

Anleihen im Blickpunkt

Seltsame Anleihenbewertungen – was tun?

Autorin



Pilar Gomez-Bravo, CFA
Co-CIO, Fixed Income

Im Überblick

- Die Kreditrisiken sind gestiegen, halten sich aber nach wie vor im Rahmen. Bei Private Credit bestehen Bedenken wegen der Transparenz. Die Investoren sind in Alarmbereitschaft.
- An den Spreadmärkten finden sich attraktive Einzelwertchancen, aber angesichts der hohen Bewertungen halten wir einen defensiven Top-down- und Sektoransatz für angeraten.
- Um volatilitätsbedingte Marktverzerrungen zu nutzen, sollte man unbedingt auf eine ausreichend hohe Liquidität achten.

Die komplexe Verflechtung zwischen Finanzbeziehungen, Konjunkturrisiken, weltweiten Unsicherheiten, der Dominanz der Fiskalpolitik und hohen Anleihenbewertungen macht es Investoren zurzeit nicht leicht. Deshalb setzen wir auf sorgfältige Analysen, einen strategischen Ansatz für die Portfoliokonstruktion und legen Wert auf Liquidität. Aus unserer Sicht sind das zurzeit die Voraussetzungen für erfolgreiches Investieren.

Anleihenmärkte: Risiken managen und Chancen finden

Die Kreditrisiken sind gestiegen, halten sich aber noch im Rahmen – trotz einiger „Kakerlaken“. Ein genaues Verständnis der Credit-Fundamentaldaten wird immer wichtiger, weil die Spreads so wenig Ausgleich für das Kreditrisiko bieten wie noch nie. Zudem zeigen sich zunehmende Schwächen in Segmenten wie Leveraged Loans, Private Credit, Büroimmobilien und einigen Verbraucherkreditsparten. Sie spiegeln sich vor allem in den jüngsten Zahlungsausfällen und Konkursen in diesen Sektoren. Eine teure Refinanzierung ist vor allem für Unternehmen mit schwachen Bilanzen problematisch. Die Zahlungsausfälle könnten steigen, was die konjunkturbedingten Kreditprobleme verstärken könnte. In hoch verschuldeten Sektoren treten die Probleme meist zuerst auf, und Rezessionen beginnen meist mit einer Kreditklemme. Wir achten sehr genau auf Anzeichen zunehmender Schwierigkeiten – sowohl aus der Top-down- als auch aus der Bottom-up-Perspektive.

Vernetzung und fehlende Transparenz sind problematisch für Private Credit.

Aus unserer Sicht sind die privaten Märkte von fehlender Transparenz und fehlenden Marktbewertungen geprägt. Dadurch haben Anleger nicht genügend Daten, um zu erkennen, wo die Risiken liegen, vor allem, weil eine schnell steigende Kreditvergabe zu immer schwächeren Underwriting-Standards führen kann. Die Assetklasse Private Credit hat noch keinen vollen Kreditzyklus durchlaufen, deshalb weiß man nicht, wie sich die Bilanzen entwickeln, jetzt, wo sich die Zinsen normalisiert haben. Auch bei der Transmission in die Realwirtschaft macht uns die Vernetzung zwischen Investmentfonds, dem Bankensystem und KI-Unternehmen Sorgen, weil dadurch das Risiko steigt, dass einzelne Kreditereignisse zu einem systemischen Problem werden.



Der Konsum ist noch immer stabil, unterstützt von staatlichen Wachstumsprogrammen und der Lockerung der Geldpolitik.

Die vor allem vom Konsum bestimmte US-Wirtschaft hat sich trotz aller Volatilität bislang gut gehalten. Dieser Konsum hängt von den einkommensstärksten zehn Prozent der Verbraucher ab, die wegen des Vermögenseffektes wiederum von einer guten Aktienmarktpartitur abhängig sind. Zugleich entwickelt sich angesichts der hohen Verschuldung vieler Länder die Dominanz der Fiskalpolitik zu einem zentralen Problem – nicht nur in den USA, sondern weltweit. Die mangelnde Haushaltsdisziplin wirft Fragen zu Inflationserwartungen und Finanzstabilität auf. Hinzu kommt, dass China noch immer unter dem Zusammenbruch seines Immobilienmarktes leidet. Das sorgt für höhere weltpolitische Risiken wie Handelskriege, die die Unsicherheit noch verstärken.

Trotz hoher Bewertungen gibt es noch attraktive Einzelwertchancen. Angesichts der hohen Bewertungen in allen festverzinslichen Assetklassen nutzen wir unsere starke Researchplattform, um über alle Sektoren, Länder, Ratingklassen und die Kapitalstruktur hinweg überzeugende Einzelwertideen zu finden. Beim aktuellen Spreadniveau sind Erträge durch eine weitere Verengung unwahrscheinlich. Deshalb setzen wir bei der Portfoliokonstruktion auf eine Kombination aus Carry und Kurspotenzial. Zurzeit halten wir einige strukturierte Credits, defensive Unternehmensanleihen, einzelne High Yield und Emerging-Market-Staatsanleihen für aussichtsreich.

Weltweite Positionierung in Anleihen

In unserem Basisszenario bleibt das Wachstum schwach, und die Inflation hält sich weiter in Grenzen. Beides wäre günstig für vergleichsweise attraktive Erträge globaler Anleihen. Wegen der niedrigen Volatilität und der geringen Streuung der meisten Spreadmärkte halten wir es für wichtig, bei unserem aktiven Ansatz flexibel zu bleiben. Auch wollen wir weiter ausreichend liquide sein, um künftige Marktverzerrungen nutzen zu können.

Unternehmensanleihen

Die engen Spreads von **Investmentgrade-Unternehmensanleihen** sind eine Folge stabiler Fundamentaldaten und des günstigen technischen Umfelds. Die Assetklasse verzeichnet noch immer Mittelzuflüsse. Wir gehen davon aus, dass dies angesichts unserer Konjunktüreinschätzung so bleibt, und sind hier deshalb übergewichtet, aber defensiv ausgerichtet. Zudem nutzen wir Absicherungsmechanismen, um das Portfolio gegen eine plötzliche Spreadausweitung zu schützen. Im **High-Yield-Bereich** haben wir unsere Positionen in Emittenten mit einem hohen Beta allmählich verkleinert, weil wir gegen Jahresende einen Anstieg der Volatilität von Anleihen mit niedrigeren Kreditratings erwarten. Angesichts des im Durchschnitt hohen Index-Ratings ist das Umfeld für börsennotierte High-Yield-Anleihen zurzeit günstig. Wenn die Fiskalpolitik weiter gelockert wird, dürfte man aus unserer Sicht in den nächsten zwölf Monaten Erträge erzielen. Wegen der hohen Bewertungen der Assetklasse gehen wir davon aus, dass diese Erträge eher durch den Carry als durch eine Spreadverengung entstehen.

Staatsanleihen

Weil die Geldpolitik expansiver wird, ist eine baldige Rezession unwahrscheinlich. Lang laufende Staatsanleihen könnten sich aber gut entwickeln, wenn das Wirtschaftswachstum schwach bleibt. Deshalb sind wir hier leicht übergewichtet, halten eine Versteilung der Zinsstrukturkurve aber jetzt für weniger wahrscheinlich als zuvor. Die Zinserwartungen für die Industrieländer scheinen in den Staatsanleihenkursen bereits berücksichtigt. Wenn der US-Dollar nicht nennenswert aufwertet, erwarten wir Zinssenkungen eher in den Emerging Markets. In Ländern wie Island, Südkorea, Neuseeland und Australien finden sich interessante Einzelwertchancen.

Am meisten überzeugen uns lang laufende Staatsanleihen aus den USA, zumal wir davon ausgehen, dass der neutrale Zins bei etwa 1% liegt. Wir bevorzugen aber Papiere mit Laufzeiten von höchstens zehn Jahren. Aus unserer Sicht spiegelt sich die straffe Geldpolitik der Bank of Japan noch nicht in den Kursen wider. Deshalb bleiben wir hier in Langläufern untergewichtet und investieren in Anleihen mit kürzeren Laufzeiten.



Unsere Positionen in Europa haben wir verkleinert, vor allem die in Peripherieländeranleihen, deren Spreads gegenüber deutschen Bundesanleihen so eng sind wie noch nie. Italien halten wir dagegen nach wie vor für attraktiv. In Frankreich sind wir nicht mehr stark untergewichtet, sondern neutral positioniert, weil sich die Spreads in Reaktion auf die künftigen (geld-)politischen Herausforderungen des Landes ausgeweitet haben. In lang laufenden britischen Anleihen sind wir weiter übergewichtet, weil wir meinen, dass die Bank of England in puncto Zinssenkungen noch aufholen kann.

An den Märkten für Emerging-Market-Lokalwährungsanleihen bevorzugen wir einige latein-amerikanische Länder wie Uruguay, Peru und Brasilien, die hohe Realrenditen bieten und von günstigen Wahlergebnissen profitieren. Auch in Südafrika sind wir investiert. Hier dürfte die Zentralbank glaubwürdiger werden und das Haushaltsrisiko nachlassen. Die Bank of China dürfte weiterhin eine eher lockere Geldpolitik verfolgen. Da aber die Zinsstrukturkurve flach ist und die Renditen niedrig sind, halten wir an unserer Untergewichtung fest.

Fazit

Die seltsamen Anleihenbewertungen erfordern eine genaue Kontrolle der Kreditrisiken. Wir stützen uns auf unsere kompetente Researchplattform und sind darauf eingestellt, Marktverzerrungen zu nutzen. Die zurzeit hohen Bewertungen und die unsicheren Aussichten erfordern eine strategische und umsichtige Portfoliokonstruktion. Dazu bauen wir auf das Know-how unserer Credit-Analysten und Staatsanleihenstrategen, um Einzelwertchancen zu finden. Wir sind überzeugt, dass ein gut strukturiertes Portfolio selbst in diesem Umfeld weiterhin attraktive Erträge an den globalen Anleihenmärkten erzielen kann. ▲



Anlagen in Schuldtitel können an Wert verlieren, wenn sich die Kreditqualität des Emittenten, Schuldners, Kontrahenten bzw. anderer zahlungsverantwortlicher Personen/Unternehmen tatsächlich oder scheinbar verschlechtert. Wertverluste sind auch bei einer Veränderung der Konjunktur, des politischen Umfelds sowie aus emittentenspezifischen oder anderen Gründen möglich. Bestimmte Anleihenarten können auf diese Faktoren stärker reagieren und sind dadurch volatil.

Außerdem sind Schuldbriefe mit Zinsrisiken verbunden. In der Regel fallen ihre Kurse, wenn die Zinsen steigen. Deshalb kann der Wert des Portfolios fallen, wenn die Zinsen steigen.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf eines Wertpapiers oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Herausgegeben in den **USA** von MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), einem US-amerikanischen Investmentberater. MFSI ist eine Tochtergesellschaft der Massachusetts Financial Services Company (MFS). Herausgegeben in **Kanada** von MFS Investment Management Canada Limited. MFS Institutional Advisors, Inc. erbringt bestimmte Subadvisory-Leistungen für alle Portfolios von MFS Investment Management Canada Limited, darunter auch Investmentmanagement in Eigenregie für nicht kanadische Portfolios oder Portfoliokomponenten. Gemäß einer zwischen MFS Institutional Advisors, Inc. und MFS Investment Management Canada Limited geschlossenen Unterberatungsvereinbarung erbringt MFS Anlageberatung unter Berücksichtigung geltender gesetzlicher Ausnahmeregelungen oder aufsichtsrechtlicher Erleichterungen. Diese Beratung wird außerhalb Kanadas erbracht, und bestimmte Mitglieder des Teams sind möglicherweise in keiner Funktion bei einer kanadischen Wertpapieraufsichtsbehörde registriert. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Services Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS*, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 2826 12800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. Herausgegeben in **Hongkong** von MFS International (Hongkong) Ltd. (MIL HK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK ist eine indirekte, 100-prozentige Tochtergesellschaft der Massachusetts Financial Services Company, einer US-amerikanischen Beratungs- und Fondsgesellschaft, registriert bei der U.S. Securities and Exchange Commission. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte tätigen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. Herausgegeben in **Singapur** von MFS International Singapore Pte. Ltd., einer in Singapur unter der Nummer 201228809M eingetragenen Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Das Unternehmen wurde von der Monetary Authority of Singapore zugelassen und wird von ihr beaufsichtigt. Herausgegeben in **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. **Für professionelle Investoren in Australien:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) (ABN 68 607 579 537) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, eine Financial chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. Dieses Dokument richtet sich an professionelle Investoren und dient ausschließlich der allgemeinen Information. Die hierin enthaltenen Informationen berücksichtigen nicht die persönlichen Anlageziele, die Finanzsituation sowie besondere Anforderungen eines bestimmten Anlegers. Alle hierin genannten Wertpapiere und Sektoren sind nur zur Illustration aufgeführt und dürfen nicht als Investmentempfehlung verstanden werden. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die hierin enthaltenen Informationen dürfen nicht ohne vorherige ausdrückliche Genehmigung von MFS Investment Management (MFS) kopiert, vervielfältigt oder weitergegeben werden. Diese Informationen werden für richtig gehalten, aber sie können sich ohne Ankündigung ändern. MFS garantiert und behauptet weder, dass sie fehlerfrei oder vollständig sind, noch, dass sie sich für die besonderen Zwecke einer Person eignen. MFS übernimmt keine über die gesetzlichen Vorschriften hinausgehende Haftung für Fehler oder für irgendwelche Investmententscheidungen oder andere Handlungen auf der Grundlage der hierin enthaltenen Informationen. Eine Weitergabe dieser Informationen an Privatanleger wurde von MFS nicht genehmigt.

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.