein unschlagbar attraktives Risiko-Ertrags-Verhältnis und extreme Sicherheit in Krisenzeiten: Höchste Bonität von AA, angemessenen Ertrag und hohe Liquidität. Für Eurozonen-Anleger erscheint dies besonders interessant, weil man sich (mit Ausnahmen der Anleihen Finnlands und der baltischen Staaten) außerhalb der politischen Unsicherheiten der Eurozone und außerhalb des Zangengriffs der EZB bewegt und dennoch einen Kupon von über drei Prozent vereinnahmen kann.

Die Lazard Scandinavian High Quality-Strategie kann sowohl in einem Spezialfonds als auch in einem Publikumsfonds umgesetzt werden.

Zusammenfassung und Ausblick

In den zehn Jahren seit Ausbruch der Finanzmarktkrise im September 2008 bis zum Ausbruch der großen Inflation in 2022 haben die Zentralbanken die globale Volkswirtschaft und die Kapitalmärkte mit ihrer unkonventionellen Geldpolitik (Ankauf von Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Covered Bonds) dominiert. Sie haben dabei Krisen eingedämmt, die Assetpreise gestützt und multiple Assetpreisblasen erzeugt.

Die Zeit der massiven Zentralbankunterstützung für die Kapitalmärkte ist mittlerweile zu Ende gegangen. Die Zentralbanken haben Zinsen erhöht, Liquidität verknappt und sind vom „Quantitative Easing“ zum „Quantitative Tightening“ übergegangen. In der Folge sind die Kapitalmarktzinsen deutlich angestiegen, während die Risikoassets weniger Unterstützung durch die Zentralbanken haben als früher. Daher glauben wir, dass die Anleger in dieser Situation wieder mehr „Safe Assets“ in ihren Kapitalanlagen halten müssen, nachdem sie diese über das letzte Jahrzehnt stetig abgebaut haben.

Da es „Safe Assets“ im absoluten Sinne nicht gibt, interpretieren wir den Begriff relativ. „Safe Assets“ garantieren nicht in jedem Umfeld einen positiven Ertrag. Wir suchen vielmehr liquide Kapitalanlagen, die in den meisten Risikoszenarien „aus sich heraus“ überleben würden und im extremen Krisenfall eine geringe Korrelation zu risikobehafteten Assets aufweisen, so dass sie im Portfoliokontext ein echter Diversifizierer zu Risikoassets und illiquiden Anlagen wären. Zusätzlich sollten „Safe Assets“ einen gewissen Mindestertrag liefern, sie sollten einfach, transparent und mit geringen Kosten (aller Art) belastet sein. Die Menge dieser Anlagen ist sehr begrenzt.

Wir sehen nach einer Reihe von Überlegungen als „Safe Assets“-Alternative zu Bundesanleihen und den anderen Anleihen Kerneuropas eigentlich nur (Anleihen)-Investments in Skandinavien an, also in erster Linie Anleiheemissionen aus Schweden, Dänemark, Norwegen und Finnland in skandinavischen Währungen oder EUR. Skandinavien als Region bietet eine sehr hohe Sicherheit, eine perfekte Kombination aus Stabilität, Flexibilität und Dynamik und die Anleihen eine angemessene Verzinsung.

Der skandinavische Rentenmarkt gehört zu den Teilen des globalen Rentenmarkts, die in der Regel wenig Aufmerksamkeit finden, gerade weil es nicht so häufig aufregende Ereignisse und Krisen gibt, die den Markt durcheinanderwirbeln. Dennoch ist der Markt keineswegs klein und bietet einige interessante Charakteristika für den Anleger. Der skandinavische Rentenmarkt beläuft sich auf ein Volumen von umgerechnet rund 2000 Mrd. USD.

Das einzige Rentensegment in Skandinavien, das für Eurolandanleger neu ist, ist der dänische Pfandbriefmarkt. Dieser besteht in drei etwa gleich großen Teilen aus normalen Pfandbriefen („Bullet Covered Bonds“), Pfandbriefen mit Kündigungsoption („Callables“) und Pfandbriefen mit Geldmarktverzinsung (Floater, mit oder ohne CAP). Für den internationalen Anleger sind hauptsächlich die Pfandbriefe mit Kündigungsoption interessant. Im Segment Callables halten Ausländer rund 40 % der umlaufenden Papiere.

Die dänischen Pfandbriefe mit Kündigungsoption sind im Niedrigzinsumfeld hoch attraktiv als Teil skandinavischer Anleihenportfolios. Der Zinsaufschlag von rund 2 Prozent durch die vereinnahmte Optionsprämie ist eine Mehrrendite, die nichts mit Credits und Credit-Risiko zu tun hat, sondern die Papiere haben alle ein AAA- oder mindestens AA-Rating. Relativ zum allgemeinen Zinsniveau ist der Aufschlag relativ hoch und stabil, auch wenn die reine Rendite am dänischen Pfandbriefmarkt über die letzten Jahrzehnte genauso gesunken ist wie an allen europäischen Rentenmärkten.

Dennoch schlagen wir als Grundidee für die Kapitalanlage im Sinne von „Safe Assets“ kein reines dänisches Pfandbriefportfolio vor, sondern ein diversifiziertes skandinavisches Rentenportfolio, das zwar eine hohe Gewichtung in dänischen Pfandbriefen aufweist, aber als Anlageuniversum alle skandinavischen Renten mit Investmentqualität umfasst, die entweder in skandinavischen Währungen notieren oder von skandinavischen Emittenten stammen („Scandinavian High Quality“). Ein reines Portfolio dänischer Pfandbriefe mit Kündigungsoptionen wäre zu stark konzentriert auf den dänischen Immobilienmarkt und auf nur wenige Emittenten.

Ein solches „Scandinavian High Quality“-Portfolio bietet aus unserer Sicht ein unschlagbar attraktives Risiko-Ertrags-Verhältnis und extreme Sicherheit in Krisenzeiten: Höchste Bonität von AA, angemessenen Ertrag und hohe Liquidität. Für Eurozonen-Anleger erscheint dies besonders interessant, weil man sich außerhalb der politischen Unsicherheiten der Eurozone und außerhalb des Zangengriffs der EZB bewegt und dennoch einen Kupon von über drei Prozent vereinnahmen kann.

Verfasser: Werner Krämer
E-Mail: werner.kraemer@lazard.com

Verfasser: Dr. Jan Schopen
E-Mail: jan.schopen@lazard.com

Literaturverzeichnis

¹ Committee on the Global Financial System: Financial stability implications of a prolonged period of low interest rates, CGFS Papers No 61, July 2018.

² P. Stroud: The Legatum Prosperity Index™ 2023, 2023, https://www.prosperity.com/download_file/view_inline/4789.

³ U.K. Hansen: Nordic Covered Bonds 2017-2018, Nordea Marketing Material, September 2017.

⁴ J. Skinhoj et al: Danish Covered Bonds 2023/2024, Nykredit markets, White Paper, März 2023.

⁵ W. Krämer: Mehr Sicherheit in Zeiten extremer Unsicherheit – Die Globalisierung des deutschen Pfandbriefs, Lazard Asset Management, Standpunkt, März 2017.

⁶ NN: Weiterhin positive Renditen mit sehr sicheren Anleihen (European Covered Bonds und Dänischen Pfandbriefen) generieren, Präsentation, Nordea Asset Management, Oktober 2017.

⁷ J.W. Ostergard: Outlook 2018 – Reading the Markets Denmark, Danske Bank, Investment Research, Dezember 2017.

⁸ C. E. Falch: Danish Covered Bond Handbook, Danske Bank, September 2017.

⁹ J. Xue: Pricing Callable Bonds, Uppsala University, Examensarbeit in Mathematik, Dezember 2011.

¹⁰ nn: Entwicklung dänischer Hypothekendarlehen im aktuellen Zinsumfeld, Nordea, In Focus, Mai 2015.

¹¹ nn: Dänischer Pfandbriefmarkt und dänische Wirtschaft Rückblick 2022, Ausblick 2023, Nordea In Focus, Januar 2023.

¹² The Nordic Covered Bond Roundtable, Nord LB, The Covered Bond Report, Dezember 2022, https://www.nordlb.de/fileadmin/redaktion/Floor_Research/pdf/TheCBR_Nordic_Roundtable_Dec_2022.pdf

¹³ J. Skinhoj, ebenda

¹⁴ M. Weidner et al: Lazard Scandinavian High Quality – Attraktive Rendite mit höchster Bonität, Präsentationsunterlagen, Juli 2024.

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund Mai 2020

„Emerging Markets Corporate Bonds“

Standpunkt September 2020

„Gold – Assetklasse für ein „Zeitalter der Angst““

Standpunkt Dezember 2020

„Going Global“ – ein erfolgreiches Konzept“

Hintergrund Februar 2021

Aktualisierung: „Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Standpunkt April 2021

„Die Welt im Wandel – Investieren in die Zukunft“

Standpunkt Mai 2021

„Investmentrestriktionen, Risikobudgets und Anlageerfolg“

Hintergrund September 2021

„Die Kombination von Style-Investing und Quality-Investing – eine häufig übersehene Handlungsalternative am Aktienmarkt“

Hintergrund März 2022

„Wie wird Inflation berechnet?“

Hintergrund April 2022

„Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Hintergrund Mai 2022

„Auf die Größe kommt es an: Small Cap = Large Opportunity?“

Hintergrund September 2022

„Ruhe bewahren – auf Bären folgen Bullen“

Standpunkt November 2022

„Den Blick Richtung Norden: Nordic High Yield – Wo High Yield noch High Yield bedeutet“

Hintergrund März 2023

„Multi-Asset-Strategien - ein Überblick“

Standpunkt Juni 2023

„Rückkehr in die Zinsnormalität – Die Renaissance von Rentenanlagen“

Hintergrund Januar 2024

Aktualisierung: „Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Standpunkt April 2024

Aktualisierung: „Den Blick Richtung Norden: Nordic High Yield – Wo High Yield noch High Yield bedeutet“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:



ERFAHREN SIE MEHR
www.lazardassetmanagement.com

Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardassetmanagement.com

Neue Mainzer Straße 75
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29

Opernring 7
1010 Wien
Telefon +43-1 92 80 52 9

LAZARD
ASSET MANAGEMENT