



US Municipal Bonds

Hohe Kreditqualität bei attraktivem Renditeniveau

→ Der Markt für US-Kommunalanleihen ist die wichtigste Finanzierungsquelle für die 50 Bundesstaaten und lokalen Behörden der USA: Die Infrastruktur und wichtige lokale und bundesstaatliche Aufgaben werden über sogenannte „US Municipal Bonds“ finanziert. Diese Anleihen bieten eine attraktive Rendite bei hoher Kreditqualität und sind eine sinnvolle Beimischung in einem gut diversifizierten Portfolio.

Municipal Bonds zur Finanzierung öffentlicher Projekte

US Municipal Bonds (kurz: „US-Munis“) sind Schuldverschreibungen von staatlichen Emittenten und gemeinnützigen Einrichtungen, um Investitionsausgaben zu finanzieren. Grundsätzlich lassen sich zwei Arten von Municipal Bonds unterscheiden: General Obligations (GO) und Revenue-Bonds; letztere machen etwa zwei Drittel und damit den größeren Teil des Gesamtmarktes für Municipal Bonds aus¹.

Emissionen von US-Munis sind für Anleger aus den USA entweder steuerpflichtig („taxable“) oder von der Steuer be-

freit („tax-exempt“). Für Nicht-US-Investoren hat die Unterscheidung steuerlich keine Relevanz, jedoch lassen sich mit steuerpflichtigen US-Munis in der Regel höhere Nominalrenditen erzielen als mit steuerbefreiten US-Munis ähnlicher Bonität.

Steigende Nachfrage und steigendes Angebot

Der US-Munis-Markt ist ein dynamischer und wichtiger Emittenten- und Anlegermarkt mit einem Volumen von etwa 4,1 Bio. USD (Stand: 31. März 2020). Die Investorenbasis ist relativ stabil; 46 % der Investoren sind Kleinanleger und 26 % Investmentfonds.



Unmittelbar nach der globalen Finanzkrise begab die US-Regierung sogenannte steuerpflichtige „Build America Bonds“ (BAB), deren Volumen abnimmt. 2010 betrug das Emissionsvolumen rund 152 Mrd. USD, davon werden 2020 Bonds im Umfang von rund 20 Mrd. USD zur Zahlung fällig, die weitgehend durch steuerfreie Anleihen ersetzt werden dürften. Dennoch rechnen wir damit, dass das steuerpflichtige US-Muni-Universum insgesamt weiter wachsen wird: Abhängig von Zinsbewegungen und politischen Entwicklungen erwarten wir für 2021 ein Emissionsvolumen von über 100 Mrd. USD. Das steigende Angebot trifft auf eine robuste Nachfrage, da der Markt für Kommunalanleihen von der US-Notenbank über die „Municipal Lending Facility“ unterstützt wird.



US-Munis als attraktiver Portfoliobaustein für Lebensversicherungen

Unter den Erstversicherern im deutschen Markt sind Lebensversicherungen gemessen am Kapitalanlagebestand mit einem Anteil von knapp 56 % oder 930 Mrd. EUR² die größte Sparte.

Lebensversicherungsverträge haben typischerweise eine sehr lange Laufzeit. Das zukünftige Auszahlungsprofil lässt sich relativ gut prognostizieren. Der Schwerpunkt der Kapitalanlage liegt folgerichtig auf festverzinslichen Anleihen. Sie erzeugen einen planbaren Einkommensstrom, der dem Profil der Passivseite der Bilanz angepasst werden kann. Die lange Duration der Verbindlichkeiten versucht man durch entsprechend lange Laufzeiten der Vermögenswerte abzubauen. Die Struktur des Marktes für in Euro denominierte festverzinsliche Anleihen ist allerdings überwiegend von kurzen bis mittleren Laufzeiten geprägt. Nur 15 % des Gesamtmarktes³ haben eine Laufzeit von mehr als 15 Jahren, wobei dieses Laufzeitensegment fast ausschließlich Staats- und staatsnahe Anleihen umfasst, die überwiegend sehr niedrig rentieren.

Im Vergleich zur Euro-Zinskurve bietet die US-Dollar-Zinskurve dem Anleger gerade bei den langen Laufzeiten ein sehr viel breiteres Spektrum an Anlagemöglichkeiten. Für Versicherungen sind insbesondere US Municipal Bonds interessant:

- Niedrige Korrelation zu anderen Anleihen: Das dominante Marktrisiko eines Versicherers ist das Spreadrisiko,

das in vielen Fällen überwiegend aus in Euro denominierten Papieren resultiert. US Municipal Bonds sind relativ gering beispielsweise mit Euro-Unternehmensanleihen korreliert und bieten dadurch einen positiven Diversifikationseffekt in einem bestehenden Portfolio.

- Geringe Kapitalanforderungen für das Spreadrisiko: Die überwiegend hohe Bonität von US-Munis sorgt trotz der langen Duration der Papiere dafür, dass die regulatorischen Anforderungen an die Eigenkapitalkosten für das Spreadrisiko unter der Solvency-II-Richtlinie vergleichsweise gering ausfallen. Zudem lassen sich viele Revenue-Bonds als Infrastrukturinvestments klassifizieren. Versicherer müssen dann für eine solche Anleihe 30 % weniger Eigenkapital vorhalten als für eine Unternehmensanleihe mit denselben Risikoparametern.
- Attraktive Rendite: Nach Abzug der Kosten für die Währungssicherung rentiert der Index für steuerpflichtige US-Munis aktuell bei etwa 1,5 % (in EUR). Dagegen liegen die Renditen im Euro-Zinsmarkt selbst bei langen Laufzeiten und einer vergleichbaren Kreditqualität, also AA und höher, zum Teil deutlich unter 0,5 %. Dieser Renditevorteil ist für institutionelle Anleger insbesondere vor dem Hintergrund der anhaltend niedrigen Zinsen ein wichtiges Argument.

Attraktive Rendite bei hoher Kreditqualität

US Municipal Bonds eignen sich besonders für Anleger, die bei der Kreditqualität der Emittenten keine Abstriche machen möchten. Knapp 70 % der Anleihen haben ein Rating von AA oder höher. Zum Vergleich: Nur knapp 9 % der in US-Dollar denominierten Unternehmensanleihen werden mit einer derartigen Bonität eingestuft (s. Abb. 1). Trotz der im Durchschnitt höheren Kreditqualität handeln US Municipal Bonds zu einem etwas höheren Spread als die Unternehmensanleihen – per Ende August 2020 lag die Differenz bei sieben Basispunkten.

Auch das absolute Renditeniveau von steuerpflichtigen US-Munis ist überaus attraktiv; per Ende August 2020 rentierte der Markt bei 2,25 % (in USD). Durch den rapiden Rückgang der Kosten für die Währungssicherung in den vergangenen zwölf Monaten ist die Anlageklasse auch für Euro-Anleger wieder erheblich interessanter geworden.

Niedrige Volatilität und gute Diversifikationsmöglichkeiten

US-Munis weisen im Vergleich zu anderen Fixed-Income-Anlagen eine vergleichsweise niedrige Volatilität und geringere Drawdowns auf. Dies ließ sich zuletzt bei der jüngsten Marktkorrektur im März 2020 beobachten, als die Kursrückgänge bei US-Munis deutlich geringer ausfielen als in anderen Rentenmarktsegmenten.

Ein weiterer wichtiger Punkt, der für US-Munis spricht, sind die positiven Diversifikationseffekte. So sind sie insbesondere zu in Euro denominierten Anleihen niedrig korreliert (s. Abb. 2).

Mit US-Munis nachhaltig investieren

Nachhaltigkeitsaspekte haben bei der Kapitalanlage in den vergangenen Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Wir schätzen, dass etwa 60 % des US-Muni-Universums den ICMA Green and Social Bond Principles⁴ entsprechen – mit steigender Tendenz. Zudem fördert eine Anlage in US-Munis sozial wünschenswerte Zwecke (s. Abb. 3).

Aktives Management für attraktive Opportunitäten

Der Markt für US Municipal Bonds ist extrem fragmentiert. Verglichen mit dem Markt für US-Dollar-Unternehmensanleihen ist die Zahl der Emissionen von US-Kommunalanleihen um ein Vielfaches höher – bei gleichzeitig viel ge-

Abb. 1: Rating-Qualität von US Taxable Municipal Bonds und US-Unternehmensanleihen

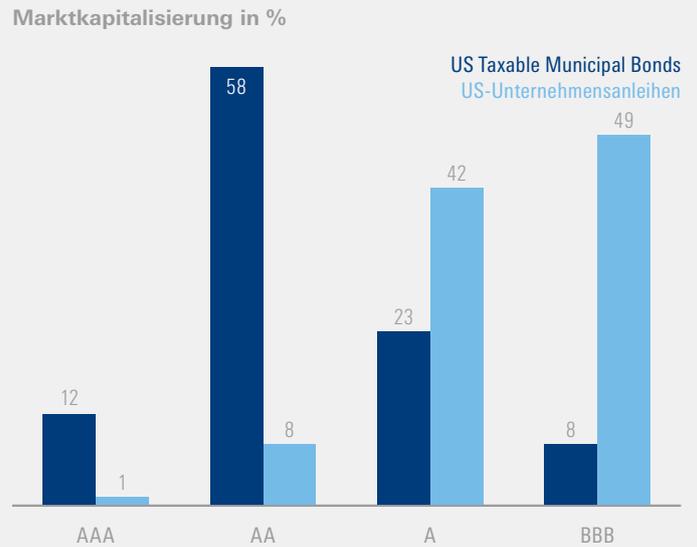
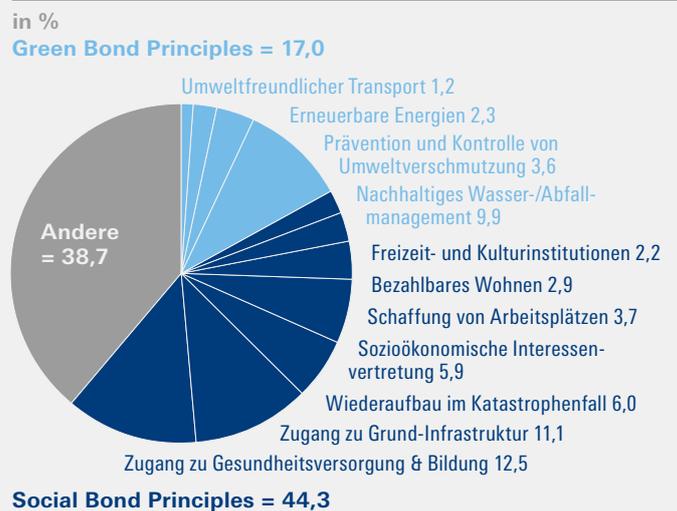


Abb. 2: Sektorkorrelationen über zehn Jahre

	Taxable Munis	Tax-Exempt Munis	US Equities	Euro Corp. Bonds	Euro Govt. Bonds	US Corp. Bonds
Taxable Munis	1,00					
Tax-Exempt Munis	0,82	1,00				
US Equities	-0,10	-0,05	1,00			
Euro Corp. Bonds	0,56	0,48	0,47	1,00		
Euro Govt. Bonds	0,66	0,58	-0,04	0,64	1,00	
US Corp. Bonds	0,77	0,66	0,47	0,83	0,58	1,00

Abb. 3: „Social Impact“-Kategorien



ringerem durchschnittlichem Emissionsvolumen. Um die interessantesten Titel zu identifizieren und zu erwerben, sind Spezialisten nötig, die gut mit Emittenten und Händlern vernetzt sind.

Im Zuge der jüngsten Krise kam es zu Marktverwerfungen, und in der Folge wurde kaum zwischen stärkeren und schwächeren Emittenten unterschieden. Aktives Sektormanagement und eine detaillierte Analyse von US-Munis sind daher aus unserer Sicht der Schlüssel, um Risiken zu vermeiden und attraktive Anlagemöglichkeiten zu identifizieren. ●

Fußnoten zum Text und zu den Grafiken S. 3

Seite 1, Fußnote 1

Vgl. Bloomberg Barclays Municipal Index per 11. September 2020

Seite 2, Fußnote 2

Quelle: Gesamtverband der Versicherungswirtschaft, Stand: 31. Dezember 2018.

Seite 2, Fußnote 3

Gesamtmarkt gemessen am Bloomberg/Barclays Euro Aggregate Index.

Seite 3, Fußnote 4

Die Social Bond Principals sind freiwillige Leitlinien der International Capital Market Association, die Emittenten zu Transparenz und Offenlegung anhalten und Empfehlungen für das Vorgehen bei der Emission von Social Bonds enthalten. Die Principles sollen dadurch die Entwicklung des Marktes fördern.

Seite 3, Abb. 1

Quellen: ICE BofA Indizes, EIOPA, Payden & Rygel; Stand: 31. August 2020

Seite 3, Abb. 2

Quellen: Bloomberg, ICE BofA Indizes, Payden & Rygel. Monatliche Renditen vom 10. September 2010 bis 10. September 2020.

Seite 3, Abb. 3

Quelle: Payden & Rygel; Stand: 30. Juni 2020

Payden & Rygels langjährige Erfahrung mit US Municipal Bonds

Payden & Rygel sind seit der Gründung vor mehr als 30 Jahren aktiv in US-Munis investiert. Aufgrund ihrer hohen Kreditqualität und attraktiven Renditen sind sowohl „taxable“ als auch „tax-exempt“ US-Munis Kernbestandteil in den Portfolios vieler Kunden. Zum Ende des zweiten Quartals 2020 verwalteten Payden & Rygel über 4 Mrd. USD in US-Munis bei über 127 Mrd. USD in Total Assets.

Payden & Rygels aktiv verwaltete Strategie für US-Munis konstruiert Kundenportfolios passgenau, sodass sie sich an Ziele mit unterschiedlichen ESG-Kriterien anpassen können.



*Joannis Karathanasis, Managing Director Metzler/Payden, LLC
Tobias Mansky, Institutional Sales Manager, Metzler Asset Management GmbH*

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Gastbeiträge geben nicht die Meinung von Metzler wieder. Die Weitergabe dieser Unterlage an Dritte, insbesondere an Privatanleger, ist ausdrücklich untersagt. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden.

Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.