



Rosemarie I. Baumann
Senior Portfoliomanagerin

Analyse

Trübere Aussichten für europäische Unternehmensanleihen

15. Februar 2018

www.bantleon.com

Die gute Performance europäischer Investment-Grade-Unternehmensanleihen hat sich auch 2017 fortgesetzt und fällt mit durchschnittlich 1,6% überraschend ansprechend aus. Den höchsten Ertrag erzielten Non-Financials mit Rating »BBB«. Zugleich sind in allen Ratingkategorien der Non-Financials (Senior) die Risikoprämien deutlich gesunken: um 24 bis 32 Basispunkte. Seit Jahresanfang gingen sie um weitere 7 Basispunkte zurück und zeigten sich auch im Februar trotz des sprunghaften Anstiegs der Volatilität und der Aktienmarkturbulenzen relativ widerstandsfähig. Damit ist der Rekordtiefstand von Mitte 2007 fast erreicht und die Bewertungen sind historisch relativ teuer. »Das Ende des Anleihenkaufprogramms der EZB sowie die von uns erwartete nachlassende Konjunkturdynamik in der Eurozone dürften die Performance von Unternehmensanleihen der Bonität Investment Grade spätestens im 2. Halbjahr belasten«, sagt Rosemarie I. Baumann, Senior Portfoliomanagerin und Credit-Research-Analystin des Asset Managers BANTLEON.

Was spricht in diesem Jahr für Unternehmensanleihen guter Bonität?

Rosemarie I. Baumann: Unternehmensanleihen guter Qualität haben im Vergleich zu den Aktien- und Anleihenmärkten die jüngsten Marktverwerfungen relativ gut verkraftet. Im Gegensatz zu High-Beta-Segmenten wie High-Yield, Hybridanleihen oder Nachranganleihen von Finanzinstituten stiegen die Risikoprämien der EUR-Unternehmensanleihen mit Bonität Investment Grade in der vergangenen Woche kaum. Dank der EZB-Käufe wurde auch zwischen Unternehmensanleihen aus europäischen Kern- und Peripherieländern nicht mehr differenziert. Die gute Nachricht ist, dass viele der unterstützenden Rahmenbedingungen für europäische Unternehmensanleihen vorerst bestehen bleiben: *Erstens* bot die Berichtssaison für das 4. Quartal bis zuletzt kaum Raum für Enttäuschungen und zeigte, dass der fundamentale Trend für europäische Unternehmen noch intakt ist. Neben mehrheitlich steigenden Umsätzen sind derzeit keine Probleme für die Gewinnentwicklung der Unternehmen erkennbar. *Zweitens* sind europäische Schuldner fundamental gut aufgestellt. Im Gegensatz zu ihren amerikanischen Pendanten bleiben ihre Unternehmensstrategien mehrheitlich defensiv, auch wenn M&A-Aktivitäten in Europa in Zukunft ausgehend von einem deutlich niedrigeren Niveau anziehen dürften. *Drittens* hält der Rückenwind durch die EZB an. Zwar wurden auch die Käufe von Unternehmensanleihen mit der Rückführung des Anleihenkaufprogramms reduziert. Die Kürzung fiel im Vergleich zu Staatsanleihen jedoch nur unterdurchschnittlich aus: Seit Jahresanfang liegt das Kaufvolumen im Durchschnitt noch immer über 1,4 Mrd. Euro pro Woche, während es 2017 bei 1,7 Mrd. Euro lag. Insgesamt erwarb die EZB im Rahmen des CSSP seit Juni 2016 rund 1084 Unternehmensanleihen von 261 Emittenten im Wert von 139 Mrd. Euro.

Wie beurteilen Sie aktuell die Ausfallrisiken der Unternehmen?

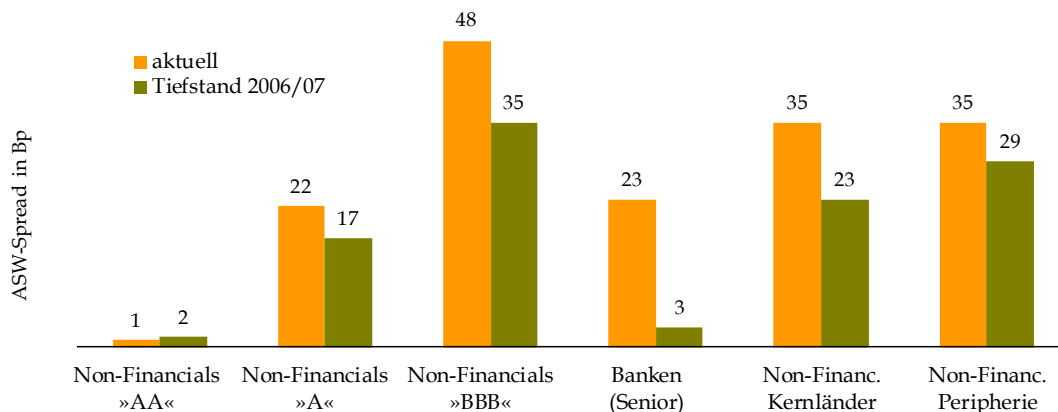
Baumann: Die günstigen Refinanzierungskosten und die hohen Liquiditätspolster halten die Ausfallraten von High-Yield-Emittenten noch gut in Schach. Die Prognosen der bekanntesten Ratingagenturen deuten auf einen spürbaren Rückgang der Ausfallraten bis zum Jahresende hin. Gemäß Moody's liegt die globale Ausfallquote im Januar 2018 nur noch bei 2,8% nach 4,6% im vergangenen Jahr. Damit liegt sie deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 4,3%. Für Europa erwartet Moody's bis Ende 2018 inzwischen sogar mehr als eine Halbierung der Ausfallquote von derzeit 2,4% auf 1,0%. Stan-

dard & Poor's verweist jedoch gleichzeitig auf die massive Verschuldungszunahme der Unternehmen seit der Finanzkrise 2007. In den USA stieg sie um 36%, in der Eurozone um 15% und in China zog sie allein in den vergangenen sechs Jahren sogar um 104% an. Damit befindet sich Asien und insbesondere China seit längerem in dem am weitesten fortgeschrittenen Stadium des Kreditzyklus. Auch in den USA verleitete das günstige wirtschaftliche Umfeld mit steigendem Gewinnwachstum die Unternehmen zu deutlich höheren Dividendenausschüttungen. Ebenso wurden schuldenfinanzierte Deals in großem Stil verfolgt. Nun macht der höhere Verschuldungsgrad die US-Firmen anfälliger gegenüber Zinsanstiegen. In Europa hingegen sieht Standard & Poor's das finanzielle Risiko in der Breite noch als unterdurchschnittlich an – nicht zuletzt, weil der Entschuldungsprozess noch nicht abgeschlossen ist und der Gewinnrend tend weitestgehend nach oben zeigt.

Mit welcher Wertentwicklung können Anleger rechnen?

Baumann: Kurzfristig sollten die sehr tiefen Risikoprämien aus technischen Gründen – CSPP der EZB und hohes Volumen an Fälligkeiten – gestützt bleiben, sofern keine größeren (geo-)politischen Unsicherheiten auftreten. Dennoch werden wir bei Unternehmensanleihen der Bonität Investment Grade vorsichtiger, auch wenn wir noch an unserem leichten Übergewicht der »BBB« Non-Financials im Vergleich zur Benchmark festhalten. Spätestens im 2. Halbjahr sollte sich das Chance-Risiko-Profil merklich verschlechtern. Wir gehen davon aus, dass die potentiellen Belastungen zunehmen, wenn die konjunkturelle Dynamik, wie von uns prognostiziert, leicht nachlässt und gleichzeitig die Unterstützungskäufe der EZB im 4. Quartal abnehmen. Angesichts historisch tiefer Zinsaufschläge gegenüber deutschen Bundesanleihen sehen wir keinen stressresistenten Risikopuffer mehr – von attraktiven Bewertungen ganz zu schweigen. Die Risikoprämien von Investment-Grade-Unternehmensanleihen dürften im Zuge schwächerer Konjunkturdaten um etwa 20 Basispunkte steigen. Insofern wird sich die gute Wertentwicklung des Vorjahres trotz der positiven Faktoren 2018 nicht wiederholen – bestenfalls dürfte ein sehr mageres Plus verbleiben.

Von ihren Tiefständen 2006/2007 sind die Risikoprämien nicht mehr weit entfernt



Quellen: ICE BofAML, BANTLEON

Stand: 15. Februar 2018

Was bedeutet das für Ihre Asset Allocation?

Baumann: Auch wenn das fundamentale Umfeld bis zuletzt äußerst erfreulich war, hat unsere Skepsis gegenüber Unternehmensanleihen zugenommen. Wir haben unsere Fonds prozyklisch bereits im Herbst 2017 defensiver aufgestellt und halten nur noch ein leichtes Übergewicht der Unternehmensanleihen gegenüber der Benchmark. In unserer Asset Allocation präferieren wir unverändert die Ratingklasse »BBB«, allerdings mit etwas kürzeren Laufzeiten von 3 bis 6 Jahren. Dabei ziehen wir weiterhin die Nicht-Finanzinstitute (Senior) gegenüber den Finanzinstituten (Senior Preferred) vor.

Kontakt:

Dominik Runkel

Telefon +49.511.288 798-33

dominik.runkel@bantleon.com

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.