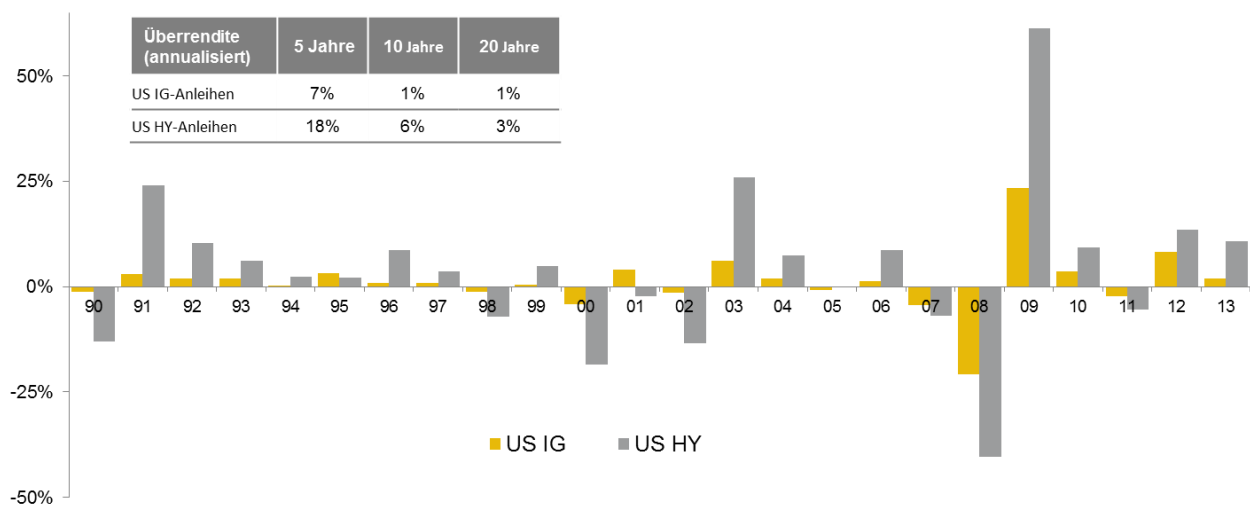


## Wann kommt der Wendepunkt im Zyklus der Unternehmensanleihen?

Unternehmensanleihen haben seit der weltweiten Finanzkrise gewaltige Renditen erzielt. Investment-Grade- und High-Yield-Unternehmensanleihen haben im Fünf-Jahres-Zeitraum bis Ende 2013 auf annualisierter Basis um 9% bzw. 20% zugelegt. Obwohl ein gewisser Anteil davon den fallenden Zinssätzen geschuldet ist, kann der Großteil auf die *relative* Outperformance von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen zurückgeführt werden. Diese Zahl - die Überrendite - lag im Betrachtungszeitraum für US-Investment-Grade-Anleihen bei über 7%. Im Vergleich zum längerfristigen Durchschnitt von etwa 1% p.a. wird das beeindruckende Ausmaß der Rallye deutlich.

Abbildung 1: Überrenditen - Investment-Grade- (IG) und High-Yield- (HY) Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Juni 2014. Überrenditen 1990-2013.

Die Credit Spreads haben sich ungeachtet des schwächeren Wirtschaftswachstums in den USA, der schrittweisen Reduktion des Anleihekaufprogrammes der Fed („tapering“) und Verwerfungen in den Schwellenmärkten im Jahr 2014 weiter eingengt. Einige Anleger befürchten, dass Unternehmensanleihen vor einer Blase stehen. Die US-Notenbankchefin Janet Yellen hat dazu kräftig beigetragen, als sie hervorgehoben hat, dass sich im Bereich High-Yield-Anleihen erste Anzeichen einer übermäßigen Risikobereitschaft andeuten. Wenn der Kreditzyklus heute nicht endet, auf welche Signale müssen die Anleger achten, um den richtigen Zeitpunkt zum Ausstieg nicht zu verpassen?

### Abgrenzung der Anleger von den Händlern

Credit Spreads können volatil sein, und es gibt mit Sicherheit einen Nutzen für diejenigen, die in der Lage sind, eine taktische Über- und Untergewichtung dieser Assetklasse vorzunehmen, um von diesen Schwankungen zu profitieren. Für viele Anleger ist jedoch das Halten von Anleihen im Bestand eine strategische Entscheidung. Credit Spreads tendieren zu einer Überkompensation des Ausfallrisikos und ermöglichen so den Anlegern, im Lauf der Zeit überragende Renditen zu erzielen. Die meisten Anleger befürchten keine marginale Ausweitung der Spreads von einem Monat zum nächsten, sondern eher eine *Kreditkrise oder Rezession, die schwer genug ist, um mehrere Jahre kumulierter Gewinne zu eliminieren*.

Es lässt sich schwer präzise vorhersagen, wann ein Kreditzyklus enden wird. Kein einzelnes Modell ist hierzu zuverlässig in der Lage. Die Anzahl der Zyklen, die als Grundlage für ein Modell dienen können, ist begrenzt - in den letzten 25 Jahren fanden lediglich vier starke Korrekturen statt. Darüber hinaus waren in jedem Zyklus andere Faktoren von Bedeutung. Quantitative Ansätze können zu falschen Ergebnissen führen, daher verwenden wir ein pragmatisches System, in dem wir eine Gruppe von Schlüsselindikatoren untersuchen. Jeder

---

einzelne Indikator korreliert statistisch mit der Progression des Kreditzyklus und ist mit vorhergesagten, vorangegangenen Korrekturen der Anleiherenditen verbunden. Jeder Zyklus ist anders, aus der Vergangenheit lässt sich jedoch ableiten, dass dem Ende des aktuellen Zyklus eine Kombination aus (mindestens) drei der folgenden Bedingungen vorausgehen wird:

- Restriktive politische Bedingungen
- Hohe Bewertungen
- Verschlechterung der Wirtschaftslage
- Schlechtere Unternehmensfundamentaldaten
- Ungewöhnlich geringe Volatilität

Nachstehend führen wir unsere Position hinsichtlich dieser Indikatoren aus, zusammen mit unserer Einschätzung, ob sie in die Kategorie „rot“, „gelb“ oder „grün“ fallen, die wir mit Flaggen kennzeichnen.

#### *Politische Bedingungen - Grün*

Historisch gesehen ging eine straffe Geldpolitik dem Ende eines Kreditzyklus voraus. Wir glauben, dass wir von diesem Katalysator noch ein gutes Stück entfernt sind, da eine straffe Politik der ersten Zinserhöhung um Jahre hinterherhinken kann. Die Geldpolitik bleibt stark expansiv. Sie bewegt sich zugegebenermaßen in einigen Regionen von hyper-expansiv zu rein expansiv, aber ist noch weit davon entfernt, „straff“ zu sein. In Regionen wie Japan und Europa geht der Trend noch immer hin zu einer lockeren Politik.

#### *Bewertungen - Gelb*

Ungeachtet der beeindruckenden Rallye in den vergangenen Jahren liegen die Spreads von Unternehmensanleihen derzeit nur leicht unter ihrem „Marktwert“ und langfristigen Durchschnitt. Obwohl sie nicht günstig ausfallen, haben die Spreads einen Spielraum zur Einengung, bevor sie als wirklich überzogen anzusehen sind, was unserer Auffassung nach in den kommenden 6 bis 12 Monaten eintreten wird. Eine Fortsetzung der lockeren Politik der Notenbanken macht engere Spreads wahrscheinlicher.

#### *Makroökonomisches Umfeld - Gelb*

Das makroökonomische Umfeld hat sich in den letzten Jahren stabilisiert und die Inflation ist auf niedrigem, jedoch positivem Niveau. Eine Gefahr für Anleihen besteht, wenn sich das Wachstum oder die Inflation rapide verschlechtern, was derzeit nicht der Fall ist.






#### *Unternehmensfundamentaldaten - Gelb*

Die Unternehmensfundamentaldaten sind teilweise schwach, jedoch nicht schwach genug, um eine rote Flagge zu rechtfertigen. Wir gehen davon aus, dass sich diese Zahlen mittel- bis langfristig verschlechtern werden, zunächst bei Nicht-Finanz-Unternehmen, gefolgt von Finanzunternehmen.

#### *Volatilität - Rot*

Die einzige rote Flagge gilt den Risikoprämien, insbesondere dem geringen Grad an impliziter Volatilität. Eine geringe Volatilität war bei den vorangegangenen Kreditzyklen eine Voraussetzung für deren Ende, obwohl diese Flagge für einen längeren Zeitraum rot sein kann und nicht als direkte Ursache für die Wende anzusehen ist.

**Abbildung 2: Unsere fünf Schlüsselindikatoren und ihre aktuelle Position in unserem Ampelsystem**

	Flagge	Aktueller Status	Katalysator für rote Flagge	Geschätzter Zeitraum
1. Geldpolitik und Liquidität		Positive Überschussliquidität, lockere Geldpolitik	Negative Überschussliquidität, straffe Geldpolitik	24+ Monate
2. Bewertungen		Die Spreads von High-Yield- (HY) und Investment-Grade- (IG) Anleihen liegen mit 3,8% bzw. 1,2%, gerade noch im „Marktwert“.	Spreads von HY- und IG-Anleihen verengen sich um 40 bzw. 50 Basispunkte und geraten in den „überzogenen“ Bereich.	6-12 Monate
3. Makroökonomisches Umfeld		Geringes, stabiles Wachstum, geringe, stabile Inflation, moderates Gesamtschuldenwachstum	Verlangsamtes oder negatives Wachstum, beschleunigte Inflation, übermäßiges Schuldenwachstum	12-36 Monate
4. Unternehmensfundamentaldaten		Re-Leveraging (Neuverschuldung) in moderater Geschwindigkeit, hohe Zinsdeckung	Re-Leveraging in aggressiver Geschwindigkeit, sinkende Zinsdeckung	12-24 Monate
5. Risikoprämien (Volatilität)		Geringe implizite und tatsächliche Volatilität	entf.	entf.
<b>Bestmögliche Schätzung für den Ausstieg aus Anleihen (d.h. drei rote Flaggen)</b>				<b>12-24 Monate</b>

Quelle: Threadneedle, Juli 2014.

### Mehrere rote Flaggen sollten einen zuverlässigeren Leitindikator darstellen

Mehrere rote Flaggen treten in der Regel vor dem Ende eines Kreditzyklus auf. Nach unserer Erfahrung sind drei rote Flaggen ein verlässliches Signal für den Ausstieg aus dieser Assetklasse, zwei rote Flaggen hingegen ein Zeichen für eine erhebliche Untergewichtung. Die Abhängigkeit vom Vorliegen mehrerer Flaggen, nicht nur einer oder zwei, sollte die Opportunitätskosten des vorzeitigen Ausstiegs aus Unternehmensanleihen begrenzen.

Wir schätzen, dass der aktuelle Zyklus noch etwa 12 bis 24 Monate andauern wird. In diesem Zeitraum wird sich die Zentralbankpolitik weiter verändern, weniger „locker“ werden, und die Bewertungen können zunehmend überzogen sein. Die jüngsten Entwicklungen legen nahe, dass die Unternehmen ihr Re-Leveraging fortsetzen. Für die Märkte ist damit für längere Zeit mit einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung zu rechnen.

Unsere Schlussfolgerungen stützen sich auf die Analyse von Unternehmensanleihen, die auf US-Dollar lauten, da diese im globalen Anleihemarkt am stärksten vertreten sind. Wir gehen nicht explizit auf den Markt für Euro- und Pfund-Unternehmensanleihen ein, die Schlussfolgerungen sind jedoch weitgehend identisch.

Nach unseren Prognosen wird der Zyklus bei Unternehmensanleihen zwar nicht vor Ende 2015 am Wendepunkt angelangt sein, allerdings können sich die Marktbedingungen rasch ändern und eine Korrektur unserer Schätzungen könnte den prognostizierten Zeitpunkt Ende 2015 in jede Richtung verschieben. Am wichtigsten jedoch ist, dass überhöhte Überrenditen der Vergangenheit angehören. Die Märkte können sich zwar mehr Zeit kaufen, aber keine hohen Renditen mehr. Das ist keine Auffassungssache, sondern reine Mathematik. Sowohl die Renditen als auch die Spreads sind aktuell außergewöhnlich niedrig und die Ausgangslage erlaubt einfach keine Renditen mehr, die das Niveau der vergangenen fünf Jahre erreichen könnten.

### Was können wir aus der Vergangenheit über Anleiherenditen lernen?

In den letzten 25 Jahren kam es zu vier großen Korrekturen der Anleiherenditen. Jede Korrektur wurde wohl durch verschiedene Faktoren verursacht. *Allerdings gingen jeder Korrektur mehrere rote Flaggen voraus.*

Abbildung 3: Im Vorfeld der bisherigen großen Korrekturen der Anleiherenditen lagen mehrere „rote Flaggen“ vor

Zeitraum	Vorherige Korrektur	Kumulative HY-Überschussrendite	kumulative IG-Überschussrendite	Straffe Notenbankpolitik & Liquidität	Zu hohe Bewertungen	Verschlechterung der makroökonomischen Daten	Verschlechterung der Fundamentaldaten der Unternehmen	Geringe Volatilität
<b>Bedingungen vor den letzten Korrekturen der Anleiherenditen</b>								
				Negative Anleiherenditen folgten Jahren der Zinserhöhungen und negativer Liquidität, Signal für straffe Politik	Negative Anleiherenditen folgten auf Handel im oder nahe dem überzogenen Bereich, ca. eine Standardabweichung (SD) im langfristigen Durchschnitt	Negative Anleiherenditen folgten auf starken Rückgang des BIP oder großen Anstieg der Inflation	Negative Anleiherenditen folgten auf Perioden schlechter Fundamentaldaten und schnellem Kreditwachstum; circa >10% p.a.	Negative Anleiherenditen folgten auf mehrjährige Perioden geringer Volatilität; circa <12 %
1990	Rezession	-13%	-1%	Zinserhöhungen 1986-1989	annähernd -1SD in 1989	BIP fällt von -2% auf -0,9%; Inflation steigt von 3,5% to 4%	Entf.	Entf.
1998	Russland / LTCM	-7%	-1%	Zinserhöhungen 1994-1995, geringe Erhöhung 1997	Gehandelt innerhalb -1SD in 1997	BIP stabil 4,5-5%, Inflation stabil 1,5%	Verschlechterung, Kreditwachstum 10-15% p.a.	Vorausgegangene Periode geringer Volatilität, 1993-1996, Vol. ~ 12
2000-2002	Technologieboom	-34%	-2%	Zinserhöhungen 1999-2000	Gehandelt innerhalb -1SD in 1997	BIP fällt von 4,8% to 0,2%; Inflation steigt von 1,5% auf 1,75%	Verschlechterung, Kreditwachstum 9% p.a.	Vorausgegangene Periode geringer Volatilität, 1993-1996, Vol ~ 12
2007-2008	Globale Kreditkrise	-47%	-25%	Zinserhöhungen 2004-2006	annähernd -1SD in 2006	BIP fällt von 2,2% auf -4%; Inflation fällt von 2,5% auf 1%	Verschlechterung, Kreditwachstum 10-14% p.a.	Vorausgegangene Periode geringer Volatilität, 2005-2007, Vol ~ 12

Quelle: Threadneedle, Juni 2014.

Bei einer typischen Korrektur sind die Renditen von Unternehmensanleihen für einen Zeitraum zwischen einem und drei Jahren in relativ kurzer Folge negativ. Durchschnittlich lassen sich negative Überrenditen in etwa drei von zehn Jahren beobachten.

Auch die Schwere des Verlusts in Jahren negativer Überrenditen variiert, in einigen Fällen wiegt der Verlust so schwer, dass *viele* Jahre kumulierter Gewinne verloren sind. Langfristig gesehen stellt aber auch der durchschnittliche Verlust in einem Jahr negativer Renditen vor dem Hintergrund der durchschnittlichen Rendite, die in einem positiven Jahr erzielt wird, mehr oder weniger einen Mittelwert dar. Die durchschnittlichen Überrenditen in einem Verlustjahr waren für Investment-Grade-Anleihen (IG) um 5% und für High-Yield-Anleihen (HY) um 13% rückläufig.

Langfristig betrachtet haben die Häufigkeit der Verluste und der Durchschnittsverlust in negativen Jahren dazu beigetragen, dass mit Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen überdurchschnittliche Renditen erzielt werden konnten. Die durchschnittliche Überrendite für alle Jahre betrug etwa 1% für IG-Anleihen und 5% für HY-Anleihen.

Abbildung 4: Überrendite fällt alle drei von zehn Jahren für IG-Anleihen und HY-Anleihen negativ aus

Renditeentwicklung 1990-2013 (% pa)		IG	HY
<b>Durchschnittliche Überrendite</b>			
Positive Jahre	7 von 10 Jahren	4%	12%
Negative Jahre	3 von 10 Jahren	-5%	-13%
Alle Jahre		1%	5%
<b>Durchschnittliche Gesamrendite</b>			
Positive Jahre	8 von 10 Jahren	10%	15%
Negative Jahre	2 von 10 Jahren	-3%	-8%
Alle Jahre		7%	11%

Quelle: Bloomberg, Juni 2014.

Hinweis: Unsere Erörterung der „Überrendite“ bezieht sich auf den Differenzbetrag zwischen der Anleihenrendite über der Rendite einer Staatsanleihe mit gleicher Duration. Die Überrendite beinhaltet die Zusatzvergütung aus dem Ertrag und Wertzuwachs, der sich aus dem Halten einer Unternehmensanleihe ergibt. Daraus folgt, dass die „Gesamrendite“ die Summe aus Staatsanleihenrendite plus „Überrendite“ ist.

Wir erörtern nachfolgend im Einzelnen die Aussichten für unsere Schlüsselindikatoren.

## 1. Politik und Liquidität: noch immer expansiv, kein Grund zur Besorgnis

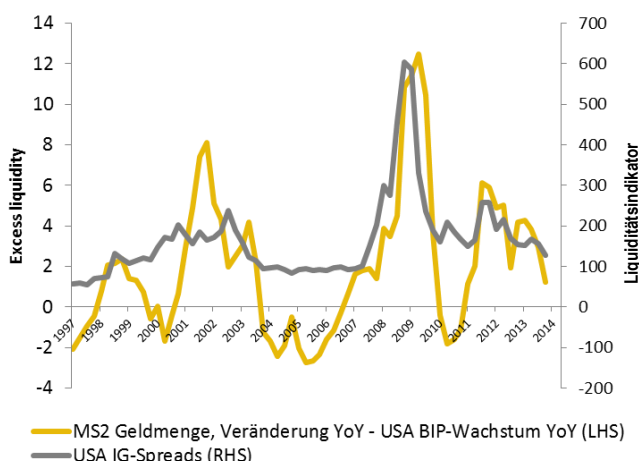
In einem Finanzsystem wird eine reichlich vorhandene Liquidität die Verringerung der Spreads von Unternehmensanleihen unterstützen. In den vergangenen Jahren hat eine positive Überschussliquidität die Wertentwicklung der Unternehmensanleihen begünstigt. Die reichlich vorhandene Liquidität ist die Folge einer extrem expansiven bzw. „lockeren“ Zentralbankpolitik. Die lockere Politik sollte noch eine Zeit lang anhalten. Wir sind besonders vorsichtig bei einem Umfeld „straffer“ Politik und negativer Liquidität. Auf jede mehrjährige Periode mit einer negativen Überschussliquidität und straffen Politik folgte eine erhebliche Korrektur der Anleihenrenditen. Wir sind zwar noch nicht alarmiert, gehen jedoch von sich verschlechternden Aussichten aus. Bis Ende 2015 könnten die Rahmenbedingungen für Anleihen schwierig geworden sein.

Aus Abbildung 5 geht hervor, dass die Überschussliquidität noch immer positiv ist, der Trend ist jedoch rückläufig. Wir haben die Überschussliquidität als Änderungsrate der Geldmenge abzüglich der Änderungsrate des BIP quantifiziert. Die Überschussliquidität sollte kurz nachdem die Fed ihre dritte Runde der Ankäufe von Treasuries und Hypothekendarlehen abgeschlossen hat, was voraussichtlich im 4. Quartal dieses Jahres der Fall sein wird, und voraussichtlich zum Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung, die für den Beginn des nächsten Jahres erwartet wird, abnehmen und in den negativen Bereich kommen.

Die Überschussliquidität wird oftmals negativ, wenn sich die Wirkung der ersten Zinserhöhungen entfaltet. Umgekehrt fällt der Zeitpunkt, an dem die Überschussliquidität positiv wird, mit der letzten Zinserhöhung oder der Wiederaufnahme von Asset-Käufen zusammen. Jede Periode negativer Überschussliquidität hat zwischen einem und drei Jahren andauert. Unmittelbar im Anschluss haben sich die Credit Spreads ausgeweitet, da eine Periode straffer Politik und negativer Liquidität die Voraussetzungen für Finanzierung, Wachstum und Zuversicht verschlechtert haben.

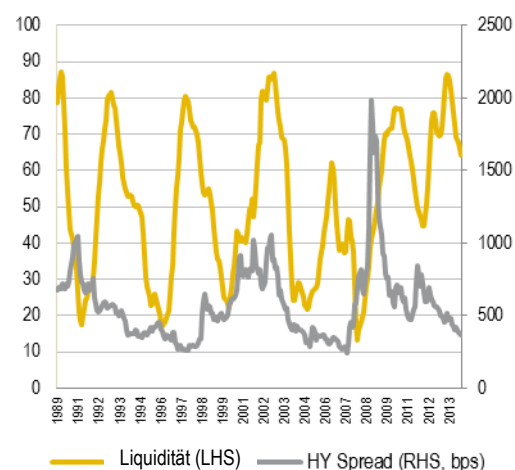
Unser interner Liquiditätsindikator zeigt noch keinen Wendepunkt an. Die Liquidität ist kein ausschließliches Zentralbankphänomen. Auch die private Liquidität nimmt zu. Wir haben einen Indikator entwickelt, der die Gesamliquidität aus der Zentralbank, dem privaten Bankensektor, grenzüberschreitenden Strömen sowie die relativen Kreditkosten berücksichtigt. Zusammengenommen lässt sich aus diesen Indikatoren ableiten, dass von dieser Seite aus in den kommenden 12 Monaten kein Anlass zur Sorge besteht.

**Abbildung 5: In den USA ist Liquidität reichlich vorhanden, nimmt jedoch ab**



Quelle: Bloomberg, März 2014. Hinweis: Die Geldmenge wird durch „M2“ definiert, ein allgemein übliche Messgröße für die Geldmenge. M2 enthält Zahlungsmittel, Zahlungsmitteläquivalente und sofort verfügbare Substitute wie Einlagen und Geldmarktkonten.

**Abbildung 6: Unser interner Indikator der Gesamliquidität ist noch nicht an einem Wendepunkt**



Quelle: Threadneedle, Juni 2014.

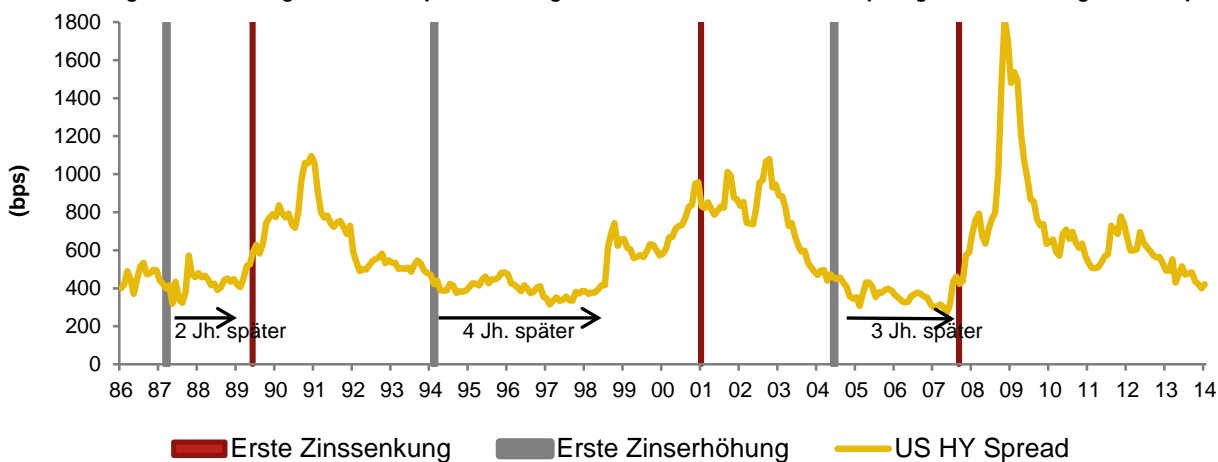
## Korrekturen der Anleiherenditen folgen dem geldpolitischen Zyklus mit einer mehrjährigen Verzögerung

Wie oben ausgeführt, ist die Phase des geldpolitischen Zyklus, die es aus Anleiheperspektive zu vermeiden gilt, die Phase der „straffen“ Geldpolitik, wenn die Überschussliquidität negativ wird und ein steiler Anstieg der Leitzinsen bevorsteht. Die gute Nachricht ist, dass die Credit Spreads in der Regel dem geldpolitischen Zyklus nachlaufen und die erste Zinserhöhung noch nie das Ende des Kreditzyklus eingeläutet hat. In den vergangenen Kreditzyklen konnte erst *zwei bis vier Jahre* nach der ursprünglichen Zinserhöhung eine aussagekräftige Reaktion der Spreads von Unternehmensanleihen beobachtet werden.

Die zeitliche Verzögerung entsteht dadurch, dass Zinserhöhungen tendenziell bei einem Konjunkturaufschwung vorgenommen werden, wenn die Unternehmensgewinne einen starken Aufwärtstrend aufweisen. Mit der Verbesserung oder Beschleunigung des Wachstums wird Zeit gewonnen für den Übergang von einer „straffen“ Politik zu einer „aggressiv strafferen“ Politik. Ausschließlich nach schnellen oder steilen Zinserhöhungen geraten die schwächsten Unternehmen oder die am stärksten fremdfinanzierten Unternehmen in Schwierigkeiten, ihre Schulden zu bedienen. Das kennzeichnet das Ende des Zyklus.

Wir erwarten die ersten Zinserhöhungen in den USA und Großbritannien im Jahr 2015. Das Gesamtzinsniveau dürfte jedoch infolge einer fehlenden Inflation und einer erhöhten Überschusskapazität in der Wirtschaft niedrig bleiben. Zudem folgt die Geldpolitik anderer wichtiger Zentralbanken, besonders in Japan und Europa, zeitlich auf die USA und bleibt damit expansiv. Dies sollte einen gewissen Puffer für den Übergang zu einer Normalisierung der Geldpolitik in den USA schaffen.

Abbildung 7: Ausweitung der Credit Spreads erfolgt zwei bis vier Jahre nach ursprünglicher Straffung der Geldpolitik



Quelle: Bloomberg, Juni 2014.


Ein letztes Liquiditätssignal für eine unmittelbar bevorstehende Straffung der Geldpolitik ist eine flache oder inverse Zinsstrukturkurve. Normalerweise weist eine sehr flache oder inverse Zinsstrukturkurve darauf hin, dass die Märkte eine drohende Verlangsamung und/oder deutlich höhere Leitzinsen erwarten, da die Marktteilnehmer diese in die Höhe treiben. Wie aus Abbildung 8 ersichtlich wird, erwarten die Märkte keine Anhebungen, die so drastisch sind, dass sie die Erholung stoppen könnten, da sich die Rendite zwischen 10-jährigen Treasuries und 3-monatigen T-Bills nicht verringert hat.

Abbildung 8: Zinsstrukturkurven sind steil, tendieren vor jeder Korrektur zur Verflachung



Quelle: Bloomberg, Juni 2014.

Das politische Umfeld bleibt günstig für Anleihen. Das ist unsere einzige grüne Flagge. Sie wird gelb, wenn die Überschussliquidität negativ wird, was wahrscheinlich zum Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung in den USA eintreten wird. Auf der Grundlage der Zentralbankpolitik allein könnte der Wendepunkt noch zwei oder mehr Jahre entfernt sein.

Unsere Position	Flaggen-Status
Geldpolitik bleibt expansiv. Es besteht kein Grund zur Besorgnis, auch wenn die Politik geringfügig weniger locker wird.	

## 2. Bewertungen – definitiv günstig, aber nicht überzogen

Die Spreads von Unternehmensanleihen sind in den letzten Jahren eingebrochen. Die Spreads sind nicht länger „günstig“, da die Spread-Verringerung die Bewertungen an den langfristigen historischen Durchschnitt oder „Marktwert“ herangeführt hat. Die Bewertungen bewegen sich allerdings selten auf dem Niveau des historischen Durchschnitts. Wenn die günstigen Bedingungen zur Refinanzierung allerdings weiterhin bestehen bleiben, haben die Spreads Potenzial zur weiteren Einengung, bevor sie ein zu hohes Niveau erreicht haben.

### Verringerung der Spreads spiegelt niedrige Ausfallquote wider

Anleihsreads gehen dem Ausfallzyklus von Unternehmenskrediten voraus, da der Spreadaufschlag zum Großteil eine Risikoprämie für das Verlustrisiko bei einem Ausfall darstellt. Nach der Krise in den Jahren 2008-2009 brachen die Ausfallquoten ein, da die Zentralbanken Liquidität in das Finanzsystem pumpen und eine problemlose Finanzierung ermöglichen. Solange eine Finanzierung leicht zugänglich bleibt, kann die Ausfallquote niedrig bleiben. Da infolgedessen auch die Spreads einbrachen, ist ab diesem Zeitpunkt das verbleibende Potenzial für eine weitere Verringerung der Spreads begrenzt. Derzeit beträgt die Quote der realisierten Ausfälle etwa 1%. Die Spreads von Unternehmensanleihen werden normalerweise deutlich über den erwarteten Ausfallverlusten gehandelt. Bei High-Yield-Anleihen werden die Spreads derzeit bei nahezu der vierfachen realisierten Ausfallquote gehandelt. Als Ausgleich für die Illiquidität ist eine Zusatzprämie erforderlich. Niedrige Ausfallquoten sind stets einer großen Korrektur der Anleiherenditen vorausgegangen und sollten daher niemals für sich genommen als „Kauf-Signal“ betrachtet werden. Langfristig gesehen erklärt die Zusatzprämie, warum Unternehmensanleihen tendenziell besser abschneiden als Staatsanleihen.

**Abbildung 9: Verringerung der Spreads spiegelt niedrige Ausfallquote wider, die jedoch einer Korrektur vorausgeht**



Quelle: Merrill Lynch, JP Morgan April 2014. US Spread ist der H0A0 Index.

### Verringerung der Spreads spiegelt bessere Kreditqualität wider

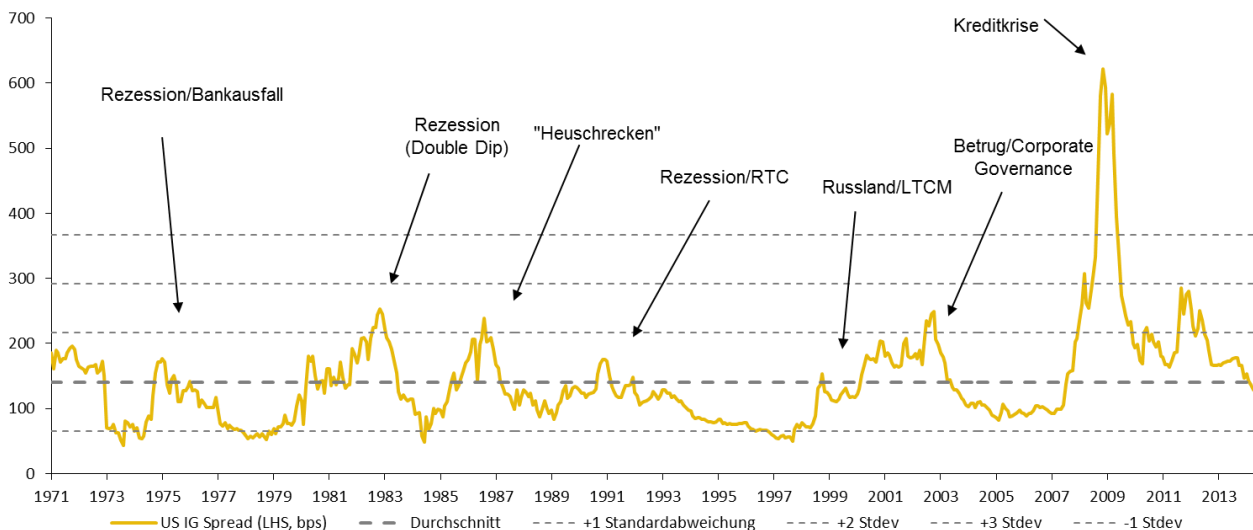
Die Verringerung der Spreads folgte auf eine breite Verbesserung der Kreditqualität insgesamt. Diese ist weitgehend auf die Reduktion des Verschuldungsgrads der Banken, das De-Leveraging, in den vergangenen Jahren zurückzuführen. Vor der Krise im Jahr 2008 entfielen 40% des Index für IG-Anleihen auf Finanzwerte. Dieser Anteil ist aktuell auf 30% gefallen. Ganz ähnlich betrug im Jahr 2008 der Anteil nachrangiger Finanzschulden im Index 13%. Nach der Krise fiel der Anteil auf 7%. Je nach Region befinden sich die Banken in der Spät- bis Schlussphase des De-Leveraging. Der Zyklus sollte sich bei einer weiteren Fortsetzung des Wachstums umkehren. Zudem, wie wir schon im Abschnitt Unternehmensfundamentaldaten erörtert haben, wurde ein Teil der Verbesserung der Kreditqualität aus dem Finanzsektor durch eine gewisse Verschlechterung bei den Nicht-Finanz-Unternehmen ausgeglichen. Nicht-Finanz-Unternehmen sind im Re-Leveraging-Zyklus schon weiter, obwohl es den Anschein hat, dass ein Großteil des Re-Leveraging nur von Unternehmen durchgeführt wird, die es sich leisten können (die größeren, bargeldreichen und konjunkturell unabhängigen Unternehmen). Unsere Einschätzung der Bewertungskennzahlen, angepasst um verschiedene Qualitätsniveaus, hat die Verschlechterung bislang noch nicht berücksichtigt. Darüber hinaus sollten Gewinnsteigerungen den Tag, an dem die Aufnahme von Fremdkapital problematischer wird, hinausschieben.

### Weitere Verringerung der Spreads auf den langfristigen Durchschnitt absehbar

Die Spreads von Unternehmensanleihen haben sich vom fünffachen historischen Durchschnitt auf einen Wert im langfristigen Durchschnitt verringert. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments beträgt der Spread für High-Yield-Anleihen 3,80% und für Investment-Grade-Anleihen 1,20%. Obwohl diese Zahlen nicht als „günstig“ betrachtet werden können, gehen wir davon aus, dass sich die Spreads nochmals einengen werden. Die meisten Märkte, so auch der Anleihemarkt, verwenden nur wenig Zeit auf Durchschnittswerte oder „marktgerechte“ Werte, und so können wir auch kein Hindernis für eine weitere Outperformance erkennen.

Die Spreads von Unternehmensanleihen dürften weiter sinken, wenn die politischen Entscheidungsträger in der Lage sind, das stabile Wirtschaftswachstum aufrechtzuerhalten. Historische Wende- oder Widerstandspunkte für das Niveau der Spreads von Unternehmensanleihen stellen mehr oder weniger eine Standardabweichung im langfristigen Durchschnitt dar. Wenn sich die Erfahrung aus der Vergangenheit wiederholt, könnten sich die Spreads von Investment-Grade-Anleihen um weitere 40 bis 50 Basispunkte und die Spreads von High-Yield-Anleihen um weitere 30 bis 40 Basispunkte einengen. Mit diesem Niveau wäre das Ausmaß an Überbewertung erreicht, mit dem sich in der Regel Schwierigkeiten für die Assetklasse abzeichnen.

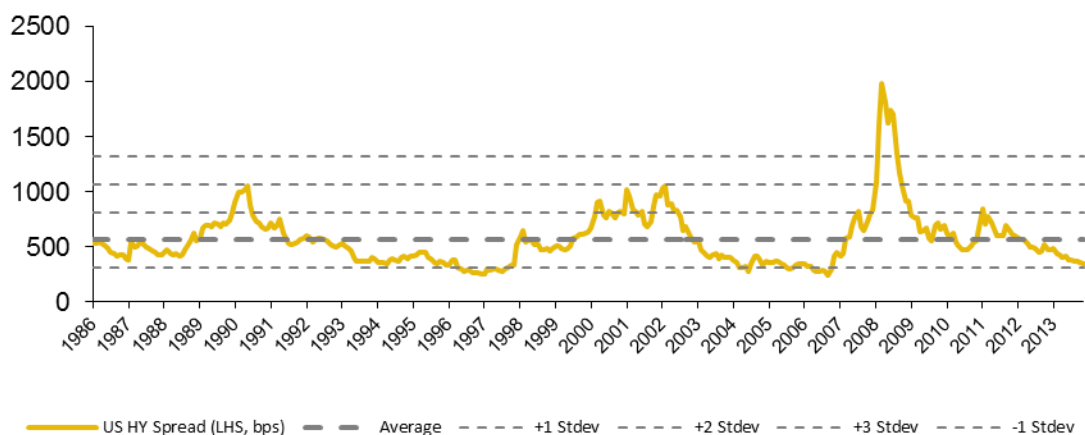
### Abbildung 10: IG-Anleihespreads (Laufzeit 5-10 Jahre) von 1,2% könnten sich um weitere 40-50 Basispunkte verringern



Quelle: Bloomberg, C6A0 Index, Juli 2014.




**Abbildung 11: HY-Anleihsreads von 3,8% könnten sich weiter verringern, Entwicklung verlangsamt sich jedoch bereits**



Quelle: Bloomberg, H0A0 Index, Juli 2014.

Obwohl die Bewertungen teurer geworden sind, sind Befürchtungen, dass die Bewertungen für Unternehmensanleihen im Bereich einer „Blase“ sind, unangebracht. Wenn die Zentralbanken weiterhin an einem Strang ziehen und entschlossen sind, ihre Volkswirtschaften zu unterstützen, gehen wir davon aus, dass sich die Bewertungen für Unternehmensanleihen durchaus im Bereich des Marktwerts bewegen. Kurzfristig könnte diese Flagge jedoch von gelb auf rot gesetzt werden. Eine weitere Verringerung der Spreads um 30 bis 50 Basispunkte könnte schon in 6 bis 12 Monaten erfolgen.

Unsere Position	Flaggen-Status
Die Bewertungen sind nicht günstig, aber auch nicht überzogen.	

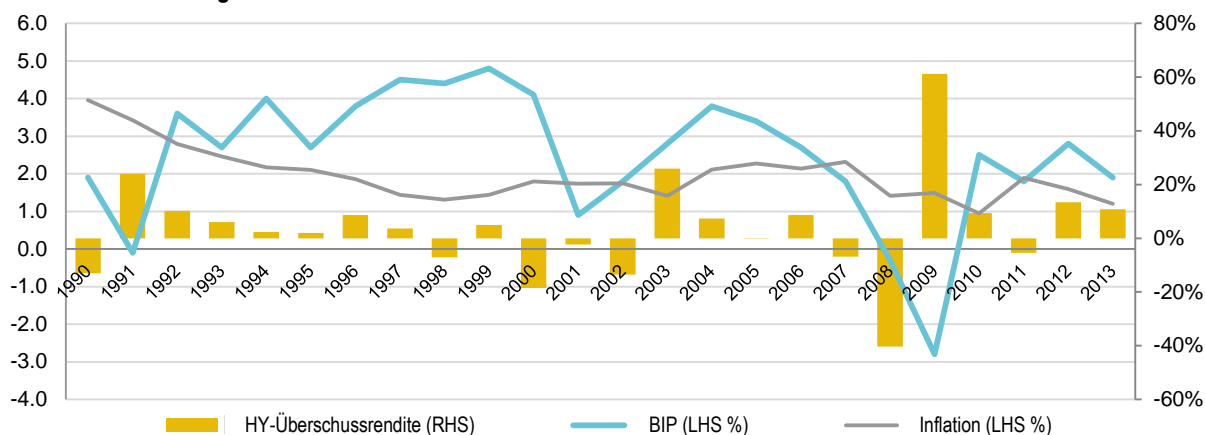
### 3. Makroökonomisches Umfeld: günstige Bedingungen für Kreditnehmer

#### Geringes, stabiles Wachstum und eine geringe, stabile Inflation sind optimal für Kredite

Ein langsames Wirtschaftswachstum ist ein gutes Wachstum. Ein schnelles Wirtschaftswachstum steht oft in Verbindung mit einem kreditfinanzierten Exzess, ein negatives Umfeld für Fundamentaldaten. Ein negatives Wachstum, die Rezession, ist eindeutig das schlechteste Umfeld. Ein stabiles Wachstum stellt dagegen die beste aller Welten dar. Die Geldpolitik bleibt expansiv, aber die Unternehmen sind dennoch vorsichtig genug, einem aggressiven Re-Leveraging zuvorzukommen.

Die Inflation sollte erwartungsgemäß niedrig, aber positiv bleiben. Global gesehen dürfte die Inflation auf einem Niveau zwischen 1-2% bleiben, ein günstiges Umfeld für die Inhaber von Unternehmensanleihen. Auch hier gilt: Extreme sind zu vermeiden. Sowohl eine Deflation als auch eine stark beschleunigte Inflation würden Probleme nach sich ziehen. Die aktuellen geopolitischen Druckpunkte, die Rohstoffpreise und der Lohndruck sind relativ gedämpft. Eine wesentlich stärkere Bedrohung stellt die Deflation (besonders in Europa) dar, hierzu wurden allerdings schon entsprechende Gegenmaßnahmen ergriffen. Die Zentralbanken haben die Aufgabe, ihr starkes und eindeutiges Engagement für die Preisstabilität fortzusetzen, um zu vermeiden, dass sich das Beispiel Japan wiederholt, das ein Jahrzehnt an die Deflation verloren hat. In der japanischen Deflation brachen die Spreads von Unternehmensanleihen auf ein Niveau von nahezu Null ein. Ein erheblicher Teil der Spread-Verringerung war auf die Jagd nach Renditen zurückzuführen, nachdem die Staatsanleiherenditen in den Keller gefallen waren. Ein anderer Faktor war der Aufschub von Investitionen in der Erwartung fallender Preise, so blieb mehr Vermögen übrig, das in Unternehmensanleihen investiert werden konnte.

**Abbildung 12: Aktuell sehen die Bedingungen zwar günstig aus, wir befürchten jedoch ein verlangsamtes oder negatives Wachstum und eine beschleunigte Inflation**



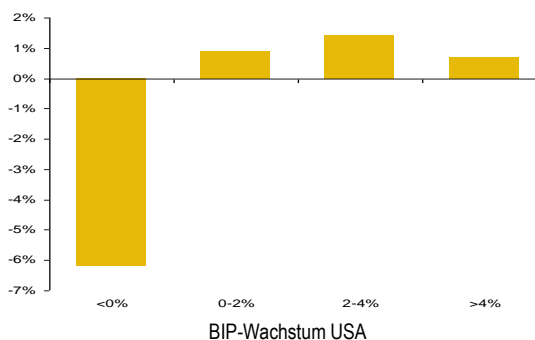
Quelle: Threadneedle, Juni 2014.

**Abbildung 13: Wirtschaftliche Aussichten, Juni 2014**

Prognosen	US	UK	JP	EU
Wachstum	2,0 %	2,7 %	1,5 %	1,3 %
Inflation	2,0 %	2,5 %	2,0 %	1,0 %

Quelle: Threadneedle, Bloomberg, Mai 2014.

**Abbildung 14: Szenarios für High-Yield-Überschussrenditen bei verschiedenen Wachstumsbedingungen**

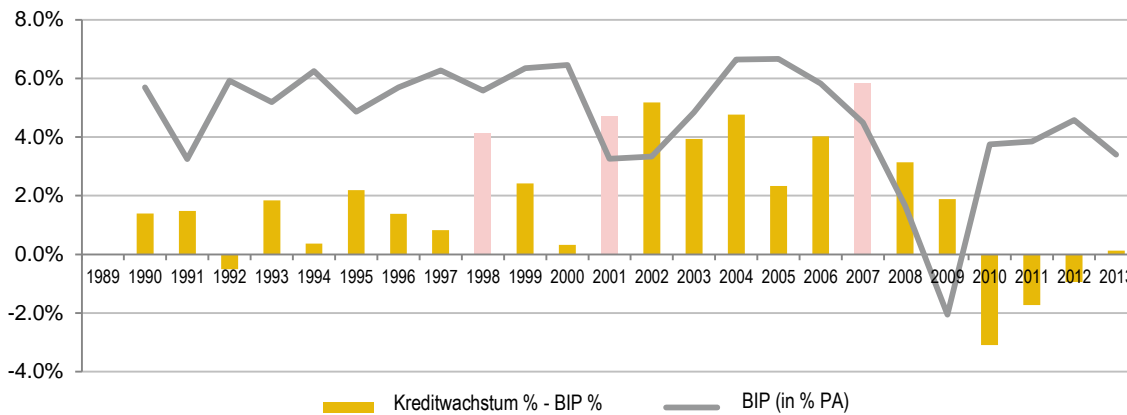


### Der weltweite Prozess der Entschuldung ist noch nicht abgeschlossen

Obwohl Wachstum und Inflation günstige Voraussetzungen schaffen, ist es wichtig festzustellen, wie stark die *gesamten (d.h. volkswirtschaftlichen) Schulden* relativ zum *Gesamteinkommen* wachsen. Den bisherigen Korrekturen der Anleiherenditen ist unmittelbar zuvor ein übermäßiges Wachstum der Gesamtschulden relativ zum Gesamteinkommen vorausgegangen. Als Warnschwelle kann eine jährliche Schuldenwachstumsrate von 4% relativ zum Einkommenswachstum angesehen werden. Auf jedes Überschreiten dieser Schwelle folgte eine große Korrektur der Anleiherenditen. Wenn das BIP-Wachstum vorwiegend fremdfinanziert wird, sind Probleme vorprogrammiert.

Zum derzeitigen Stand ist jedoch keine übermäßige Kreditzunahme zu erkennen. Die Schulden wuchsen im Jahr 2013 mit derselben Geschwindigkeit wie das Gesamteinkommen. Es gibt Beispiele übermäßig einfacher Finanzierungsbedingungen, man muss sich allerdings bewusst machen, dass derartige Bedingungen lediglich den Grundstein für ein übermäßiges Kreditwachstum zu einem späteren Zeitpunkt legen. Währenddessen spiegeln sie einfach ein einladendes Umfeld zur Refinanzierung wider.

**Abbildung 15: Den vorherigen Korrekturen ging ein Gesamtschuldenwachstum voraus, das erheblich höher war als das Wachstum des Gesamteinkommens (BIP)**

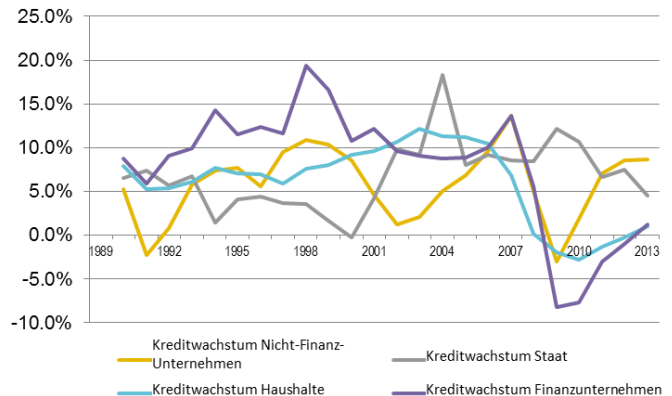
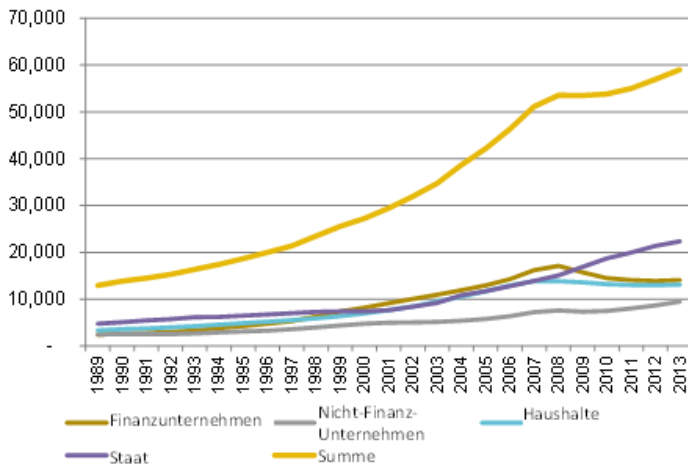


Quelle: Federal Reserve, März 2014. Basiert auf dem Gesamtkreditwachstum in allen Sektoren: Haushalte, Nicht-Finanz- und Finanzunternehmen, Staat.

**Entwicklungen im privaten Sektor und Unternehmenssektor geben eher Anlass zur Sorge**


Obwohl sich weder Wirtschaftswachstum noch Kreditwachstum auf einem besorgniserregenden Niveau befinden, könnten die zugrundeliegenden Sektorentwicklungen problematisch werden. Abbildung 16 zeigt das Volumen des Kreditwachstums, aufgeteilt in den öffentlichen und privaten Sektor. Nach der Krise führte der öffentliche Sektor das Kreditwachstum an, nachdem dieses im privaten Sektor rückläufig war. Dieser Trend wird sich in Zukunft umkehren, weil die Staaten ihre Defizite im öffentlichen Sektor nicht länger beibehalten können. Der private Sektor, insbesondere Unternehmen und Haushalte, werden die künftige Kreditexpansion anführen. Vor dem Hintergrund der niedrigen Zinsen tritt diese Entwicklung jetzt schon ein und wird voraussichtlich für mehrere Jahre andauern. Die Summe der Überschüsse und Defizite muss auf globaler Basis Null betragen und die beachtlichen staatlichen Defizite haben sich bereits als beachtliche Überschüsse im Unternehmenssektor (d.h. als Gewinne) gezeigt. Geringere Defizite der öffentlichen Haushalte werden die Unternehmensgewinne belasten, was sich in geringeren Margen zeigen wird. Letztlich werden die Kapitalgesellschaften die niedrigen Darlehenskosten nutzen, um den Gewinn je Aktie (EPS) zu steigern, wodurch der Verschuldungsgrad steigen wird. Dies wird jedoch erst mit zeitlicher Verzögerung eintreten.

**Abbildung 16: Kreditwachstum, Schwerpunkt verlagert sich vom öffentlichen Sektor zum privaten Sektor (Mrd. USD)** **Abbildung 17: Privater versus öffentlicher Sektor Wachstumsraten**



Quelle: Federal Reserve, März 2014.

In Zukunft wird voraussichtlich auch weiterhin der Unternehmenssektor beim Kreditwachstum an erster Stelle stehen. Somit wird das Schuldenwachstum insgesamt ansteigen, es könnte jedoch 12 bis 36 Monate dauern, bevor das Gesamtschuldenwachstum ein besorgniserregendes Niveau über dem der Einkommen erreicht.

Unsere Position	Flaggen-Status
Das makroökonomische Umfeld ist kreditfreundlich.	

#### 4. Gesunde Fundamentaldaten der Unternehmen

##### Unternehmenstätigkeit bestätigt die „Expansionsphase“ des Zyklus, in der die Anleiherenditen hinter den Aktienrenditen zurückbleiben

Die Unternehmenstätigkeit wird schnell verlagert und gibt Aktionären gegenüber Anleihegläubigern den Vorzug. Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufe und M&A-Transaktionen haben zugenommen. So konnte der Aktienmarkt in der aktuellen Hausse ein neues Hoch erreichen. Mit der ansteigenden Verschuldung bleibt die Performance der Unternehmensanleihen hinter der Aktienperformance zurück.

Die vereinfacht dargestellte „Debt-Equity-Clock“ (Abbildung 18) zeigt die relative Performance zwischen Unternehmensanleihen und Aktien über einen vollen Zyklus. Nach jeder Krise oder jedem Abschwung beginnt der Debt-Equity-Zyklus mit der ersten Phase: „Erneuerung“. Die Unternehmensanleihen schneiden besser ab, da Bilanzen saniert und Schulden abgebaut werden, um in einem Umfeld schwachen Wachstums überlebensfähig zu sein. In der darauffolgenden „Erholungsphase“ schneiden Aktien besser ab, da die Cashflows und Margen im Unternehmen durch die Wachstumsdynamik verbessert werden. Gegenwärtig befinden wir uns in der Mittel- bis Spätphase der „Expansion“. Die Unternehmensverschuldung nimmt zu und begünstigt damit die Aktionäre. Die Unternehmenstätigkeit und das Renditeprofil belegen, dass wir uns aktuell in der „Expansionsphase“ des Zyklus befinden. Für Unternehmensanleihen steht jetzt der Übergang von der Expansionsphase in die gefürchtete „Abschwungphase“ an. Die verbleibende Zeit bis zum endgültigen Übergang in den „Abschwung“ hängt von der Quote ab, mit der die Verschuldung zunimmt und von den Maßnahmen, mit denen die Politik darauf reagiert. Besorgniserregende Zeichen „spekulativer“ Exzesse sind jedoch bislang nicht in Sicht. Obwohl die Entwicklungen negativ sind, sind wir nicht der Auffassung, dass eine Krise der Unternehmensanleihen, allein auf Grundlage der Fundamentaldaten der Unternehmen, unmittelbar bevorsteht.

Abbildung 18: Mittel- bis Spätphase der Expansion auf der Debt-Equity-Clock

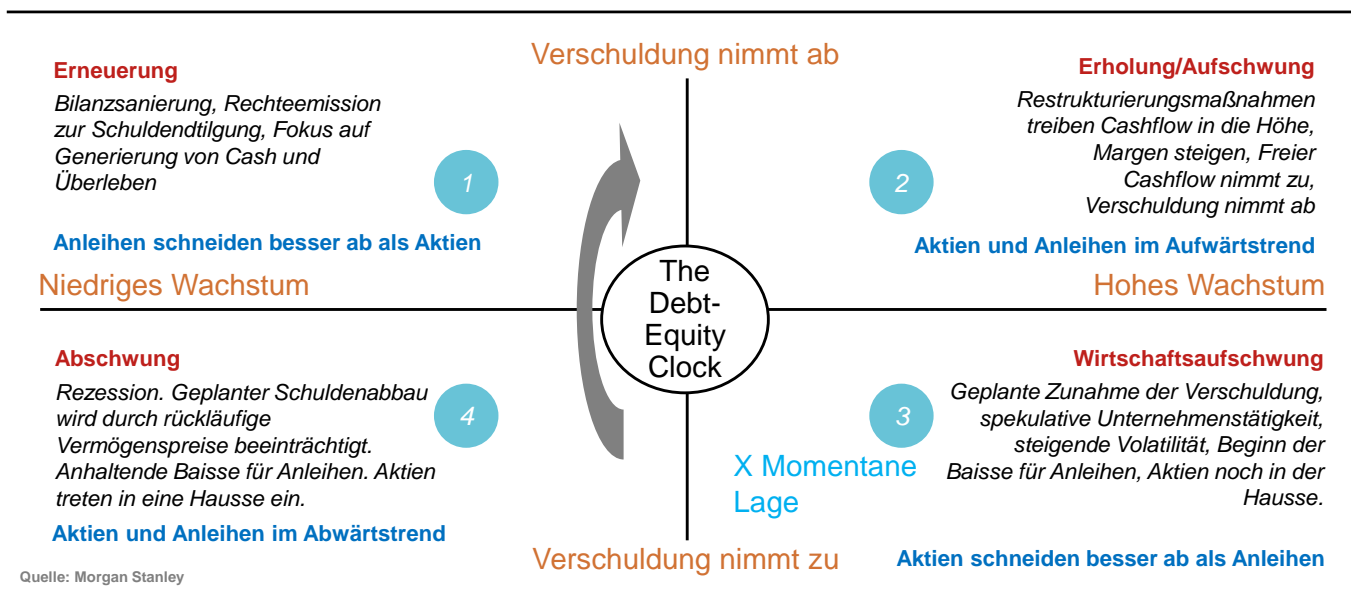
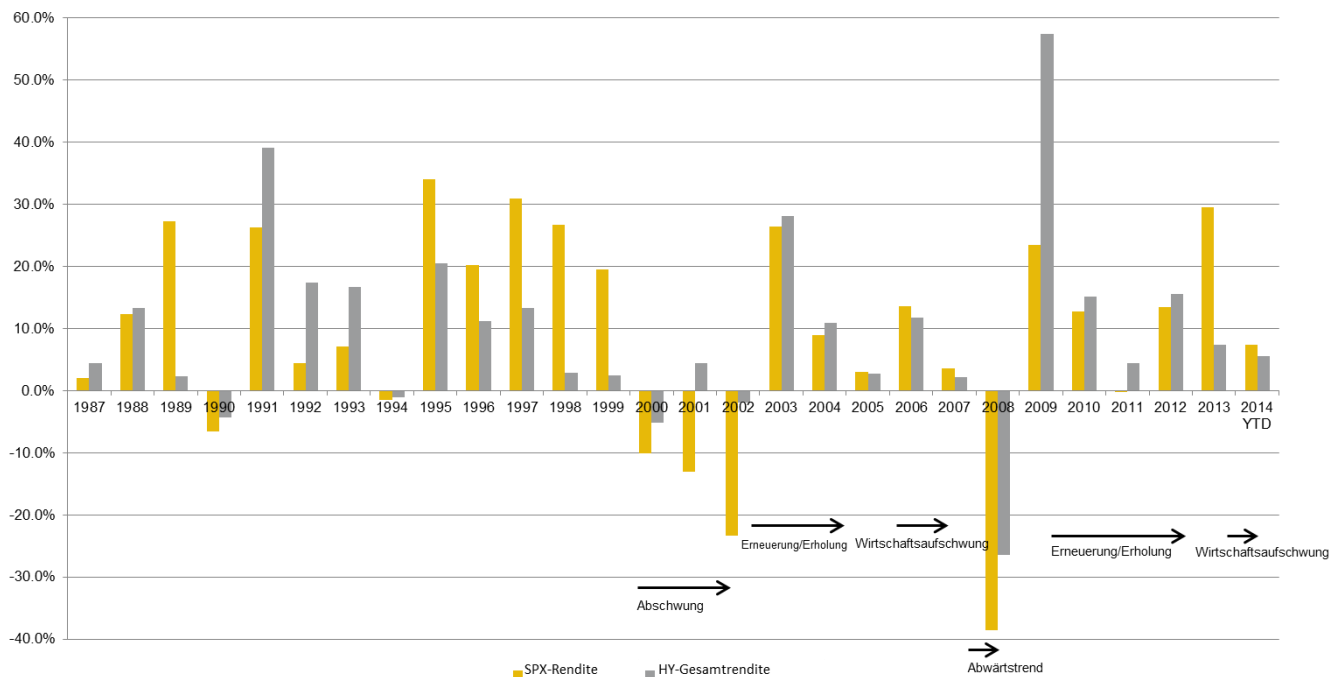
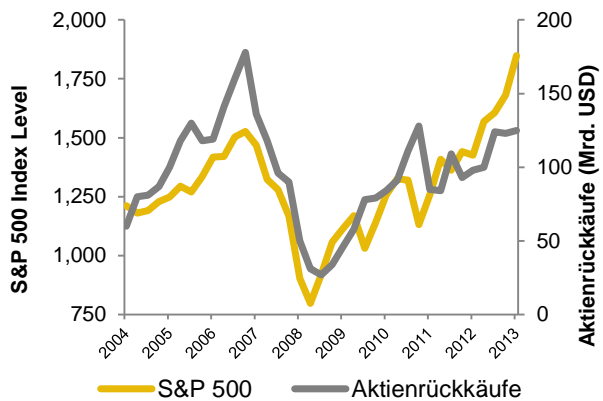


Abbildung 19: Aktien schneiden besser ab als Anleihen, Bestätigung der Expansionsphase



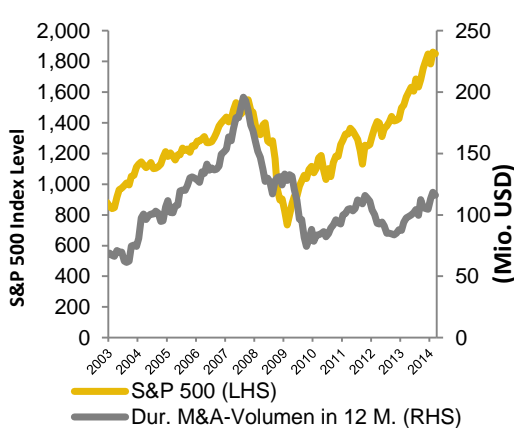
Quelle: Bloomberg, Juni 2014.

Abbildung 20: Zunahme der Aktienrückkäufe



Quelle: Bloomberg und FactSet, Mai 2014.

Abbildung 21: Zunahme der M&A-Transaktionen



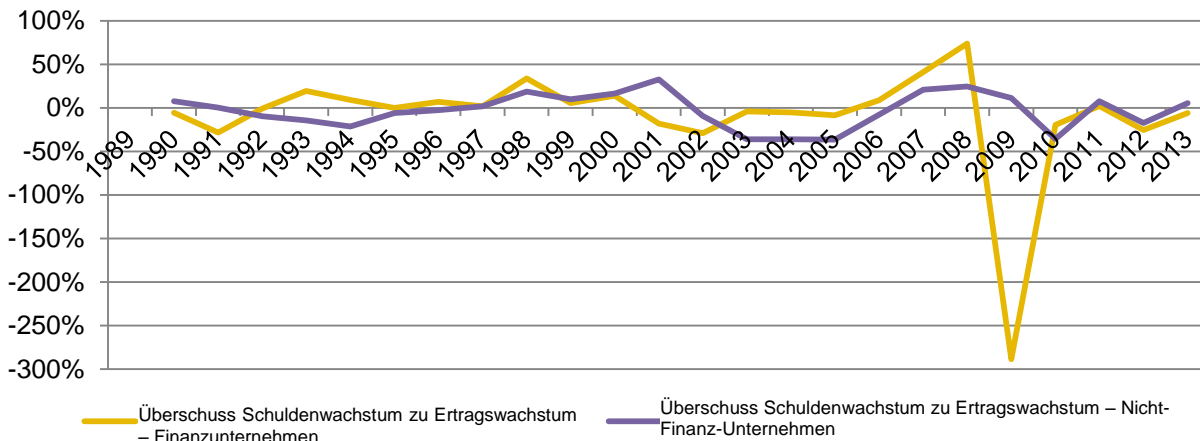
**Auf Unternehmensebene nehmen die Schulden zu, jedoch nicht übermäßig**

Spekulative Hinweise zeigen sich, wenn das Schuldenwachstum gefährlich höher ist als das Ertragswachstum. Vor der letzten Krise stiegen die Schulden der Finanzunternehmen um 9% schneller als die Erträge im Jahr 2006. Bis zum Jahr 2008 blühte sich dieser Abstand auf, die Schulden wuchsen 74% schneller als die Erträge. Die Erfahrungen der Vergangenheit zeigen, dass ein übermäßiges Schuldenwachstum von rund 10% ein Alarmsignal darstellt. Das Schuldenwachstum der Finanzunternehmen ist derzeit noch nicht bedenklich. Im vergangenen Jahr befanden sich die Finanzunternehmen noch im Prozess der Entschuldung und in den späteren Phasen der Erholung. Die Schulden gingen im Vergleich zum Ertragswachstum um 6% zurück. Wir gehen davon aus, dass bis zum Ende dieses Jahres, wenn das Emissionsvolumen der Banken zur Deckung ihres Kapitalbedarfs zunimmt, das Schuldenwachstum gegenüber dem Ertragswachstum wieder einen positiven Wert erreichen wird oder neutral bleibt.

Die Nicht-Finanz-Unternehmen sind im Vergleich zu den Finanzunternehmen ein Stück weiter in der Expansionsphase. Derzeit wachsen die Unternehmensschulden 5% schneller als die Erträge. Obwohl dies eine negative Entwicklung ist, kann diese Quote noch nicht als spekulativ angesehen werden. Im Vorfeld der Technologieblase im Jahr 1999 schlug das Schuldenwachstum das Ertragswachstum um 10%. Bis zum Jahr

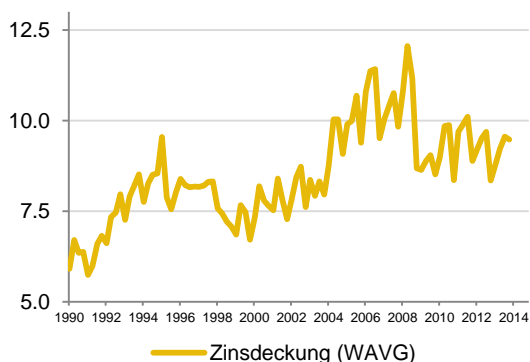
2001 wuchs dieser Wert auf exzessive 32%, bevor die Blase schließlich platzte. Zudem scheint sich der aktuelle Anstieg auf die größeren und qualitativ besseren Unternehmen zu konzentrieren. Auch die Zunahme der M&A-Transaktionen wurde bis dato zu einem relativ hohen Grad durch Barmittel finanziert. Andere wichtige Unternehmensfundamentaldaten zeigen ebenfalls relativ stabile Trends. Die Zinsdeckungsquoten sind hoch und die Verschuldungsquoten haben nicht weiter zugenommen.

**Abbildung 22: Bei Nicht-Finanz-Unternehmen wachsen Schulden schneller als Erträge, bei Finanzunternehmen liegt das Schuldenwachstum zurück**



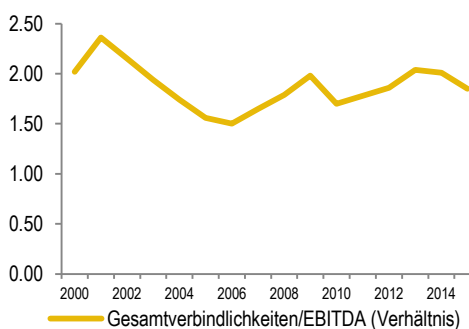
Quelle: Federal Reserve, März 2014.

**Abbildung 23: Zinsdeckung bleibt solide**




Quelle: Columbia Management, Juni 2014.

**Abbildung 24: Verschuldungsgrad ist stabil**



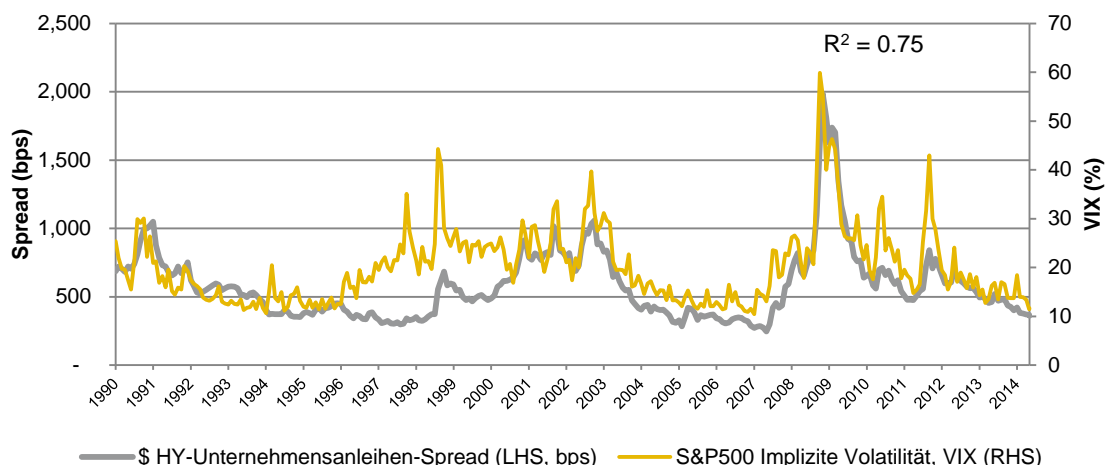
Die meisten Bonitätskennzahlen sind solide, verbessern sich allerdings nicht länger. Wir setzen eine gelbe Flagge für die Unternehmensfundamentaldaten, da sich Finanzunternehmen und Nicht-Finanzunternehmen neu verschulden. Wie befinden uns vielleicht 12 bis 24 Monate vor dem Eintritt in die Baissephase des Debt-Equity-Zyklus, da das Rekordtief bei den Renditen eine Bonitätsverschlechterung begrenzen dürfte. Wir werden die Unternehmensinvestitionen (Capex) genau überwachen, da deren flauere Entwicklung weiterhin ein fehlender Baustein auf dem Weg zu einer Bilanzverschlechterung darstellt.

Unsere Position	Flaggen-Status
Die Unternehmensfundamentaldaten sind gut, aber mit Tendenz zur Verschlechterung, Wendepunkt kommt voraussichtlich in den nächsten 12 bis 24 Monaten.	

## 5. Risikoprämien: die rote Flagge

Die Entwicklungen von Credit Spreads und Volatilität sind stark korreliert. In Zeiten des Aufschwungs und Wachstums können sich Volatilität und Spreads verringern und auf Rekordniveaus fallen. In einer Krise expandieren sie ebenso synchron. Wir sind vor kurzem Zeuge von zwei Perioden geringer Volatilität geworden, die aktuelle nicht eingeschlossen. Jede der vorangegangenen Perioden mit geringen Volatilität war zwar keine Ursache für das Ende des Kreditzyklus, jedoch eine notwendige Voraussetzung. In einem Umfeld mit geringer Volatilität fehlt der Ausgleich für die unvermeidliche, sprunghafte Zunahme der Unsicherheit und die rasch schwindende Zuversicht.

**Abbildung 25: Jeder großen Korrektur der Anleiherenditen ging eine Phase geringer Volatilität voraus**



Quelle: Bloomberg, Juni 2014.

Die Spreads von Unternehmensanleihen beinhalten eine Art Risikoaufschlag für die Unsicherheit. Tatsächlich ist der Kauf einer Unternehmensanleihe ganz ähnlich wie der Verkauf einer Option. Wenn die Unsicherheit gering ist, wird es schwierig, jemals in einen Bereich zu kommen, in dem die Schuldentilgung beeinträchtigt ist.

In der letzten Krise ist die implizite Volatilität um mehr als das Sechsfache angestiegen. Im gleichen Maß haben auch die Spreads der Unternehmensanleihen zugenommen. Fünf Jahre später sind Volatilität und Spreads eingebrochen, aus Gründen, die denen der vorangegangenen Krisen nicht unähnlich waren. Verschiedene Faktoren einer geringen Volatilität lassen sich auf Ursachen zurückführen, die wir bereits erörtert haben. Von besonderer Bedeutung sind hierbei folgende Faktoren: (i) ein sich stabilisierendes makroökonomisches Umfeld, das durch die abnehmende Schwankungsbreite (oder Standardabweichung) der in den letzten Jahren veröffentlichten makroökonomischen Kerndaten belegt wird, (ii) die zunehmend transparentere und konsistentere Kommunikationspolitik der Zentralbanken, wie beispielsweise die Vorausschau auf die langfristig geplante Zinsentwicklung („Forward Guidance“) und die Ankündigung geplanter Maßnahmen („Open Mouth Operations“), hat die Erwartungen über den Zeitpunkt und Umfang der Zinserhöhung konkretisiert, (iii) Überschussliquidität und (iv) niedrige reale Fremdkapitalkosten.


Im weiteren Verlauf könnte eine destabilisierende Änderung der oben genannten Faktoren die Volatilität ansteigen lassen. Eine sprunghafte Zunahme in der Schwankungsbreite der makroökonomischen Daten wäre hierbei vermutlich ein Spitzenkandidat, da dies die Märkte veranlassen würde, die „Forward Guidance“ in Frage zu stellen. In den vergangenen 12 Monaten haben nur wenige Ereignisse zu einem mehr als nur zeitweiligen Ausschlag der Volatilität geführt. Ein idiosynkratisches Ereignis oder ein sprunghafter Anstieg der Volatilität, die oftmals Überraschungen der Politik begleitet, würde zu ernsthaften Befürchtungen hinsichtlich des Kreditzyklus führen.

Perioden mit geringer Volatilität können oft jahrelang andauern, doch leiten sie letztlich selbst ihr Ende ein. Bequemlichkeit, eine höhere Verschuldung und überschäumende Bewertungen sind hierbei Begleiteffekte. Wie befinden uns aktuell in einer Phase, in der die Volatilität einfach nicht viel geringer ausfallen kann.

**Wir setzen eine rote Flagge, zwei Jahre nach Beginn der aktuellen Periode geringer Volatilität**

Wir setzen eine rote Flagge bei Risikoaufschlägen für den Kreditzyklus. Das heißt jedoch nur, dass die meisten Volatilitätszahlen durchgängig im unteren Zehntel der erfassten Beobachtungen liegen. Da die Volatilität für einen sehr langen Zeitraum gering sein kann, gibt uns diese Flagge im Vergleich zu den anderen weniger Anlass zur Sorge.

Abschließend weisen wir darauf hin, dass sich unsere Erörterung der Volatilität auf den VIX-Index beschränkt. Unser Fazit würde nicht anders ausfallen, wenn wir andere Kennzahlen der Volatilität analysiert hätten, wie etwa die realisierte Volatilität aus den Kreditindizes.

Unsere Position	Flaggen-Status
Volatilität ist sehr gedämpft, die Flagge kann jedoch für einen längeren Zeitraum rot bleiben.	

## Fazit

Wir bewegen uns schrittweise auf das Ende des Kreditzyklus zu. Wir haben fünf „Flaggen“ als wichtige Signale im Zyklus identifiziert, und es gibt Belege, dass sich alle fünf verschlechtern. Allerdings ist eine rote Flagge von fünf möglichen für uns kein Grund zur Annahme, dass wir schon am Ende des Zyklus angekommen sind. Wir erwarten, dass der Zyklus in 12 bis 24 Monaten in die Baissephase eintritt.

In diesem Zeitraum wird Folgendes eintreten:

- Die Geldpolitik und Liquidität dürften weniger expansiv werden.
- Das Gesamtkreditvolumen wird schneller wachsen als die Erträge, insbesondere im privaten Sektor, was erforderlich ist, um die Auswirkungen des Rückzugs des öffentlichen Sektors abzufedern.
- Die Bilanzen werden sich leicht verschlechtern.
- Unternehmensanleihen werden überdurchschnittlich gut abschneiden und die Bewertungen werden noch weiter überzogen sein.
- Die Volatilität dürfte von ihrem aktuell niedrigen Niveau steigen.

Die Vorlaufzeiten dieser Faktoren sind höchst ungewiss. Die zwei wichtigsten Faktoren, auf die zu achten ist, sind (i) das Ausmaß unerwarteter Zentralbankmaßnahmen und (ii) das Ausmaß, in dem sich die Bewertungen in den kommenden Monaten verändern.

Die besonderen Risiken, die in Extremszenarien auftreten können, wurden in diesem Dokument nicht untersucht. Obwohl diese kurzfristig betrachtet wichtige Faktoren für die Anleiherenditen darstellen können, sind sie normalerweise nicht die auslösende Ursache für das Ende des Zyklus. Wichtig: Diese und andere Bedenken könnten in absehbarer Zeit zu einer routinemäßigen Korrektur der Credit Spreads führen. Für das Jahr 2014 ist eine Ausweitung der Credit Spreads zu erwarten, ungeachtet, ob sich der Zyklus seinem Ende zuneigt.

Noch haben Anleiheanleger die Zeit auf ihrer Seite, die besten Tage sind jedoch vorbei. Selbst wenn sich das Ende des Zyklus noch hinauszögert, werden die Renditen bescheiden ausfallen und weit unter denen liegen, die in den letzten Jahren erzielt werden konnten. Die Ausgangssituation für Anleiherenditen und Spreads ist einfach zu schwach, um gute Ergebnisse erzielen zu können.

Angesichts des starken und zunehmenden Gegenwinds für Unternehmensanleihen sind wir der Auffassung, dass Anleiheanleger damit beginnen sollten, ihr Gesamtexposure aus dieser Assetklasse zu reduzieren. Wir halten zum aktuellen Zeitpunkt einen Ausstieg aus der Assetklasse jedoch für verfrüht.

## Wichtige Informationen

Diese Informationen sind nur für professionelle Investoren bestimmt und dürfen von Privatanlegern nicht herangezogen werden. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Anhaltspunkt für die künftige Wertentwicklung. Der Wert und die Erträge von Anlagen können sowohl fallen als auch steigen. Dieses Material ist lediglich zur Information bestimmt und stellt keinerlei Angebot oder Aufforderung zur Abgabe von Angeboten für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar; es handelt sich hierbei auch nicht um Anlageberatung oder Investmentdienstleistungen. Das Research und die Analysen, die in diesem Dokument enthalten sind, wurden von Threadneedle Investments für die eigenen Investmentaktivitäten erstellt; es kann sein, dass diese bereits vor der Veröffentlichung für Entscheidungen herangezogen wurden und hier nur beiläufig zur Verfügung gestellt werden. Hierin zum Ausdruck gebrachte Meinungen beziehen sich auf den Tag der Veröffentlichung; sie können sich jederzeit unangekündigt ändern. Aus externen Quellen bezogene Informationen werden für zuverlässig gehalten, doch ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit kann nicht garantiert werden. Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited. Eingetragen in England und Wales, Reg.-Nr. 573204. Eingetragener Sitz: 60 St Mary Axe, London EC3A 8JQ. Im Vereinigten Königreich autorisiert und reguliert nach den Bestimmungen der Financial Conduct Authority. Threadneedle Investments ist ein Handelsname. Sowohl der Threadneedle Investments-Name als auch das Logo sind Schutzmarken oder eingetragene Schutzmarken der Threadneedle- Unternehmensgruppe. [www.threadneedle.com](http://www.threadneedle.com)