



Thilo Wolf

Municipal Bonds: die besten US-Anleihen – attraktiv und liquide

Rendite und Sicherheit sind die beiden Wünsche der meisten Anlegerinnen und Anleger. Und hier kommen immer mehr die sogenannten US Muni Bonds ins Spiel. Sie entwickeln sich zu den – gerade auch für ausländische Investoren – attraktivsten Anleihen im US-Markt. US-Kommunalanleihen, oder Municipal Bonds, die von den Bundesstaaten und ihren Kommunen emittiert werden, investieren in öffentliche Infrastruktur. Bekanntlich ist dies gerade in den Vereinigten Staaten ein unendliches Feld, das es zu bestellen gilt, und US Municipal Bonds sind die Hauptfinanzierungsquelle für Investitionen in die Infrastruktur.

US Muni Bonds bieten festverzinsungsähnliche Erträge und entsprechende Risikoprofile. Die laufenden Erträge basieren auf unverzichtbaren physischen Projekten. Die Renditechancen lassen sich mit denen

von Unternehmensanleihen vergleichen – sie können sogar noch höher als diese ausfallen. Gerade in letzter Zeit steigt deshalb die weltweite Nachfrage nach US Municipal Bonds massiv, denn hochwertige Investments mit attraktiver Rendite sind am Markt derzeit ziemlich rar gesät.

Großteil der Infrastruktur über US Muni Bonds finanziert

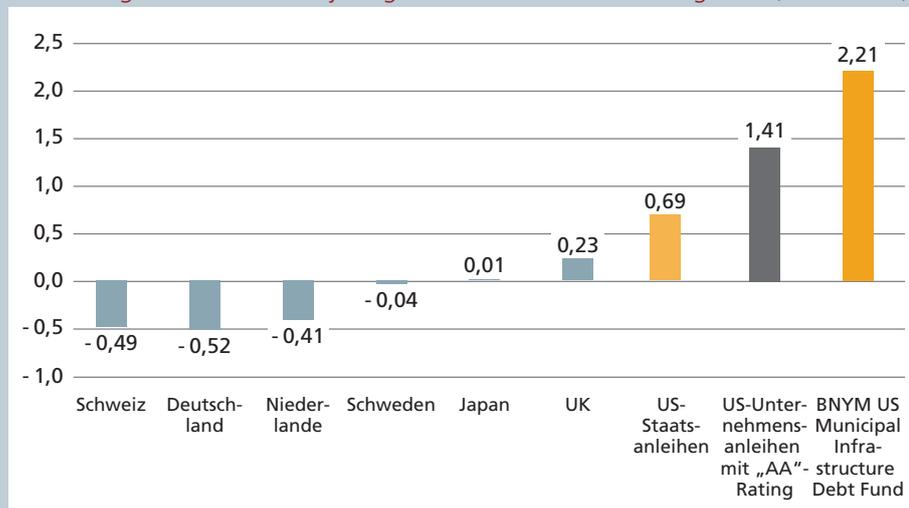
Kommunalanleihen sind – sowohl absolut als auch relativ betrachtet – nicht nur renditestark, sondern auch solide gesichert. Hier hat der Anleger zwei Möglichkeiten: Die „General Obligation“, also die Zusage der Kommune, Steuern in unbegrenzter Höhe zu erheben, um das Kapital jederzeit rückzahlen zu können. Die zweite Option lautet „Revenue Bond“. Dahinter verbirgt sich die Zusage

von Regierungen oder beispielsweise Flughafenbetreibern oder dem Wasserwirtschaftsamt, die Einnahmen, also die Gebühren des jeweiligen Versorgungsunternehmens oder auch Abgaben, für die Tilgung der Schulden an deren Inhaber zuzuweisen.

Es gibt vier Hauptinvestitionsfelder, für die US-Kommunen Municipal Bonds im Bereich Infrastruktur emittieren, die gleichzeitig die wichtigsten Sektoren für eine funktionierende Zivilgesellschaft sind: soziale Infrastruktur, Verkehr, Wasser und Energie.

80 Prozent der US-Infrastrukturausgaben werden über diese Anleihen finanziert, meist in Form von Revenue Bonds, also Cashflow-gebundenen Projektfinanzierungen, wie Brückenbau oder Flughäfen. Sie sind täglich handelbar, zudem ist der Markt volumenstark und liquide. Das Marktvolumen im Oktober 2020 lag bei 3,9 Billionen US-Dollar, was dem gesamten US-Hochzinsanleihen-Markt entspricht. Zum Vergleich: Der US-Unternehmensanleihemarkt ist insgesamt 9,7 Billionen US-Dollar schwer. Das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen der Muni-Bonds beträgt 12,8 Milliarden US-Dollar, das der Unternehmensanleihen 40 Milliarden US-Dollar. Und noch eine Zahl: 2020 wurden bis Oktober bereits Kommunalanleihen in einem Gesamtvolumen von etwa 420 Milliarden US-Dollar emittiert, 23 Prozent mehr als 2019.

Abbildung 1: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen im Vergleich (in Prozent)



Mit AA1/AA+/AAA eingestufte Papiere (DBRS). Diese Staaten/Staatsanleihen wurden aufgrund ihrer vergleichbaren Bonitätsqualität ausgewählt. Quelle: Bloomberg, Mellon, 30. September 2020

Negative Korrelation mit Aktien

Vergleicht man Municipal Bonds mit den anderen US-Instrumenten am Markt, sind



Thilo Wolf



Deutschland-Chef, BNY Mellon Investment Management, Frankfurt am Main

In dem vorliegenden Beitrag wird die Anleihen-kategorie der US-Kommunalanleihen vorgestellt, die in Infrastruktur investieren. Diese Bonds bieten laut Wolf festverzinsungsähnliche Erträge, die auf unverzichtbaren physischen Projekten basieren. Gerade in jüngster Vergangenheit steige die Nachfrage dieser Papiere, da sie ähnliche Renditechancen wie Unternehmensanleihen böten, gleichzeitig aber ein geringeres Risiko aufweisen würden. So weise eine US-Kommunalanleihe mit einem Rating von BBB nur ein Zehntel der Ausfallrate von Corporate Bonds mit gleicher Einstufung auf. Die überwiegende Mehrheit der US-Infrastrukturausgaben wird laut Autor mit diesen Anleihen finanziert, meist als „Revenue Bonds“, wo die Kommunen zusagen, die Einnahmen der finanzierten Projekte für die Tilgung zu verwenden, falls die Kommune selbst den Kapitaldienst nicht mehr erbringen kann. Durch die Präsidentschaft von Joe Biden erwartet sich Wolf einen weiteren Schub für diese Bond-Kategorie. (Red.)

sie aktuell besonders attraktiv. Und neben geringeren Ausfallquoten bieten sie zudem sehr geringe Korrelationen mit anderen Assetklassen. Sie korrelieren kaum mit risikoreicheren Anlagen. Und bei Aktien fällt die Korrelation sogar negativ aus – Unternehmensanleihen dagegen korrelieren mit Aktien eher positiv, was für ein diversifiziertes, und damit risikostreuendes Portfolio weniger günstig sein kann. Spannend ist auch der Vergleich mit Hochzinsanleihen. Hier ist nur

eine minimale Korrelation nachzuweisen – ein Bruchteil derer mit Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating.

Ein weiteres Plus: Die Emittenten von US Muni Bonds können, im Gegensatz zu Unternehmen, Steuern erheben und eben auch erhöhen oder auch Ausgaben kürzen, wenn ein Ausfall drohen sollte. Investoren haben also den Vorteil geringerer Kreditrisiken und einer breiteren Diversifizierung im Vergleich zu risikoreicheren Assetklassen. Solch eine Flexibilität können andere Emittenten kaum vorweisen. So verwundert es nicht, dass diese Art Anleihen bereits seit mehreren Jahrhunderten ausgegeben werden und dabei so selten ausgefallen sind – auch in wirtschaftlich schwierigen Phasen. Mellon ist bereits seit 1933 in dem Kommunalanleihemarkt tätig und einer der größten Manager von US Muni Bonds weltweit.

Robust durch die Corona-Krise

Die Corona-Pandemie ist zwar auch an den US-Kommunalanleihen nicht spurlos vorübergegangen. Es gab, wie bei fast allen anderen Anlageklassen auch, 2020 eine ziemliche Berg-und-Tal-Fahrt. So wirkten sich Ausgangssperren, Phasen geringerer Liquidität und die steigende Arbeitslosigkeit neben einigen anderen Faktoren auf die Renditen aus. Aber: Auch aus dieser Krise sind die Papiere bisher gut herausgekommen. Die Märkte für Kommunalanleihen erwiesen sich als sehr belastbar. Auch wenn der Druck auf die Emittenten in den letzten Monaten teils natürlich extrem hoch war – genau wie im gesamten Anleihemarkt.

Inzwischen geht es den US-Kommunen wieder besser, die meisten befinden sich wieder in einem Aufwärtstrend. Die Einnahmen erhöhen sich, die Liquiditätsreserven ebenso. Bundesstaaten und Kommunen haben wohl zudem bestimmte Rücklagen trotz Pandemie nicht angetastet. Die Haushaltsdefizite der letzten Zeit haben sie eher über Ausgabenkürzungen in den Griff bekommen. Außerdem tragen die Hilfen der US-Regierung ebenfalls dazu bei, dass die Kommunen nicht alle Rücklagen ausschöpfen mussten und

deshalb weiterhin gut in der Lage sind, ihre Schulden zu bezahlen. Und im Gegensatz zu Unternehmen müssen die Emittenten keinen Gewinn erzielen, da sie in ihren Kommunen ja ein Quasimonopol besitzen, also ziemlich konkurrenzlos sind. Angesichts sehr verschiedener Einnahmemöglichkeiten und solider Pensionssysteme zeigten sich die Anleihen als ziemlich robust; egal unter welchen Rahmenbedingungen.

Zwar wird auch bei Muni Bonds die Ausfallrate leicht ansteigen, insbesondere in Marktsegmenten wie Seniorenwohnanlagen, Pflegeheimen oder ähnlich gelagerten Investments. Dabei handelt es sich aber meist um eher spekulative Anleihefinanzierungen für Einzelprojekte und weniger um fundamentale Infrastruktur.

Der allergrößte Teil der Emittenten wird die Zahlungen pünktlich zur Fälligkeit leisten können. Generell gilt: Wenig Ausfälle, aber sicherlich einige Herabstufungen, sollten Anleger bei wirtschaftlichen Abschwüngen erwarten und einkalkulieren. Insgesamt beträgt die Ausfallwahrscheinlichkeit einer Kommunalanleihe mit BBB-Rating allerdings nur etwa ein Zehntel einer Unternehmensanleihe mit dem gleichen Rating.

Bidens „Build Back Better“-Plan

Wenn man sich den Markt für US Muni Bonds ansieht, darf man das wichtigste Ereignis des politischen Amerikas im Jahr 2020 nicht außer Acht lassen. Nach dem Sieg von Joe Biden bei der Präsidentschaftswahl kann die Bevölkerung – und damit auch die Investoren – erwarten, dass die Infrastrukturausgaben deutlich angehoben werden. Fairerweise muss man sagen, dass auch Donald Trump hier noch mehr tätig werden wollte. Aber mit Biden besteht die große Chance, dass viele Projekte, die den Menschen, der Umwelt und einer Vielfalt an Infrastrukturmaßnahmen förderlich sind, umgesetzt werden.

Die US-Flughäfen sind beispielsweise so ein Bereich. Es gibt Massen an überfälligen Sanierungsmaßnahmen, von der eine aktuell sehr marode Flughafeninfra-

Abbildung 2: Besonderheiten von US Muni Bonds

Herausforderungen des Anlegers	Auswirkungen	Wie US-Infrastrukturanleihen helfen
Niedrigzinsumfeld	Anleger sind gezwungen, höhere Risiken einzugehen, um Erträge zu erwirtschaften.	Im Vergleich zu Staatsanleihen attraktive Renditen. Üblicherweise bessere Bonitätsratings, niedrigere Ausfallraten und höhere durchschnittliche „Recovery Rates“ als US-Unternehmensanleihen mit Investmentstatus.
Wertschwankungen/Volatilität	Nach einem 30 Jahre andauernden Bullenmarkt ist das Rückschlagrisiko an den Anleihemärkten relativ hoch.	Bietet die Möglichkeit, in Phasen ausgeprägter Wertschwankungen attraktivere Erträge zu erzielen als andere festverzinsliche Anlageklassen – verbunden mit potenziellen Diversifikationsvorteilen (aufgrund der geringen Korrelation).
Durationsrisiko	Sensitivität im Hinblick auf künftige Zinsanstiege	Die Renditen von US-Kommunalanleihen weisen seit jeher eine lediglich begrenzte Sensitivität hinsichtlich einer Verschärfung der Geldmarktpolitik durch die Fed auf.
Liquidität und Skalierbarkeit	Geringere Händlerbestände sowie Wertschwankungen am Markt haben die Liquidität einzelner Unternehmensanleihen (vor allem von Hochzinspapieren) zuletzt belastet.	Beträchtliche Marktgröße sowie eine wesentlich höhere Zahl von Emittenten als am Markt für US-Unternehmensanleihen. Gleichzeitig sind institutionelle Investoren in diesem Markt bisher nicht sehr präsent. Bezüglich Liquidität bietet die Anlageklasse markante Vorteile.

Quelle: BNY Mellon Investment Management

struktur profitieren wird. Fast genauso sieht es im Straßenbau und im Krankenhauswesen aus.

Immenser Investitionsbedarf wird Angebot erhöhen

Zudem wird eine neue Energie- und Klimapolitik Einzug halten. Derzeit ist natürlich noch nicht klar, welche Schwerpunkte die Regierung und die Kommunen ganz konkret setzen werden. Eine sinnvolle Verwendung öffentlicher Gelder bedeutet immer auch, ein ausgewogenes Maß zwischen den einzelnen Investitionen zu finden. Aber in Bidens „Build Back Better“-Plan sind zwei Billionen US-Dollar vorgesehen, um in den nächsten vier Jahren Infrastruktur und saubere, grüne Energie, zum Beispiel für die energetische Sanierung von zwei Millionen Wohnimmobilien, zu finanzieren.

Es geht aber auch um eine bessere Umwelt- und Klimagerechtigkeit. So soll eine eigene Abteilung im Justizministerium dafür entstehen. Eines ist grundsätzlich klar: Bidens Steuer- und Infrastrukturpolitik wird den Kommunalobligationsmarkt

eher beflügeln. Ein Ausbau der Infrastruktur wird sicherlich dazu beitragen, dass sich die Konjunktur in den Vereinigten Staaten schneller, effektiver und nachhaltiger erholt.

Ein weiterer Aspekt von Bidens zu erwartender Politik: Seine Ankündigung vor der Wahl, die Körperschaftssteuern zu erhöhen. Das verspricht den US Muni Bonds den nächsten Auftrieb. Denn als steuerbegünstigte Anlage wird sie noch attraktiver und zunehmend auch für Unternehmen und Banken interessant.

Gerade für europäische Investoren sind US Municipal Bonds attraktiv, stehen aber oftmals nicht mit auf der Agenda. Dabei bieten gerade die Anleihefonds in diesem Bereich einen einfachen Zugang für nichtamerikanische Anleger. Sie sind eine renditeträchtige und sichere Alternative oder Beimischung für ein diversifiziertes Anleiheportfolio. Und in naher Zukunft können Anleger angesichts der immensen Investitionen, die die USA tätigen müssen oder tätigen wollen, eine noch größere Vielfalt an Municipal-Anleihemöglichkeiten und weiteres Wachstum in diesem Segment erwarten.

Zeitschrift für das gesamte
REDITWESEN

**Finden Sie jetzt
bei uns online
aktuelle Studien
rund um das
Kreditwesen.**

**[www.kreditwesen.de/
research](http://www.kreditwesen.de/research)**

**Ihr Anspruch ist
Expertenwissen.
Unserer auch!**

Bleiben Sie mit
aktuellen Studien
zu spannenden Themen
immer nah am Markt.