

CIO View

Uncut

«In der aktuellen geldpolitischen Übergangsphase präsentieren sich nahezu alle Ratingsemente als sehr chancenreich.»

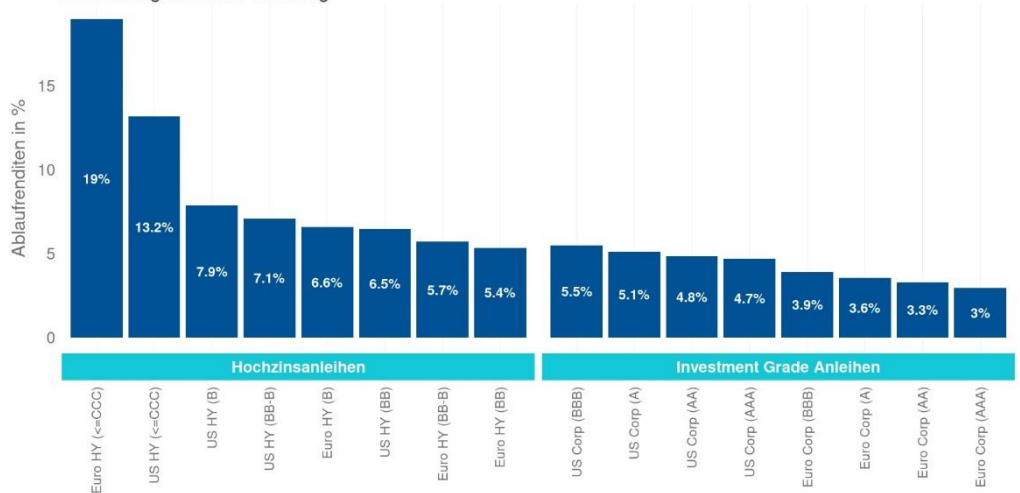
Robert Koch, CIO

Navigating 2024: The Year of Fixed Income Opportunities

- Warum dieses Jahr kein Weg an Fixed Income vorbeiführt
- Welche Faktoren bei der richtigen Auswahl entscheidend sind
- Welche Segmente bergen die grössten Chancen und Risiken für 2024

Ablaufrenditen von Unternehmensanleihen im Überblick

Darstellung in lokaler Währung



Quelle: ESG-AM | ICE
 Darstellung in lokaler Währung | Daten per: 2024-01-26

Die Zentralbanken werden auch 2024 im Zentrum der Aufmerksamkeit stehen. Die gute Nachricht ist, dass nach zwei Jahren restriktiver Geldpolitik bereits wieder laut über Zinssenkungen nachgedacht wird.

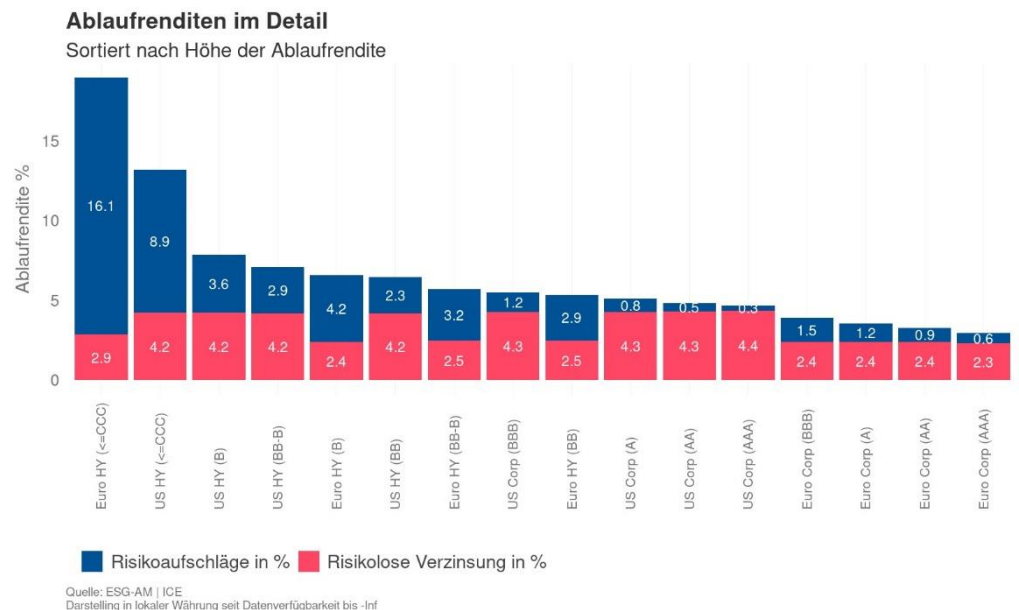
Angesichts der stark gestiegenen Zinsen notieren die Ablaufrenditen von verschiedensten Anleihe-Segmenten am oberen Ende ihrer langjährigen Renditeskala. Gleichzeitig haben sich Unternehmen aber auf langfristig harte Zeiten eingestellt und dementsprechend Sparmassnahmen umgesetzt. Die Kombination aus attraktiver Rendite, hoher Kreditqualität und bevorstehendem Zinssenkungszyklus macht Fixed Income unserer Meinung nach zu einer der spannendsten Anlageklassen in diesem Jahr.

In dieser Uncut-Ausgabe widmen wir uns ganz diesem Thema und geben einen kurzen Überblick, welche Faktoren Anleger unbedingt im Auge behalten sollten, warum Anleihen gerade jetzt spannend sind und wie die Ausfallwahrscheinlichkeiten zu beurteilen sind. Zum Schluss geben wir einen Überblick, welche Segmente die grössten Chancen für 2024 versprechen.

Spreads, Rating und Laufzeit - Die wichtigsten Faktoren im Überblick

Fixed Income bezieht sich auf Anlageinstrumente, bei denen die Zahlungsströme im Vorherein festgelegt werden. Der Investor fungiert als Kreditgeber für Unternehmen und erhält dadurch eine Ablaufrendite, die sich aus dem risikolosen Zinssatz und dem Risikoaufschlag zusammensetzt.

Risikoaufschläge (auch Spreads genannt) beschreiben die zusätzliche Rendite, mit der ein Anleger für das höhere Kreditrisiko im Vergleich zu einer risikolosen Anlage mit ähnlicher Laufzeit entschädigt wird. Diese Aufschläge orientieren sich am Rating, welches die Ausfallwahrscheinlichkeit des Kredites einschätzt. Der Ratingbereich von AAA bis BBB- werden als Investment Grade bezeichnet, während Hochzinsanleihen das Spektrum von BB+ bis CCC abdeckt. Im Grundsatz gilt, je tiefer das Rating, desto höher der Aufschlag.



Obwohl eine Anleihe in der Regel am Ende ihrer Laufzeit das eingesetzte Kapital inklusive Zinsen zurückbezahlt, kann ihr Wert in der Zwischenzeit schwanken. Diese Schwankungen können durch eine veränderte Wahrnehmung des Kreditrisikos und/oder durch eine Veränderung des risikolosen Zinssatzes entstehen.

Die Schwankungen sind a priori mithilfe der Spread Duration bzw. Duration gut quantifizierbar. Als Faustregel gilt, dass eine Anleihe mit einer Spread Duration bzw. einer Duration von beispielsweise 5 um diesen entsprechenden Prozentsatz zulegt, wenn sich der zugrundeliegende Risikoaufschlag bzw. der Referenzzins um 1 Prozent reduziert.

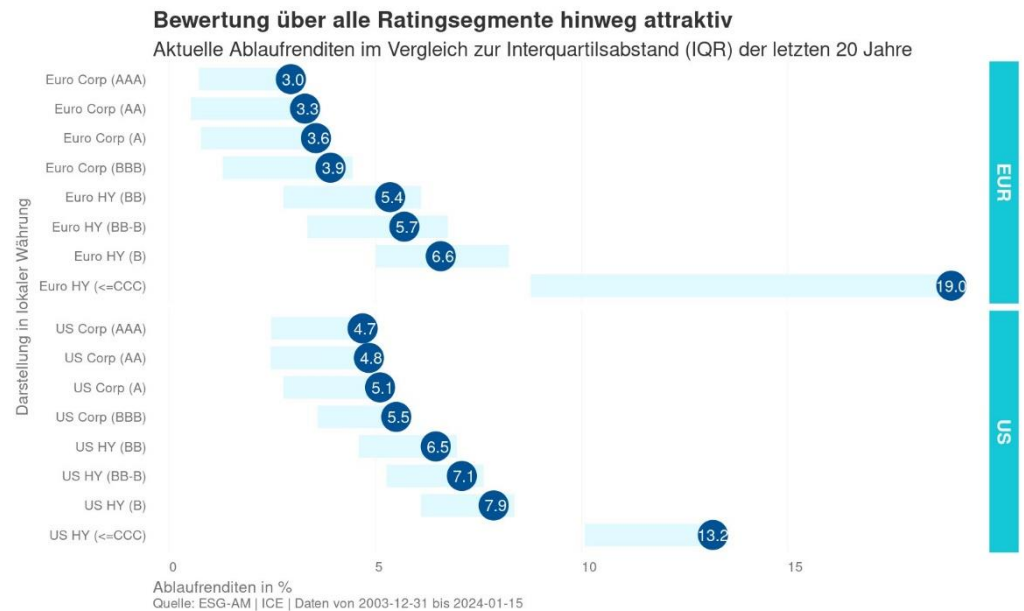
Wichtiger jedoch ist, dass zwischenzeitliche Gewinne, ähnlich wie bei Aktien, durch einen vorzeitigen Verkauf der Anleihen realisiert werden können. Der wesentliche Vorteil gegenüber Aktien tritt aber im Verlustfall auf. Kann das Ausfallrisiko ausgeschlossen werden, können durch das Halten der Anleihe temporäre Verluste bis spätestens zur Endfälligkeit vermieden werden. Anders hingegen bei Aktien, die im Vergleich zu der Anleihe des gleichen Emittenten theoretisch eine unendliche Break-Even-Laufzeit aufweisen können.

Aktuelle Bewertung von Anleihen über alle Ratingsegmente sehr attraktiv

Das Jahr 2023 war in vielerlei Hinsicht ein Übergangsjahr. Während im ersten Halbjahr noch darüber diskutiert wurde, ob und wann die Zentralbanken mit Zinssenkungen beginnen, verlagerte sich die Debatte gegen Ende des Jahres ausschliesslich darauf, wie stark die Zinsen im Jahr 2024 sinken werden.

Obwohl niemand den genauen Zeitpunkt der Zinssenkungen voraussagen kann, so scheint es, als hätten die Zinsen in den USA als auch in Europa ihren Zenit nun endgültig erreicht. Dieser geldpolitische Übergangspunkt macht Fixed Income besonders spannend, da Investoren noch in der Lage sind, sich diese attraktiven Renditen einzuloggen.

Getrieben durch die restriktive Geldpolitik der letzten zwei Jahre reichen die Ablaufrenditen, welche sich aus risikolosem Zinssatz und Risikoaufschlag (Spread) zusammensetzen, von 3 Prozent für ausfallsichere AAA bewerteten Unternehmensanleihen bis hin zu 19 Prozent für europäische Hochzinsanleihen mit sehr geringer Qualität.



Damit handelt es sich um beachtliche Renditen – nicht nur absolut betrachtet, sondern auch im historischen Kontext. Wie in der oberen Abbildung ersichtlich ist, notieren aktuell sämtliche Ratingsegmente am oberen Ende ihrer historischen Renditeskala. Dieser sogenannte Interquartilsabstand (IQR) umfasst die Bandbreite zwischen dem oberen und dem unteren Quartil gemessen anhand der letzten 20 Jahre.

Dies veranschaulicht sehr deutlich, dass das aktuelle Renditeniveau äusserst attraktiv ist. Zusätzlich winken bei Anleihen satte Kursgewinne, sollten die Zinsen stärker fallen als bisher angenommen. Wichtiger jedoch ist, dass diese Bewertung sich nicht nur auf einzelne Segmente bezieht, sondern nahezu den gesamten Bereich abdeckt. Somit können mit einem breit gestreuten Portfolio über unterschiedlichste Segmente nicht nur Risiken minimiert, sondern auch gezielt der Erwartungswert des Portfolios deutlich gesteigert werden.

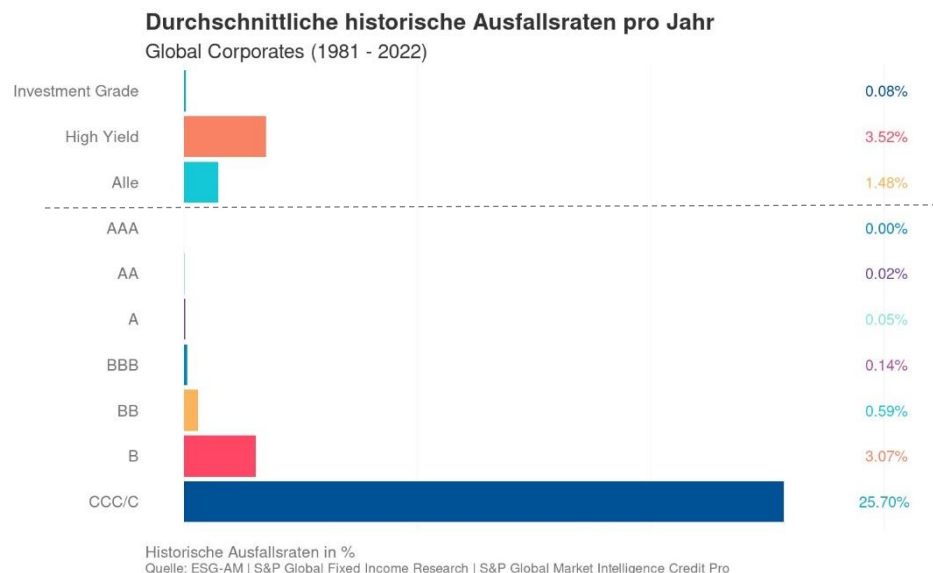
Ausfallswahrscheinlichkeiten auf dem Prüfstand

Die Ablaufrenditen von Unternehmensanleihen sind so hoch wie selten zuvor. Dies bedeutet aber im Umkehrschluss auch höhere Finanzierungskosten für die Unternehmen. Dies reduziert Gewinnmargen von geplanten Projekten und führt somit zwangsläufig zu einem Rückgang der Investitionstätigkeiten. Die Konjunktur kühlt ab und in weiterer Folge auch die Inflation – das eigentliche Ziel der Zentralbanken.

Dieses gewollt schwierige makroökonomische Umfeld führt in der Regel auch zu einem Anstieg von Kreditausfällen. Jüngstes Beispiel ist die Signa Gruppe, welche aufgrund gestiegener Finanzierungskosten und Missmanagement in die Insolvenz rutschte. Ausfallrisiken können zwar gut diversifiziert werden, jedoch reduziert ein Ausfall von beispielsweise 1 Prozent die Gesamterträge eines breit gestreuten Portfolios um diesen entsprechenden Prozentpunkt. In der Regel ist dies aber eine sehr konservative Schätzung, da Anleihen bei einem drohenden Konkursfall oftmals mit einem Abschlag bis zum geschätzten Recovery Wert veräußert werden können. Dieser Wert beträgt in der Regel zwischen 25 und 40 Prozent und beschreibt die geschätzte Erlösquote, welche durch die Verwertung der Kreditsicherheiten eingetrieben werden kann.

Somit lautet aktuell wohl wichtigste Frage: Werden Investoren im derzeitigen Umfeld angemessen für das eingegangene Risiko kompensiert? Oder anders ausgedrückt, bieten die aktuellen Ablaufrenditen genügend Schutz nach unten im Falle einer stärkeren wirtschaftlichen Abkühlung?

Da Ausfallraten schwer prognostizierbar sind, lohnt sich unserer Meinung nach ein Blick in die Vergangenheit. Die untenstehende Grafik zeigt die durchschnittlichen historischen Ausfälle pro Jahr von globalen Anleihen zwischen 1981 und 2022.



Wenig überraschend nahmen die Ausfälle mit abnehmender Kreditwürdigkeit zu und wurden am Ende der Ratingskala zum alles entscheidenden Faktor. Betrachtet man einzelne Subsegmente, so waren die durchschnittlichen Ausfallraten im Investment Grade Bereich mit 0.08% pro Jahr vernachlässigbar. Diese Auswertung entspricht auch den Erwartungen der

Ratingagenturen, da Investment Grade Anleihen als sehr kreditwürdig betrachtet werden.

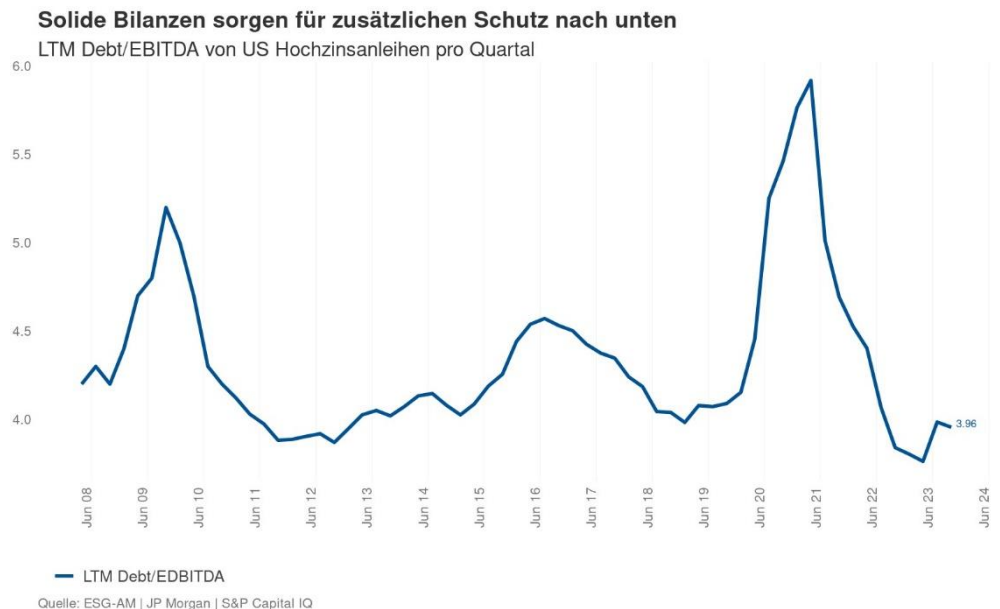
Die gesamten Ausfallsquoten über alle AAA bis hin zu CCC-Anleihen hinweg betrug 1.48 Prozent pro Jahr. Diese klingt vorerst nach viel, vernachlässigt aber die Tatsache, dass diese Zahl hauptsächlich durch die hohen Ausfälle von 25.7 Prozent im CCC-Segment getrieben wurde. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei den Hochzinsanleihen. Die Ausfälle über alle BB+ bis CCC-Anleihen betrugen 3.5 Prozent, wobei diese aber erst im Bereich Single B spürbar angestiegen sind und somit ebenfalls sehr stark von der CCC-Quote verzerrt wurden. Bemerkenswert ist auch, dass Ausfälle von Hochzinsanleihen im BB-Bereich zu A gerateten Anleihen zwar ca. 12x häufiger vorkamen, sich aber absolut betrachtet mit 0.59 Prozent nach wie vor in sehr geringen Sphären bewegten.

Ein weiterer spannender Punkt ist, dass diese Analyse sämtliche grossen Wirtschaftskrisen seit 1981 (Dot.com, Finanzkrise sowie Corona) beinhaltet. Somit dienen diese historischen Ausfallraten sicherlich als guter Richtwert, insbesondere dann, wenn sich das aktuelle Soft-Landing Szenario doch noch als Rezession herauskristallisieren sollte.

Solide Unternehmensbilanzen sorgen für zusätzlichen Schutz nach unten

Blickt man in die Zukunft, so gehen wir trotz konjunktureller Abkühlung nicht von einer signifikanten Zunahme der Ausfallraten im aktuellen Jahr aus.

Steigende Zinsen, geopolitische Störfeuer sowie Rezessionsängste führten bei Unternehmen zu umfangreichen Sparpaketen. Die Rezession ist vorerst ausgeblieben. Jedoch führten die Massnahmen dazu, dass die Verschuldung von Emittenten mit geringerer Qualität im ersten Quartal 2023 auf das tiefste Niveau seit Datenverfügbarkeit gefallen ist.



Zwar stieg die Verschuldung in den darauffolgenden zwei Quartalen leicht an, bewegt sich in Summe aber nach wie vor auf dem tiefsten Niveau seit 2013. Diese solide Ausgangsbasis sollte sich dämpfend auf zukünftige Ausfallrisiken auswirken.

Hinzu kommt, dass ein Rückgang der Zinsen den Unternehmen zusätzlichen Auftrieb verleihen sollte, da diese sich in Zukunft günstiger refinanzieren können. Diese Tatsachen sollten sich unterstützend auf die Kreditqualität der Emittenten auswirken und den Anlegern zusätzlichen Schutz nach unten bieten.

Welche Segmente aktuell besonders chancenreich erscheinen

Angesichts der aktuellen Bewertungen, der soliden Bilanzen und einem bevorstehenden Zinssenkungszyklus erscheint nahezu das gesamte Fixed Income Segment als sehr attraktiv bewertet.

Betrachtet man einzelne Segmente, so sollten sich sehr konservative Investoren vermehrt auf Anleihen im Investment Grade fokussieren, da hier Renditen bis zu 4 Prozent (währungsgesichert in Euro) erwirtschaftet werden können. Unserer Meinung nach zeichnen sich aber besonders Unternehmensanleihen aus dem Crossover-Bereich zwischen BBB und BB durch ein sehr attraktives Risiko-/Rendite Verhältnis aus. Nimmt man die Historie als Richtwert, so wird man trotz Abzug der gesamten Ausfälle im BB-Segment nach wie vor mit einer deutlichen Überrendite versus BBB entschädigt.

Single B Anleihen eignen sich im Einzelfall auch als Aktiensubstitut, falls das Unternehmen entsprechende Anleihen ausstehend hat. Denn die aktuellen Ablaufrenditen zwischen 6.6 und 7.9 Prozent entsprechen den langfristigen Erwartungswerten von Aktien, mit dem Unterschied, dass diese auch innerhalb der Laufzeit realisiert werden können. Rückzahlung vorausgesetzt, wobei Anleiheninvestoren üblicherweise im Falle eines Kreditausfalls ebenfalls besser geschützt sind als Aktionäre.

Zwar erscheinen die Renditen im CCC-Bereich auf den ersten Blick sehr attraktiv, jedoch steht die Prämie in keinerlei Relation zu den hohen eingegangenen Risiken. Unserer Meinung nach ist es daher auch oftmals sinnvoll, dieses Segment bereits strategisch auszuschliessen.

Fazit: Attraktives Renditepotenzial bei hohem Schutz nach unten

In der aktuellen Übergangsphase präsentieren sich nahezu alle Ratingsegmente als sehr chancenreich. Die hohen Ablaufrenditen in Kombination mit soliden Unternehmensbilanzen bieten nahezu allen Investoren ein ansprechendes Renditepotenzial bei gleichzeitig hohem Schutz nach unten.

Dies spricht in erster Linie für ein breit diversifiziertes Portfolio, um Opportunitäten im gesamten Spektrum bestmöglich nutzen zu können. Dies verspricht hohe risikoadjustierte Renditen, wobei sich auch für nicht anleiheorientierte Investoren ein Blick in den Sub-Investmentgrade Bereich lohnt.

Autor:

Robert C. Koch
Chief Investment Officer
ESG-AM

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.