

# BLICKPUNKT

MULTI-ASSET – NOVEMBER 2015

---



**Toby Nangle**  
Global Co-Head of Multi  
Asset und Head of Asset  
Allocation, EMEA

## Welche Botschaft haben die Anleihemärkte für Vermögensverwalter?

- Kredit-Spreads können uns viel über die Erwartungen der Anleger im Hinblick auf die Bonitätsrisiken von Unternehmen und über den Konjunkturzyklus im Allgemeinen verraten.
- Steigende Kredit-Spreads können darüber hinaus ein Anzeichen für Spannungen im Finanzsystem sein, die sich erst später in den Bewertungen auf den Aktienmärkten niederschlagen.
- Wir erläutern, wie Anleger die Signale des jüngsten Ausverkaufs deuten können und wie wir diese Informationen in unsere Entscheidungen bei der Portfoliokonstruktion einfließen lassen.

Kredit-Spreads – also die zusätzliche Rendite, die Anlegern gegenüber der Rendite von Staatsanleihen mit ähnlicher Laufzeit versprochen wird – können uns viel über die Erwartungen der Anleger im Hinblick auf die Bonitätsrisiken von Unternehmen und über den Konjunkturzyklus im Allgemeinen verraten. Steigende Kredit-Spreads können darüber hinaus ein Anzeichen für Spannungen im Finanzsystem sein, die sich erst später in den Bewertungen auf den Aktienmärkten niederschlagen. Deshalb lohnt es sich, der Frage nachzugehen, was es für Anleger zu bedeuten hat, dass die Kredit-Spreads von Investment-Grade- und High-Yield-Unternehmensanleihen in den letzten 18 Monaten (Abbildung 1 und 2) deutlich gestiegen sind.

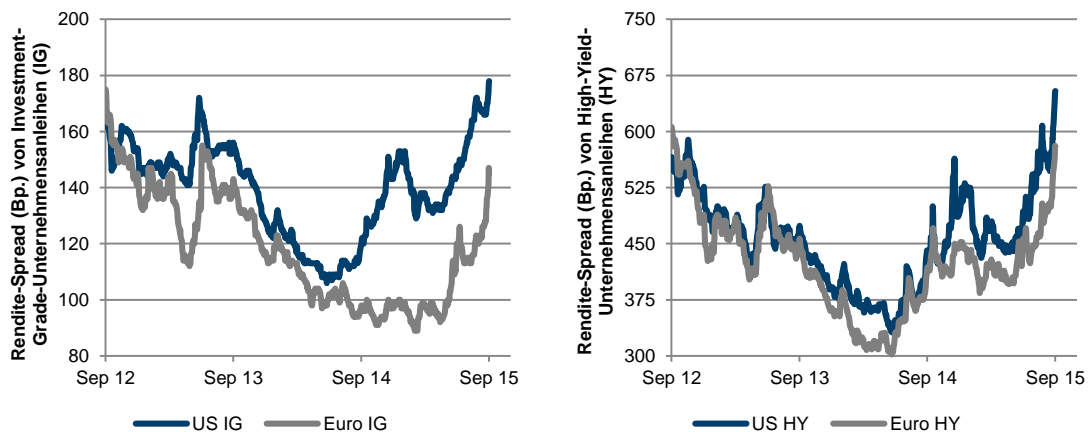
Kredit-Spreads entschädigen die Anleger sowohl für das zugrunde liegende Kreditrisiko als auch für das Liquiditätsrisiko von Unternehmen. Wir haben bereits zuvor über eine Methode berichtet, die von unserem Investmentteam und der Bank of England angewendet wird, um die Kredit-Spreads in diese zwei Komponenten zu gliedern. Unsere Analyse deutet darauf hin, dass es in den letzten 18 Monaten weder bei der Prämie für die in den Kredit-Spreads eingebetteten theoretischen Liquiditätsrisiken noch bei den empirischen Indikatoren für die Illiquidität einen Anstieg gab.<sup>1</sup> Wendet man das Ausschlussverfahren an, so ging es bei dem Anstieg der Kredit-Spreads in Wirklichkeit um einen Anstieg des wahrgenommenen Kreditrisikos.

---

<sup>1</sup> Maya Bhandari, *Measuring Liquidity Risk: a cross-asset perspective*, Juli 2015  
[http://www.columbiathreadneedle.co.uk/media/9362448/en\\_measuring\\_liquidity\\_risk\\_a\\_cross\\_asset\\_perspective\\_july\\_2015.PDF](http://www.columbiathreadneedle.co.uk/media/9362448/en_measuring_liquidity_risk_a_cross_asset_perspective_july_2015.PDF)

Die Kredit-Spreads sind zu einem Zeitpunkt gestiegen, an dem viele Energieunternehmen ihre wirtschaftlichen Aussichten deutlich nach unten korrigieren mussten. Der Energiesektor ist ein wichtiger Bestandteil des US-Marktes für High-Yield-Anleihen und macht rund 16 % seines Nennwertes aus. Abbildung 3 veranschaulicht die Verteilung der Spreads für High-Yield-Anleihen, die von US-Unternehmen außerhalb des Energiesektors begeben wurden. Dabei werden die Spreads von Ende Juli 2014, als der Ölpreis bei 98 US-Dollar pro Barrel lag, mit den Spreads im September 2015 verglichen, als der Ölpreis auf etwa 45 US-Dollar gesunken war. Wenn wir denselben Vergleich mit Energieunternehmen anstellen (siehe Ergebnisse in Abbildung 4), wird deutlich, dass in den Anleihen dieser Unternehmen mittlerweile ein erhebliches Risiko eingepreist ist. Dies zeigt, dass sich die Situation geändert hat: Gab es davor praktisch kein US-Energieunternehmen, dessen Anleihen mit einem optionsbereinigten Spread (OAS) von über 1.500 Basispunkten gehandelt wurde, werden inzwischen über 15 % der von Energieunternehmen begebenen Anleihen (gemessen an ihrem Nennwert) mit diesem Risikoaufschlag gehandelt.

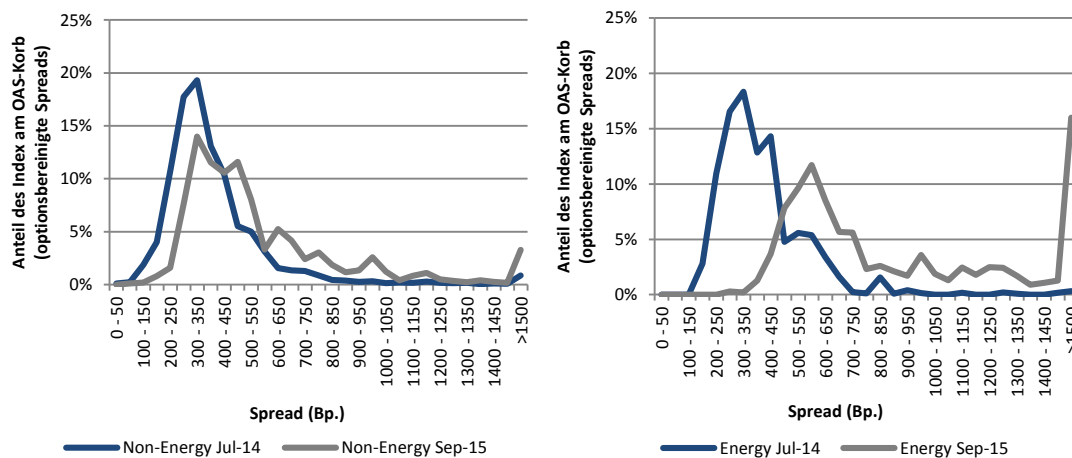
**Abbildung 1 und 2: Optionsbereinigte Spreads von Investment-Grade- und High-Yield-Anleihen in den letzten drei Jahren**



Quelle: BoAML und Bloomberg. Stand: 30. September 2015.

Bemerkenswert ist auch, dass sich der Schwerpunkt der Renditen sowohl bei High-Yield-Anleihen von Energieunternehmen als auch bei High-Yield-Anleihen außerhalb des Energiesektors in diesem Zeitraum nach oben verlagert hat. Darin spiegelt sich die Tatsache wider, dass in fast jedem Sektor des Marktes eine Preiskorrektur (nach unten) stattfand. Interessanterweise konnten wir auch auf dem europäischen Markt für Hochzinsanleihen eine umfassende Neubewertung beobachten, obwohl dieser Markt ein weitaus geringeres Engagement im Energiesektor aufweist (siehe Abbildung 2). Dies dürfte die Folge eines Ansteckungseffekts sein, der von den Kreditmärkten ausging. Wir erwarten, dass die Ausfallquote auf dem US-Markt sprunghaft nach oben schnellen wird, während Europa von diesem Anstieg verschont bleiben dürfte.

**Abbildung 3 und 4: Verteilung der Spreads für Unternehmensanleihen im Verhältnis zum US-Index für High-Yield-Anleihen von Energieunternehmen und Unternehmen außerhalb des Energiesektors, Juli 2014 und September 2015**



Quelle: BoAML, Bloomberg und Columbia Threadneedle Investments. Stand: 30. September 2015.

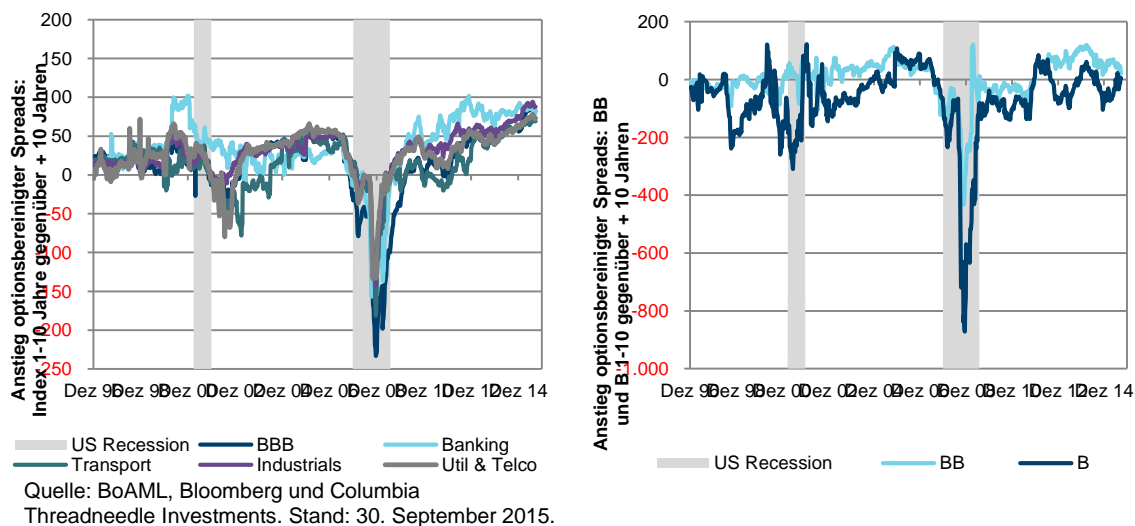
Dieser Anstieg bei den Spreads für Unternehmensanleihen ging auch mit einer höheren Bruttoschulden/EBITDA-Quote der Unternehmen einher (dabei handelt es sich um eine häufig verwendete Kennzahl für die Fremdverschuldung). Eine weitere Begleiterscheinung war der Rückgang des Zinsdeckungsgrades (EBITDA zu Zinsaufwendungen), der zuvor jedoch extrem hoch war. Setzt man alle Teile dieses Puzzles zusammen, hat es zweifellos den Anschein, dass die Unternehmenslandschaft einen Wandel durchlaufen hat, der Anleger in Anleihen abschreckte.

Gräbt man jedoch etwas tiefer und schaut genau hin, was uns die Kreditmärkte damit sagen, verliert dieses Bild an Schärfe. Wenn sich auf den Märkten für Unternehmensanleihen Bedenken hinsichtlich des kurzfristigen Bonitätsrisikos breitmachen, wird dies in zweifacher Hinsicht deutlich. Einerseits steigen die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen (so wie wir es in diesem Zyklus beobachtet haben). Gleichzeitig ist jedoch eine tendenzielle Abflachung oder Umkehrung ihrer Spread-Kurven festzustellen. Das bedeutet, dass Anleger für kurzfristige Anleihen höhere Aufschläge verlangen als für langfristige Anleihen.<sup>2</sup> Außer bei CCC-Anleihen gibt es bei Unternehmensanleihen kaum Anzeichen für eine Abflachung der Spread-Kurve –

<sup>2</sup> Wenn dies unlogisch erscheint, möge sich das folgende Beispiel anschauen. Stellen Sie sich vor, Sie halten einjährige Nullkupon-Anleihen eines Unternehmens, deren Kredit-Spread 100 Basispunkte über Staatsanleihen liegt. Dasselbe Unternehmen begibt auch 10-jährige Anleihen, deren Kredit-Spread 125 Basispunkte über Staatsanleihen liegt. Dann gerät das Unternehmen in Schwierigkeiten und der Kredit-Spread für kurzfristige und langfristige Anleihen steigt jeweils um 200 Basispunkte. Gemessen am Kapitalwert würde der Kurs kurzfristiger Anleihen im Zuge des Ausverkaufs um 2 % auf 98 nachgeben, während sich der Kapitalwert langfristiger Anleihen um 16 % auf 84 verringern würde. Danach gibt das Unternehmen weitere Warnungen heraus. Diese haben zur Folge, dass die Anleger infrage stellen, ob das Unternehmen gegenwärtig in der Lage ist, seine kurzfristige Zahlungsfähigkeit zu wahren. Während die Gläubiger ihre Erlösquoten berechnen, gehen sowohl kurz- als auch langfristige Anleihen auf 70 % ihres Wertes zurück. Infolgedessen weiten sich die Spreads 10-jähriger Anleihen um weitere 175 Basispunkte aus (auf einen Spread von 500 Basispunkten, um auf einen Kurs von 70 zu kommen), während bei den einjährigen Anleihen eine Spread-Ausweitung um 2.800 Basispunkte verzeichnet wird (auf einen Spread von 3.100 Basispunkten, um auf denselben Preis von 70 zu kommen). Unter Berücksichtigung der Bonitätsrisiken hat sich der Spread im gleichen Maße ausgeweitet, und die Spread-Kurve hat sich umgekehrt (500 Bp. für 10-jährige Anleihen abzüglich 3.100 Bp. für einjährige Anleihen; dies entspricht einer inversen Spread-Kurve von 2.600 Bp.).

tatsächlich scheint genau das Gegenteil der Fall zu sein. Abbildung 5 veranschaulicht die Steigung der Spread-Kurve in unterschiedlichen Investment-Grade-Sektoren, die jeweils ihr tiefstes Niveau seit 20 Jahren erreicht haben. Am oberen Ende des Hochzinsmarktes ergibt sich ein differenzierteres Bild. Jedoch sind die mit höheren Spreads einhergehenden Warnsignale bislang ausgeblieben (siehe Abbildung 6). Einige Kommentatoren haben darauf hingewiesen, dass die verstärkte Ausgabe langfristiger Unternehmensanleihen zu steileren Spread-Kurven führt. Zwar war in der jüngsten Vergangenheit zu beobachten, dass das höhere Emissionsvolumen mit einem steileren Verlauf der Spread-Kurve korrelierte. Dennoch haben wir keine konstante Korrelation zwischen dem Verlauf der Spread-Kurve und der Entwicklung der Emissionstätigkeit in den letzten 20 Jahren festgestellt. Deshalb halten wir diese Argumente nicht für schlüssig.

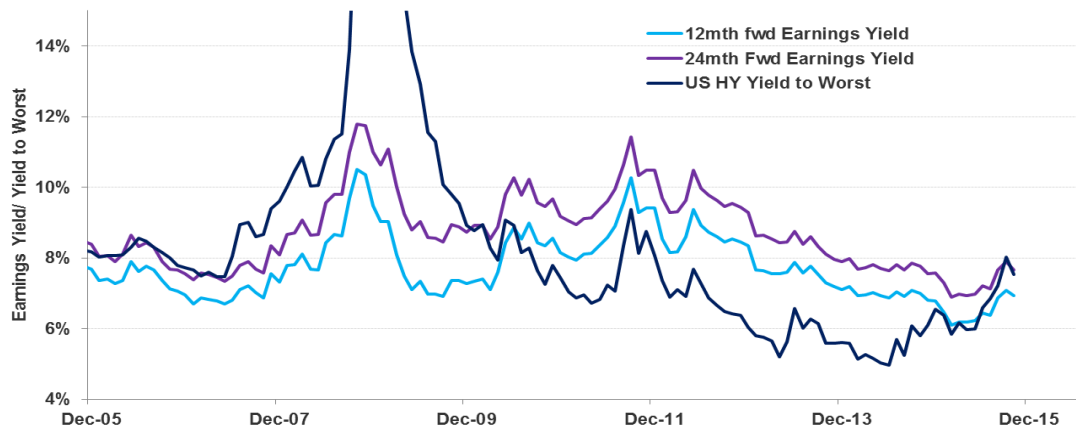
**Abbildung 5 und 6: Steigung der Spread-Kurve (Indizes +10 Jahre abzüglich 1-10 Jahre) in US-Sektoren für Investment-Grade-Anleihen und US-High-Yield-Anleihen mit BB- und B-Rating**



### Was bedeutet das nun für die Anleger?

Zunächst einmal lassen wir eine gewisse Vorsicht walten und schließen daraus nicht kurzerhand, dass die künftigen Bonitätsrisiken von Unternehmen deutlich ansteigen werden. Wenn Anleiheanleger höhere Bonitätsrisiken erwarten würden, wäre bei den Spreads kurzfristiger Anleihen ein Anstieg zu verzeichnen. Tatsache ist jedoch, dass der höchste Spread-Anstieg bei langfristigen Anleihen zu verzeichnen war. Die Märkte für Unternehmensanleihen schwenken also nicht zwei rote Flaggen, sondern eine rote Flagge (die Höhe der Spreads) und eine grüne Flagge (die Steilheit der Spread-Kurven). Die Anleger scheinen kaum Zweifel daran zu hegen, dass sich die kurzfristigen Marktaussichten im Allgemeinen positiv gestalten. Ihre Unsicherheit bezüglich der künftigen Bedingungen auf den Anleihemärkten ist jedoch gestiegen. Dies gilt sowohl für die europäischen als auch für die US-amerikanischen Märkte für Unternehmensanleihen.

**Abbildung 7: 12-Monats- und 24-Monats-Gewinnrendite auf Basis von Konsens-Gewinnsschätzungen für den MSCI ACWI und US High Yield Index Yield to Worst 2005-2015**



Quelle: BoAML, Bloomberg und Columbia Threadneedle Investments. Stand: 30. September 2015.

Zweitens haben die höheren Anleiherenditen zu einer Unsicherheit geführt, die so stark war, dass Aktien nicht mehr automatisch als Anlageklasse mit dem höchsten Risikoaufschlag angesehen wurden. In Abbildung 7 werden die Renditen von US-Hochzinsanleihen (dunkelblaue Linie) mit den Gewinnrenditen globaler Aktien verglichen (12-Monats- und 24-Monats-Renditen auf Basis von Konsens-Gewinnsschätzungen). Daraus geht hervor, dass es in der Vergangenheit eine Korrelation zwischen steigenden Anleiherenditen und steigenden Gewinnrenditen auf dem Aktienmarkt gab (rückläufige KGV, die üblicherweise mit einem Einbruch auf dem Aktienmarkt einhergehen). Der jüngste Rückgang auf dem Aktienmarkt erfolgte zeitgleich mit dem letzten Renditeanstieg bei High-Yield-Unternehmensanleihen. Deren Erträge übertrafen zum ersten Mal seit der weltweiten Finanzkrise die 1- und 2-Jahres-Gewinnrenditen auf den globalen Aktienmärkten. Damit wurde der Status des Aktienmarktes als ertragsreichster Risikomarkt untergraben. Die Anleger stehen nun vor Kapitalmärkten mit durchweg höheren Risikoaufschlägen. Dies führt zwar zu einem konstruktiveren Anlageumfeld, verringert aber auch die Attraktivität von Aktien als Anlageklasse.

Diese höhere Unsicherheit wird von drei großen Themen angetrieben, über die wir kürzlich berichtet haben: von der zyklischen Stärke der US-Wirtschaft im Zusammenhang mit der schwachen Arbeitsproduktivität; dem Angebotsschock im Ölsektor; und von den Fragen bezüglich der wirtschaftlichen Neuausrichtung Chinas, wo sich der Schwerpunkt weg von Investitionen und Schwerindustrie hin zu Dienstleistungen verlagert. Ein weiterer Aspekt ist der jüngste währungspolitische Sinneswandel der chinesischen Regierung.<sup>3</sup> Folglich haben wir das Portfoliorisiko nicht wesentlich erhöht. Wir nutzten jedoch die Gelegenheit, um unser Risikobudget im Threadneedle Dynamic Real Return Fund und Threadneedle Global Asset Allocation Fund umzuschichten und unser Engagement in europäischen Hochzinsanleihen im Rahmen dieser Strategien zu erhöhen.

<sup>3</sup> Toby Nangle *Was hat sich an den Märkten wirklich verändert?*, September 2015

[http://www.columbiathreadneedle.co.uk/media/9425998/en\\_what\\_has\\_really\\_changed\\_in\\_markets\\_september\\_2015.PDF](http://www.columbiathreadneedle.co.uk/media/9425998/en_what_has_really_changed_in_markets_september_2015.PDF)

DF, Toby Nangle *Does the productivity puzzle pose a threat to investors' Goldilocks environment?* August 2015

[http://www.columbiathreadneedle.co.uk/media/9391148/en\\_the\\_productivity\\_puzzle.pdf](http://www.columbiathreadneedle.co.uk/media/9391148/en_the_productivity_puzzle.pdf)

**Wichtige Informationen:** Nur für professionelle und/oder qualifizierte Anleger (Nutzung durch oder Weitergabe an Privatkunden verboten). Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Der Wert der Anlagen und etwaige Einkünfte daraus sind nicht garantiert und können sowohl steigen als auch fallen sowie von Wechselkursveränderungen beeinflusst werden. Das bedeutet, dass ein Anleger unter Umständen den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Diese Veröffentlichung dient lediglich der Information und stellt kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten noch eine Anlageberatung und eine Investmentdienstleistung dar. Das Research sowie die Analysen, auf die hier Bezug genommen wird, wurden von Columbia Threadneedle Investments im Rahmen des eigenen Anlagenverwaltungsgeschäfts durchgeführt, und die Ergebnisse derselben sind möglicherweise bereits vor der Veröffentlichung dieser Informationen genutzt worden und werden hier lediglich als Hintergrundinformationen zur Verfügung gestellt. Alle zum Ausdruck gebrachten Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Benachrichtigung geändert werden. Informationen aus externen Quellen werden zwar als glaubwürdig angesehen, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit besteht jedoch keine Gewähr. Diese Präsentation beinhaltet Aussagen, die die Zukunft betreffen, so auch Projektionen künftiger ökonomischer und finanzieller Verhältnisse. Keiner von Columbia Threadneedle Investments, seinen Direktoren, Führungskräften oder Mitarbeitern, macht irgend eine Aussage, Zusage, Garantie oder anderes Versprechen, dass eine dieser zukunftsgerichteten Aussagen sich als zutreffend herausstellt. Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited („TAML“), eingetragen in England und Wales unter der Nr. 573204; eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe. [columbiathreadneedle.com](http://columbiathreadneedle.com)