

Nach dem Sturm: Chancensuche auf den Anleihenmärkten

M&G Public Fixed Income

November 2022

- Die Märkte für festverzinsliche Wertpapiere haben in diesem Jahr stark korrigiert. Mittlerweile sind die Renditen von Unternehmensanleihen auf Mehrjahreshochs angekommen, und die Credit Spreads preisen eine schwere Rezession ein. Wir halten die dahinterstehenden düsteren Befürchtungen jedoch für übertrieben. Die meisten Unternehmen dürften sogar einen ausgedehnten Konjunkturrückgang gut überstehen können.
- Zum vielleicht ersten Mal seit einem Jahrzehnt sind wir der Meinung, dass Anleiheinvestoren gut für die Kredit- und Zinsrisiken bezahlt werden. Die Aussicht auf nachlassende Inflation und langsames Wachstum dürfte es den Zentralbanken ermöglichen, das Tempo der geldpolitischen Straffung zu verlangsamen. Dies könnte den Anleihenmärkten im nächsten Jahr Rückenwind verleihen.
- Die jüngste Marktvolatilität hat zu erheblichen Verwerfungen bei den Kursen von Unternehmensanleihen geführt. Unserer Einschätzung nach eröffnet dies vielfältige Möglichkeiten für aktive Manager, die durch ihre Kompetenz in diesem Segment die Bereiche mit attraktiven Value-Potenzialen entdecken können.

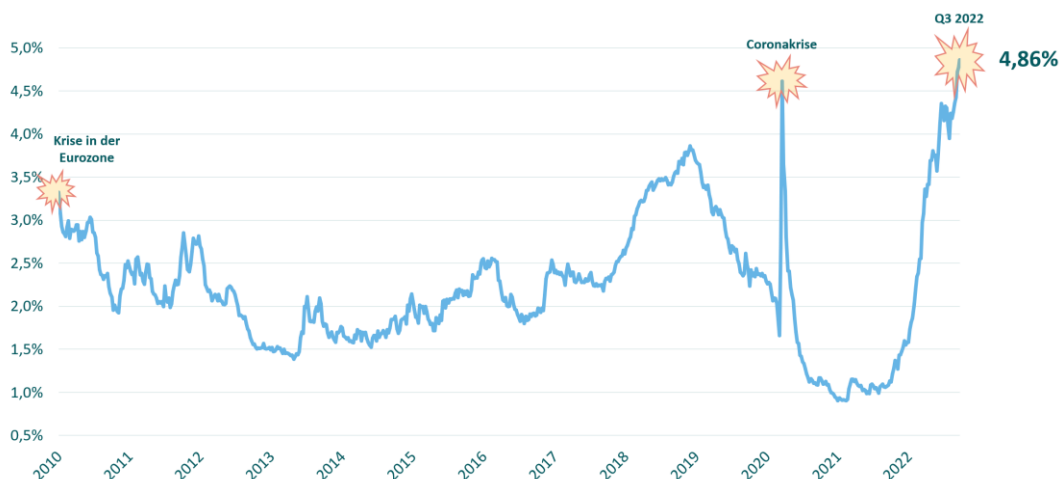
Der Wert der Vermögenswerte des Fonds und die daraus resultierenden Erträge können sowohl fallen als auch steigen. Dies führt dazu, dass der Wert Ihrer Anlage steigen und fallen kann, und Sie bekommen möglicherweise weniger zurück, als Sie ursprünglich investiert haben. Bitte beachten Sie, dass bei Erwähnung von Wertentwicklungen die frühere Wertentwicklung keinen Hinweis auf die künftige Wertentwicklung darstellt.

Dramatische Neubewertung auf den Anleihenmärkten

Im Jahr 2022 gab es einen der stärksten Kursstürze, den die Anleihenmärkte je erlebt haben. Die Sorgen um eine anhaltend hohe Inflation und eine aggressive Straffung der Geldpolitik haben die Renditen von Staatsanleihen auf den höchsten Stand seit über zehn Jahren getrieben. Auch die Bewertungen von Unternehmensanleihen sind stark unter Druck geraten: Die Märkte haben begonnen, die Folgen des schwächeren Wirtschaftswachstums und der höheren Kreditkosten für die Unternehmensgewinne zu berücksichtigen.

Dies hat zu einer deutlichen Neubewertung der Credit Spreads, also der Risikoaufschläge, und des „risikofreien“ Zinssatzes geführt (gemessen an der Rendite von Staatsanleihen). Die Renditen von Investment-Grade-Anleihen sind auf Mehrjahreshochs gestiegen; bei fünfjährigen US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen liegen sie bei 6,2 %. Der Weltwirtschaft stehen große Herausforderungen ins Haus. Doch diese Niveaus sind unserer Meinung nach für Anleiheinvestoren äußerst attraktiv – sowohl in absoluten Zahlen als auch im Vergleich zu anderen Anlageklassen.

Abbildung 1. Anleiherenditen im Zeitverlauf – 5-Jahres-Renditen für USD Investment-Grade-Anleihen bis zur Fälligkeit



Die frühere Wertentwicklung stellt keinen Hinweis auf die künftige Wertentwicklung dar.

Quelle: Bloomberg. Stand: 20. September 2022

Risikoaufschläge preisen einen kräftigen Abschwung ein

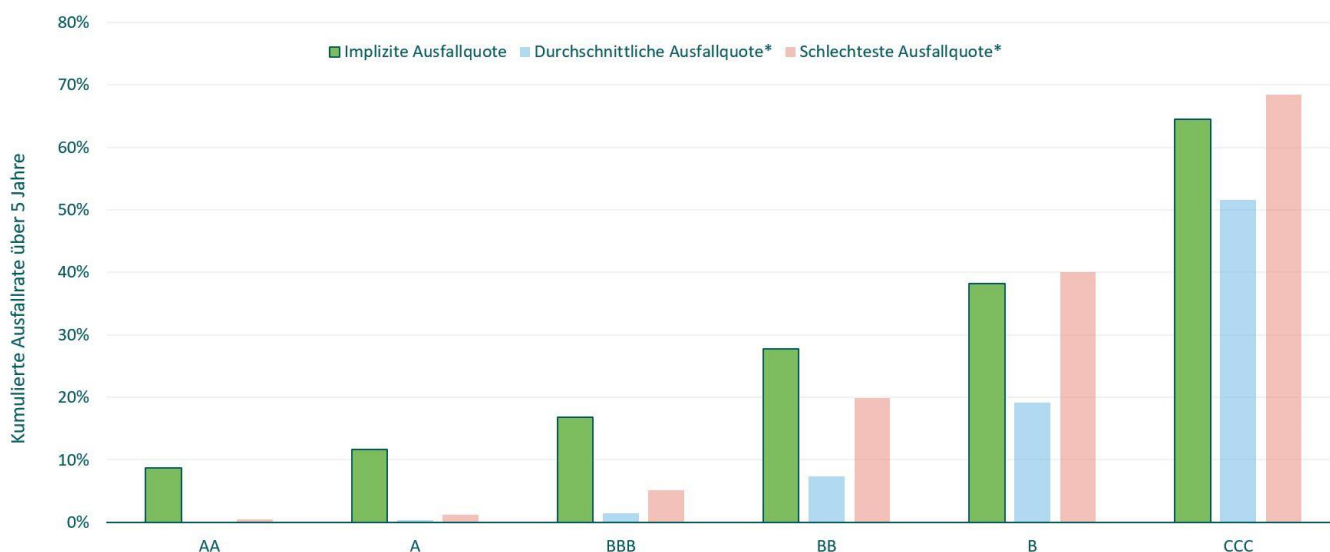
Die Risikoaufschläge für globale Investment-Grade-Anleihen preisen eine schwere Rezession und deutlich steigende Ausfallraten ein. Auch wir erwarten, dass sich die Weltwirtschaft im nächsten Jahr weiter abschwächen wird. Wir glauben allerdings nicht, dass der Rückgang auch nur annähernd so stark sein wird, wie es die Märkte derzeit einpreisen. Sehr niedrige Arbeitslosigkeit, gesunde Bilanzen der Verbraucher, staatliche Unterstützungspakete: Solche Faktoren dürften einen möglichen Wirtschaftsabschwung begrenzen.

Auch die Firmenbilanzen sind unserer Ansicht nach insgesamt in guter Verfassung. Zudem haben viele Unternehmen in nächster Zeit nur einen begrenzten Refinanzierungsbedarf. Eine sorgfältige Kreditanalyse und der Fokus auf die Fundamentaldaten sind immer entscheidend. Die meisten Firmen dürften jedoch sogar einen ausgedehnten Konjunkturrückgang gut überstehen können.

Wir glauben daher, dass die Märkte die schlechten Nachrichten in übertriebenem Maße einpreisen. Daher werden die Anleger für die Übernahme von Kreditrisiken gut entschädigt. Dies gilt besonders für den Investment-Grade-Bereich. Dort spiegeln die Risikoaufschläge eine implizite Ausfallrate wider, die deutlich über den durchschnittlichen und auch über den schlimmsten Ausfallraten liegt. Bei Unternehmensanleihen mit BBB-Rating wird beispielsweise eine kumulative Fünf-Jahres-Ausfallrate von 17 % eingepreist; die durchschnittliche Ausfallrate liegt nur bei 1,5 %, die schlechteste bei 5,1 %.

Unserer Meinung nach ist dieser Ausblick für die Ausfallraten zu düster. Daher haben wir die Gelegenheit genutzt, um in unseren Portfolios die Kreditrisiken zu erhöhen. Angesichts des unsicheren wirtschaftlichen Umfelds zählt dabei weiterhin Selektivität. Wir bevorzugen im Allgemeinen defensivere Titel mit höherer Qualität; diese sollten sich im Falle einer Rezession besser halten. Bei spekulativeren Titeln wie Hochzinsanleihen mit CCC-Rating bleiben wir deutlich vorsichtiger. In diesem Bereich halten wir einen deutlichen Anstieg der Ausfälle für möglich.

Abbildung 2. Vom Markt eingepreiste Ausfallraten im Vergleich zu historischen Ausfallraten



Quelle: Bloomberg, Deutsche Bank, ICE-Indizes, S&P. Stand: 30. September 2022. *Annahme einer Erholungsrate von 40 % für IG und 30 % für HY.

Anleger werden für die Übernahme von Zinsrisiken bezahlt

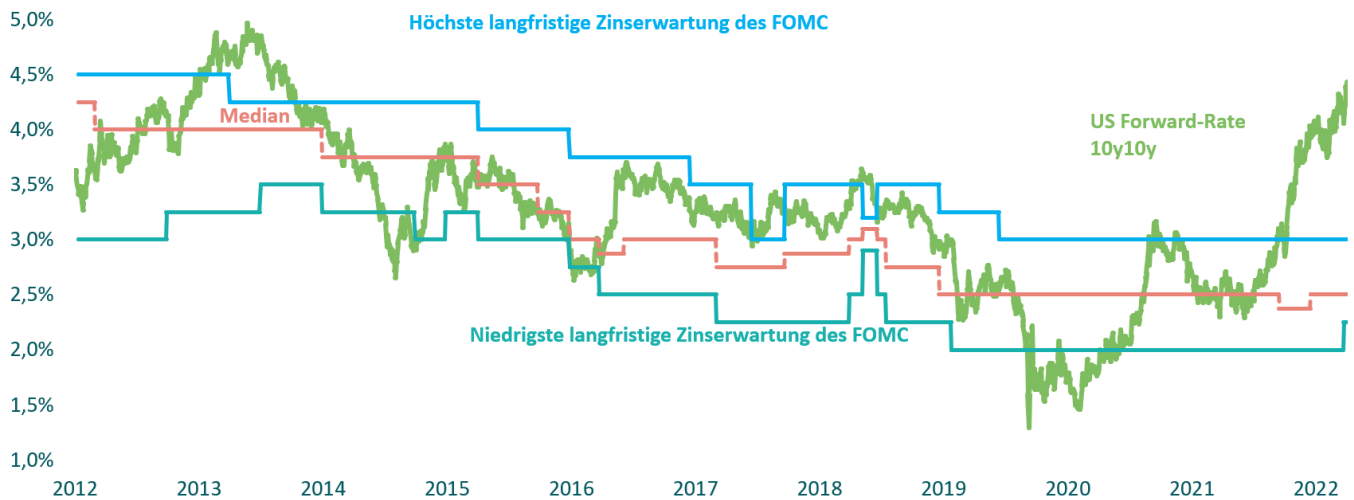
Der Anstieg der weltweiten Renditen bedeutet: Zum ersten Mal seit einem Jahrzehnt werden Anleiheinvestoren nicht nur für Kreditrisiken gut bezahlt, sondern auch für Zinsrisiken. Dies macht Unternehmensanleihen in unseren Augen zu einer besonders attraktiven Anlagemöglichkeit. Darum haben wir die Gelegenheit genutzt, in vielen unserer festverzinslichen Portfolios das Kredit- und das Durationsrisiko (also das Zinsrisiko) zu erhöhen.

Die Rückkehr der Inflation war der Hauptgrund für die diesjährige Talfahrt an den Anleihemärkten. Wir gehen davon aus, dass der Inflationsdruck in den kommenden Monaten allmählich nachlassen wird. Die Lieferketten normalisieren sich bis zu einem

gewissen Grad¹, und die straffere Geldpolitik entfaltet ihre Wirkung. Dies wiederum dürfte es der US-Notenbank Fed und anderen Zentralbanken ermöglichen, den Fuß von der Bremse zu nehmen. Das könnte den Anleihemärkten im nächsten Jahr möglicherweise kräftigen Rückenwind geben.

Wie lassen sich die Bewertungen an den Rentenmärkten beurteilen? Wir sehen die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen in 10-Jahres-Terminkontrakten als wichtige Kennzahl dafür an. Sie zeigt, welche Renditen der Markt in zehn Jahren für 10-jährige Staatsanleihen erwartet. Wir vergleichen dies mit den langfristigen Zinserwartungen der Fed. Der 10-Jahres-Terminkurs liegt derzeit deutlich über diesen Fed-Zinserwartungen. In der Regel ist dies ein starkes Signal, um die Duration zu erhöhen.

Abbildung 3. Erwartete Renditen von US-Staatsanleihen vs. langfristige Zinserwartungen der Fed



Quelle: Bloomberg, Federal Reserve. Stand: 19. September 2022.

Die frühere Wertentwicklung stellt keinen Hinweis auf die künftige Wertentwicklung dar. Die Informationen können sich ändern und sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

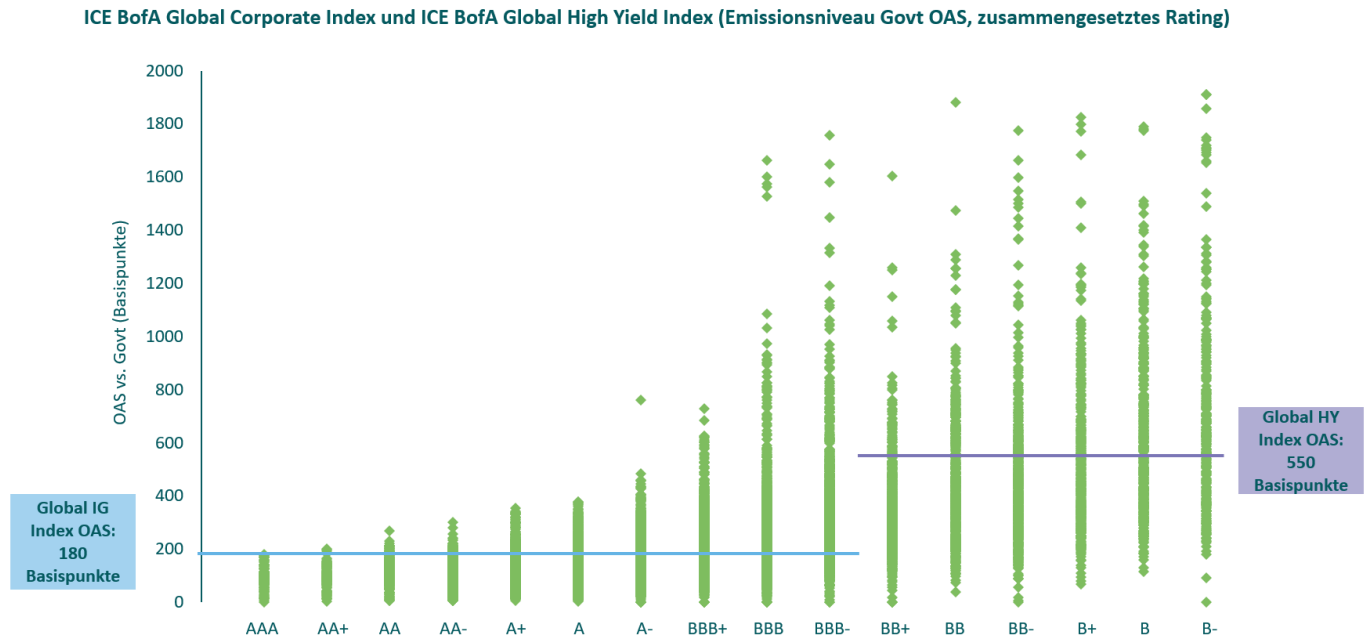
Die Volatilität eröffnet Chancen für aktive Manager

Volatilität führt in der Regel zu Verwerfungen auf den Märkten für Unternehmensanleihen. Nach den jüngsten Turbulenzen ist in diesem Segment eine starke Streuung der Spreads zu beobachten; Anleihen mit demselben Kreditrating werden mit anderen Risikoaufschlägen gehandelt als auf den Märkten für Staatsanleihen.

Ein solches Umfeld kann vielfältige Gelegenheiten für aktive Manager bieten. Sie können durch ihre Kompetenz im Bereich Credit die Markteffizienzen und Bereiche mit attraktiven Value-Potenzialen entdecken. Wir haben Zugang zu beispiellosen globalen Research-Ressourcen in den USA, Europa und Asien. Daher können wir die globalen Märkte für Unternehmensanleihen sehr gründlich unter die Lupe nehmen. Wir können uns auf alle Aspekte des Kreditprofils eines Unternehmens konzentrieren und beurteilen, ob Anleiheinvestoren für die potenziellen Risiken angemessen entschädigt werden.

¹ Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI) - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK (newyorkfed.org)

Abbildung 4. Streuung der Aufschläge nach Bonitätskategorie



Quelle: M&G, BofA ML Indices, Bloomberg. Stand: 31. Oktober 2022.

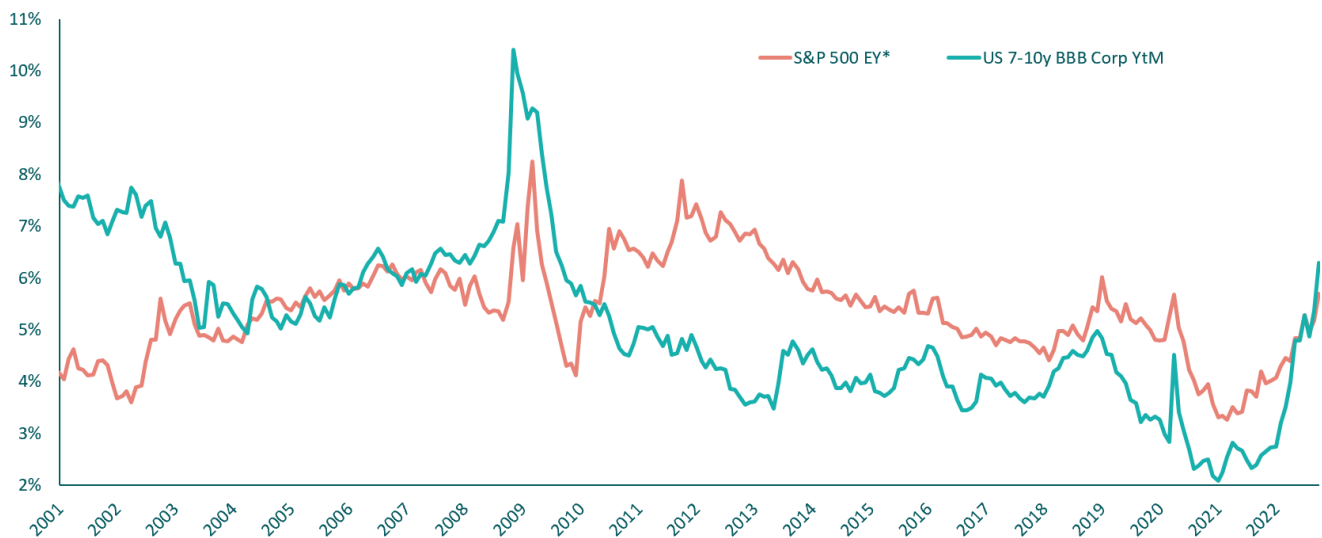
Globale Investment-Grade-Titel – widerstandsfähiger in unsicheren Marktlagen

Der Börsencrash während der Pandemie im Jahr 2020 war fast ausschließlich auf einen Anstieg der Risikoaufschläge zurückzuführen. Die diesjährige Flucht aus Investment-Grade-Unternehmensanleihen dagegen resultiert aus der Neubewertung der Spreads und Renditen von Staatsanleihen. Für die Anleger ergibt sich dadurch eine ausgewogenere Mischung aus Kredit- und Zinsengagement. Unserer Meinung nach sollte dies eine größere Widerstandsfähigkeit bei unterschiedlichen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bieten.

Mittelfristig halten wir Investment-Grade-Anleihen für äußerst werthaltig. Die Anleger werden für die Übernahme von Kredit- und Zinsrisiken gut bezahlt. Die Fundamentaldaten bei Unternehmensanleihen sind nach wie vor solide. Das Ausfallrisiko halten wir für begrenzt, selbst im Falle einer schwereren Rezession. Darüber hinaus dürften die derzeit hohen Renditen einen guten Puffer gegen einen weiteren kurzfristigen Renditeanstieg bieten. Daher halten wir die Anlageklasse und die derzeitigen Risiko-/ Ertragsaussichten weiterhin für sehr attraktiv.

Das gilt aus unserer Sicht nicht nur in absoluten Zahlen. Auch im Verhältnis zu anderen Anlageklassen – wie etwa Aktien – sehen wir Unternehmensanleihen als sehr werthaltig an. Eine gängige Methode zur Beurteilung des relativen Value ist ein Vergleich der Anleiherendite bis zur Fälligkeit mit der Gewinnrendite von Aktien (also dem Kehrwert ihres Kurs-Gewinn-Verhältnisses). Vergleicht man USD-Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating mit dem S&P 500, so wird deutlich: Die Renditen von Unternehmensanleihen sind zum ersten Mal seit der Weltfinanzkrise höher als die von Aktien. Dies könnte auf ein mögliches Potenzial von Anleihen hindeuten.

Abbildung 5. Bewertungen von Anleihen und Aktien – S&P 500 Gewinnrendite vs. USD Corp BBB YtM



Quelle: Bloomberg. Stand: 30. September 2022. *nachlaufende 12-Monats-Gewinnrendite

Die frühere Wertentwicklung stellt keinen Hinweis auf die künftige Wertentwicklung dar.

Finanzwerten könnten die höheren Renditen zugutekommen

Finanzwerte sind einer der Bereiche, in dem unsere Kreditanalysten derzeit attraktiven Value finden. Gerade Banken dürften in einem Umfeld steigender Zinsen von höheren Kreditmargen profitieren. Ihre robuste Kapitalausstattung bietet einen erheblichen Puffer für den Fall unerwartet hoher Verluste. Die aktuellen Bewertungen deuten darauf hin, dass die Märkte im Zuge der Abschwächung der Weltwirtschaft mit hohen Verlusten im Bankensektor rechnen. Unserer Einschätzung nach ist die Marktwahrnehmung jedoch weit vom fundamentalen Bild entfernt.

Zweifellos wird es zu Verlusten kommen. Doch unserer Meinung nach kann die große Mehrheit der Großbanken solche Stürme überstehen. Zugleich dürften die gestiegenen Zinssätze ihre Rentabilität deutlich verbessern. Darüber hinaus waren Bankanleihen nicht direkt von der quantitativen Lockerung betroffen; die Zentralbanken haben sich bei ihren Wertpapierkäufen auf Titel außerhalb des Finanzsektors konzentriert. Bei gleichbleibenden Bedingungen gilt daher unserer Einschätzung nach: Die Banken dürften in diesem Jahr nicht unter den laufenden quantitativen Straffungen der Zentralbanken leiden.

Globale Hochzinstitel – mit attraktiven Erträgen Abwärtsrisiken abfedern

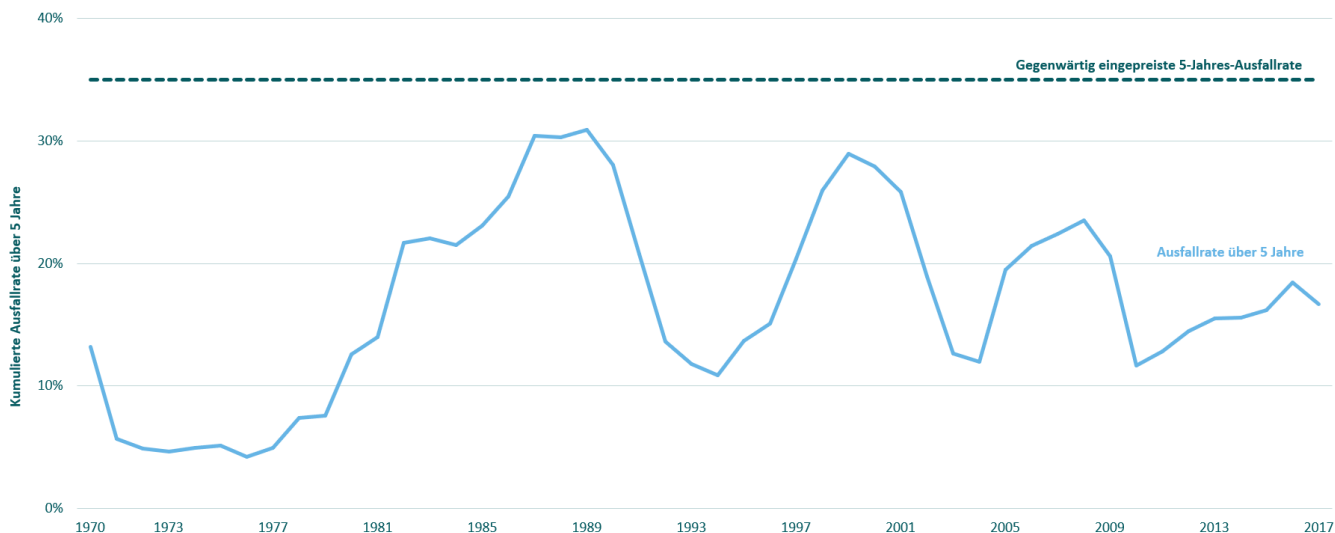
Die Risikoaufschläge für globale Hochzinsanleihen haben kürzlich die Marke von 600 Basispunkten erreicht. Damit sind unserer Einschätzung nach die meisten schlechten Nachrichten eingepreist, und es bieten sich recht attraktive Einstiegspunkte in diese Anlageklasse. Eine weltweite Rezession könnte sich als unvermeidlich erweisen. Allerdings sind wir der Meinung, dass sie weniger schwerwiegend ausfallen wird als das, was die Hochzinsmärkte derzeit einpreisen.

Das derzeitige Spread-Niveau entspricht einer impliziten Fünf-Jahres-Ausfallrate von 32 %. Diese Größenordnung liegt weit über unseren Erwartungen; eine solche Ausfallrate wäre höher als jemals zuvor. Wir halten die Fundamentaldaten der Unternehmen insgesamt für gut. Die Erträge sollten sich nach unserem Dafürhalten als recht widerstandsfähig erweisen. Auch der Verschuldungsgrad in der gesamten Anlageklasse ist nach wie vor relativ überschaubar. Viele Unternehmen haben die Gelegenheit genutzt, ihre Schulden zu reduzieren oder deren Laufzeit nach der Pandemie zu verlängern. Dies dürfte das Refinanzierungsrisiko deutlich verringern.

Daher sehen wir die Hochzinsindizes als qualitativ hochwertigeres Universum an – besser als zur Zeit vor der Pandemie. Wir gehen davon aus, dass die Ausfallraten von den derzeit sehr niedrigen Niveaus aus ansteigen werden. Einen starken Anstieg erwarten wir jedoch nicht. Mit Gesamtrenditen von nahezu 10 % bietet die Anlageklasse unserer Meinung nach einen attraktiven Ertragsstrom. Dies sollte einen erheblichen Puffer gegen eine weitere Ausweitung der Spreads oder steigende Ausfallraten bieten.

Kurzfristig ist weiter mit Volatilität zu rechnen. Auf Sicht von zwei bis drei Jahren jedoch bietet sich den Anlegern unserer Meinung nach die Möglichkeit, sich ein attraktives Ertragsniveau zu sichern, das bei einem künftigen Rückgang der Renditen ein Aufwärtspotenzial bietet. Eine sorgfältige Auswahl der Anleihen und ein Fokus auf die Fundamentaldaten bleiben jedoch von entscheidender Bedeutung, wenn man in diesem Bereich des Marktes investiert. Dies gilt umso mehr in den späteren Phasen des Konjunkturzyklus.

Abbildung 6. Kumulierte fünfjährige Ausfallraten für Hochzinsanleihen



Quelle: Deutsche Bank, Moody's Research. Stand: 30. September 2022 (letzte verfügbare Daten). Berechnet unter Verwendung des CDX HY-Index mit einer angenommenen Erholungsrate von 30 %.

Anlagen in Anleihen werden durch Zinssätze, Inflation und Kreditratings beeinflusst. Es ist möglich, dass Anleiheemittenten keine Zinszahlungen leisten oder das Kapital nicht zurückzahlen. Es ist möglich, dass Anleiheemittenten keine Zinszahlungen leisten oder das Kapital nicht zurückzahlen. Alle diese Ereignisse können den Wert der im Portfolio gehaltenen Anleihen verringern. Hochzinsanleihen bergen in der Regel ein größeres Risiko, dass die Anleiheemittenten möglicherweise nicht in der Lage sind, Zinszahlungen zu leisten oder das Kapital zurückzuzahlen.

M&G
November 2022



Das vorliegende Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Andere Personen sollten sich nicht auf die hierin enthaltenen Informationen verlassen.

Die Weiterleitung dieses Dokuments in oder von der Schweiz aus ist nicht zulässig, mit Ausnahme der Weitergabe an Qualifizierte Anleger im Sinne des Schweizerischen Kollektivanlagengesetzes („Qualifizierte Anleger“). Ausschließlich für den Gebrauch durch den ursprünglichen Empfänger bestimmt (vorausgesetzt dieser ist ein Qualifizierter Anleger).

Diese Finanzwerbung wird herausgegeben von M&G Luxembourg S.A. Eingetragener Sitz: 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg.

858705