

ZURÜCK ZU NACHRANGIGEN WERTEN

ÜBERBLICK

Die US-Notenbank (Fed) signalisierte eine Reihe von Zinssenkungen in der nächsten Zeit, und die Europäische Zentralbank (EZB) deutet an, sie werde alle ihr zur Verfügung stehenden Instrumente nutzen – einschliesslich eines neuen Programms für den Kauf von Unternehmensanleihen (CSPP) –, um negativen wirtschaftlichen Entwicklungen entgegenzuwirken. Dieser Ansatz wird die Investment-Grade-Renditen nach unten drücken und Anleger in den Sub-Investment-Grade-Bereich treiben, wo nachrangige Anleihen unseres Erachtens die beste Werthaltigkeit bieten.



Michalis Ditsas
Anlagespezialist

«Die Markterwartungen einer Wiederaufnahme des EZB-Programms für den Kauf von Unternehmensanleihen nehmen zu. Wie sollten sich Anleihen Anleger positionieren? Mit einer Rückkehr zu Sub-Investment-Grade-Werten.»

In den USA hat sich die Wachstumsdynamik abgeschwächt, die Gefahr der Handelsspannungen besteht weiter und der Rückgang der mittelfristigen Inflationserwartungen auf das niedrigste Niveau seit drei Jahren ist angesichts der geringen Arbeitslosigkeit eine beunruhigende Entwicklung. Die Fed schwenkte daher auf eine sehr moderate Haltung um und signalisierte eine starke Tendenz zu Zinssenkungen, sodass der Markt jetzt zwei bis drei Zinssenkungen in den nächsten zwölf Monaten vorwegnimmt.

Im Gegensatz zur Fed hatte die EZB in den letzten Jahren keine Möglichkeit, die kurzfristigen Zinssätze anzuheben, und der Einlagenzins ist mit -0,4% immer noch negativ (mehr dazu enthält unsere Publikation 1 Monat in 10 Bildern). Im letzten Monat betonte Mario Draghi jedoch bei seiner Rede in Sintra, dass weitere Zinssenkungen und eine Wiederaufnahme der Wertpapierkäufe im Rahmen des CSPP durchaus mögliche Optionen seien, um den Abwärtsrisiken für das Wachstum und die Inflation zu begegnen.

Das ursprüngliche CSPP wurde im Juni 2016 aufgenommen, als die EZB das Universum der für ihr Wertpapierkaufprogramm geeigneten Vermögenswerte auf Euro-Anleihen von Nichtbankunternehmen der Eurozone mit Investment-Grade-Rating ausweitete. Damit wollte die Zentralbank die Auswirkungen ihrer Wertpapierkäufe auf die Realwirtschaft verstärken. Die Käufe führten zu einer Verengung der Investment-Grade-Spreads von 140 Basispunkten (Bp.) auf ein Allzeittief von 74 Bp. Anfang 2018 (Abbildung 1).

Abbildung 1: Verengung der Investment-Grade-Spreads während des CSPP



Quelle: Bloomberg, ICE BofAML Euro Corporate Index
Daten für den Zeitraum: von Juli 2016 – Januar 2018

Anleger in Zinspapieren sind offenbar überzeugt, dass die EZB ihre Wertpapiere über ein «CSPP 2»-Programm wieder aufnimmt. Da die Inflation sinkt und die Erwartungen auf eine Fortsetzung dieser Entwicklung hindeuten, muss die EZB etwas tun, um ihr Mandat zu erfüllen. Sollte die EZB nichts unternehmen, könnte dies nur als Zeichen dafür interpretiert werden, dass der Zentralbankrat die moderate Haltung Draghis nicht unterstützt.

Wie sollten sich die Anleger für ein mögliches CSPP 2 positionieren? Ein signifikanter Rückgang der Spreads

am Investment-Grade-Markt wird nicht lange auf sich warten lassen. Dies dürfte eine erneute Jagd nach Renditen auslösen, bei der die Anleger massiv in den Sub-Investment-Grade-Markt ausweichen.

Der europäische High-Yield-Markt hat jedoch jetzt schon genügend Probleme. In den USA gibt es schon seit einiger Zeit High-Yield-Anleihen mit negativen Renditen. Nun sind sie auch in Europa angekommen, wo derzeit etwa 2% des Universums negative Renditen aufweisen. Wenn die Renditen um weitere 35 Bp. sinken, könnte dieser Anteil auf 9% steigen. Darüber hinaus verschlechtern sich die Fundamentaldaten am europäischen High-Yield-Markt, wo die nennwertgewichtete Ausfallquote bei 1,8% liegt, die Fremdkapitalquote gestiegen ist und die Erlösquoten im letzten Jahr im Durchschnitt bei 32% lagen – unter dem historischen Durchschnitt von rund 40%.

Wir erkennen Potenzial für nachrangige europäische Anleihen. Die Renditen seit Anfang des Jahres (Tabelle 1) sind ähnlich wie am europäischen Markt für High-Yield-Anleihen (7,5% bzw. 7,7%) – allein der CoCo-Bonds-Markt warf in dieser Zeit rund 10,5% ab. Wie wir bereits in einer früheren Analyse aufzeigten (mehr dazu [hier](#)), bietet der Markt für nachrangige Papiere einige höchst vorteilhafte Eigenschaften. Dazu zählen insbesondere der hohe Renditevorteil (Carry), das Investment-Grade-Rating der Emittenten, die Liquidität an einem Markt mit der doppelten Grösse des High-Yield-Marktes und die Diversifizierung der Anlagen in einem festverzinslichen Portfolio.

Tabelle 1: Gesamtrenditen seit Jahresbeginn, per 30. Juni 2019

	US-HIGH-YIELD-ANLEIHEN	EURO-HIGH-YIELD-ANLEIHEN	NACHRANGIGE FINANZANLEIHEN	COCO
GESAMTRENDITE	10,16%	7,73%	7,46%	10,47%

Quelle: Bloomberg, ICE BofAML. US-High-Yield-Anleihen = US High Yield Constrained Index, Euro-High-Yield = Euro High Yield Index, nachrangige Finanzanleihen = Euro Subordinated Financials Index, CoCo-Bonds = Contingent Capital Index.

Stand der Daten: 30. Juni 2019