



Rosemarie I. Baumann
Senior Portfolio Manager

Ansichtssache

Umfeld für europäische Unternehmensanleihen bleibt unruhig

26. Juli 2018

www.bantleon.com

Die Bilanz des 1. Halbjahres 2018 ist für europäische Unternehmensanleihen guter Bonität ernüchternd: Sie verzeichneten einen Verlust von 0,24%. Damit schnitten sie zwar besser ab als Hochzinsanleihen mit einem Minus von 1,76%, weil diese nicht vom Kaufprogramm der EZB profitieren konnten, aber Anleger dürften dennoch nicht zufrieden sein. Und daran wird sich wohl auch in den nächsten Monaten nicht viel ändern, weil der Ausblick für die Kreditmärkte mehr Schatten als Licht enthält.

Trotz solider Finanzkennzahlen und niedrig bleibender Ausfallraten in Europa ist zu bedenken, dass die Konjunktur in der Eurozone den Zenit durchschritten hat. Noch wachsen die Unternehmensgewinne auf beiden Seiten des Atlantiks grundsolide, in den USA nicht zuletzt dank der Steuerreform der Trump-Administration. Dennoch mehren sich bei Unternehmensanleihen der Bonitäten Investment Grade und High-Yield die Anzeichen dafür, dass das ungebremsste Gewinnwachstum nicht von Dauer sein wird. Darüber hinaus ist dank guter Finanzierungsbedingungen in den vergangenen Jahren der Anteil an schwächeren »BBB« Emittenten im Segment Investment Grade weltweit stark gewachsen. Dies macht die Kreditmärkte, die international hoch korreliert sind, anfälliger gegenüber globalen Stürfeuern – insbesondere, weil sich der Kreditzyklus in einem fortgeschrittenen Stadium befindet.

Deshalb überwiegen im 2. Halbjahr die Abwärtsrisiken gegenüber den Chancen. Geopolitische Spannungen und schwächere Wachstumsaussichten in Kombination mit dem alles überschattenden Thema eines drohenden weltweiten Handelskrieges könnten zu einem Problem für Risikoassets werden. Investoren könnten ihre Aufmerksamkeit wieder stärker auf die mehr oder minder hohen Bewertungen lenken und diese überdenken. Nicht zuletzt deshalb, weil die relative Bewertung europäischer Unternehmensanleihen durch die EZB-Käufe deutlich verzerrt wurde. Kämen nach der Sommerpause wieder aufflammende Turbulenzen in Italien hinzu, würde das die Kurse erneut drücken – nicht nur bei Emittenten aus europäischen Peripherieländern.

Änderung der Re-Investitionspolitik könnte kurzfristig Auftrieb geben

Zu berücksichtigen ist auch, dass die EZB ihr massives Anleihenkaufprogramm zum Jahresende auslaufen lassen will. Mitte Juli 2018 hatte sie mehr als 1150 Unternehmensanleihen im Wert von 163 Mrd. EUR im Bestand, wobei im 1. Halbjahr 80% der Käufe über den Sekundärmarkt getätigt wurden. Ab 2019 soll im Rahmen des CSPP-Kaufprogramms nur noch das Geld aus fälligen Anleihen des EZB-Bestands reinvestiert werden. In diesem Zusammenhang spekulieren einzelne Marktteilnehmer, dass die EZB möglicherweise ihre Re-Investitionspolitik ändert. Erste Informationen der EZB wären dazu ab Herbst 2018 denkbar. So könnten die Notenbanken theoretisch dazu übergehen, den Kapitalschlüssel des EZB-Kaufprogramms aufzuweichen und Rückflüsse zwischen den Programmen zugunsten von Unternehmensanleihen (CSPP) moderat umzuleiten. Dies hätte den Vorteil, dass zum einen die technische Unterstützung für Unternehmensanleihen weitgehend aufrechterhalten bliebe. Zum anderen ließen sich für den Fall eines sich massiv verschlechternden Konjunktur- und Finanzmarktausblicks die Nebenwirkungen des EZB-Exits verringern. Darüber hinaus würde dieses Vorgehen die Finanzmärkte positiv überraschen und kurzfristig sogar Anlagechancen ermöglichen. Allerdings hat diese Umsetzungsvariante eher geringe Chancen, sofern kein Krisenszenario eintritt.

Fazit: Untergewichtung zugunsten der sicheren Häfen

Vor diesem Hintergrund sehen wir uns in unserer seit Monaten bestehenden defensiveren Ausrichtung bestätigt und halten an unserem Untergewicht von Unternehmensanleihen zugunsten von Top-Staatsanleihen und Covered Bonds fest. Obwohl die Finanzmärkte bereits begonnen haben, das Szenario einer geringeren konjunkturellen Dynamik und eines nachlassenden EZB-Rückenwinds einzupreisen, rechnen wir für das 2. Halbjahr 2018 mit einer Ausweitung der Risikoprämien um 5 bis 15 Basispunkte. Daran dürfte auch eine mehrheitlich positive Berichtssaison für das 2. Quartal nichts ändern. Sollte allerdings der Handelskonflikt zu einem Handelskrieg ausarten, dann dürften die Risikoprämien noch deutlich stärker steigen, nämlich um 50 bis 60 Basispunkte. Unter dem Strich dürfte Ende 2018 bestenfalls ein sehr magerer Gesamtertrag stehen.

Kontakt:

Dominik Runkel
Telefon +49 (0) 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.