

## Big Mac(ro)

Credits sind teuer. Was tun?

### Autor

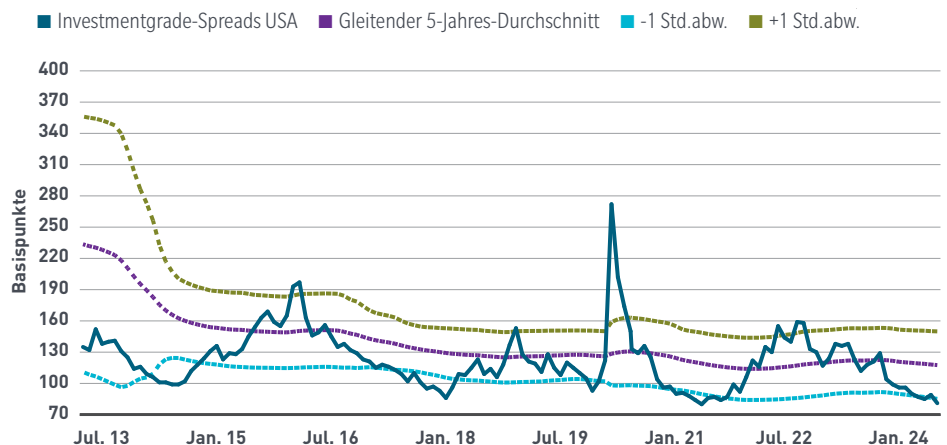


**Benoit Anne**  
Managing Director  
Strategy and Insights Group

Manche Investoren sehen in den engen Credit Spreads ein Hindernis für Anleiheninvestitionen. Uns hingegen scheint der Ausblick trotz der im Vergangenheitsvergleich hohen Bewertungen gut. Wir rechnen mit Ertrag, wegen fallender Zinsen, des hohen Carry und nicht zuletzt wegen möglicher Alphachancen.

**Zweifellos sind viele Anleihen weltweit hoch bewertet.** So liegen die amerikanischen Investmentgrade-Spreads mit zurzeit etwa 80 Basispunkten deutlich unter ihrem 5-Jahres-Durchschnitt von 118 Basispunkten (Abbildung 1). Der aktuelle Spread entspricht einem z-Score von -1,16, ein Hinweis auf eine starke Überbewertung.<sup>1</sup> Andere Marktsegmente sind ebenfalls teuer; die Spreads vieler Anleihen erscheinen nicht sehr hoch. Im Zehnjahresvergleich liegen sie bei Investmentgrade-Anleihen, High Yield, steuerpflichtigen Municipals und Emerging-Market-Unternehmensanleihen fast im untersten Perzentil. Gegenüber der Vergangenheit sind sie in der Tat außerordentlich eng (Abbildung 2).

### Abbildung 1: US-Investmentgrade-Spreads scheinen eng

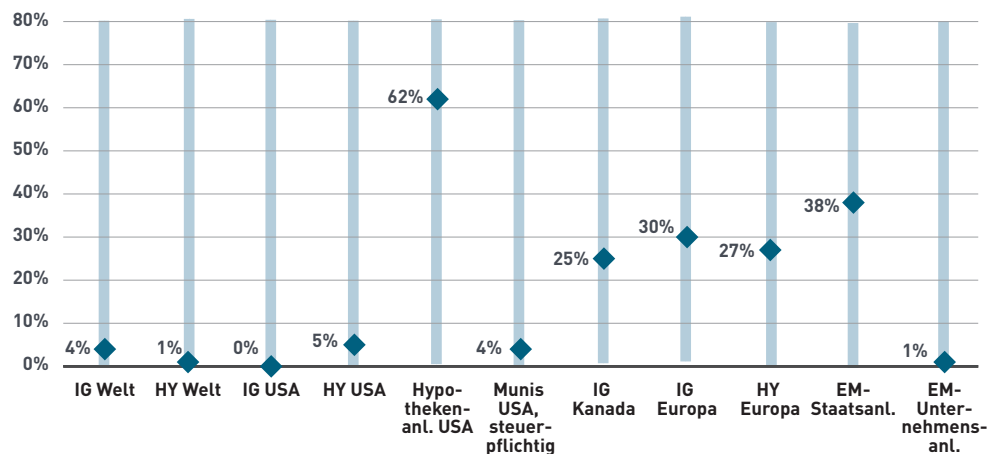


Quelle: Bloomberg. Investmentgrade USA: Bloomberg US Corporate Index. Spread: optionsbereinigter Spread. Schätzung des Vergangenheitsdurchschnitts mit einem gleitenden 5-Jahres-Fenster. Wenn der Spread um 1 Standardabweichung über dem Vergangenheitsdurchschnitt liegt, gilt er in der Regel als attraktiv (z-Score von 1). Bei einem Spread von 1 Standardabweichung unter dem Vergangenheitsdurchschnitt gilt er aufgrund der dann hohen Bewertung als unattraktiv. Monatsdaten von August 2013 bis Oktober 2024 (Stand 15. Oktober).

In der Reihe „Big Mac(ro)“ analysieren wir regelmäßig aktuelle Anleihen- und Konjunkturthemen.



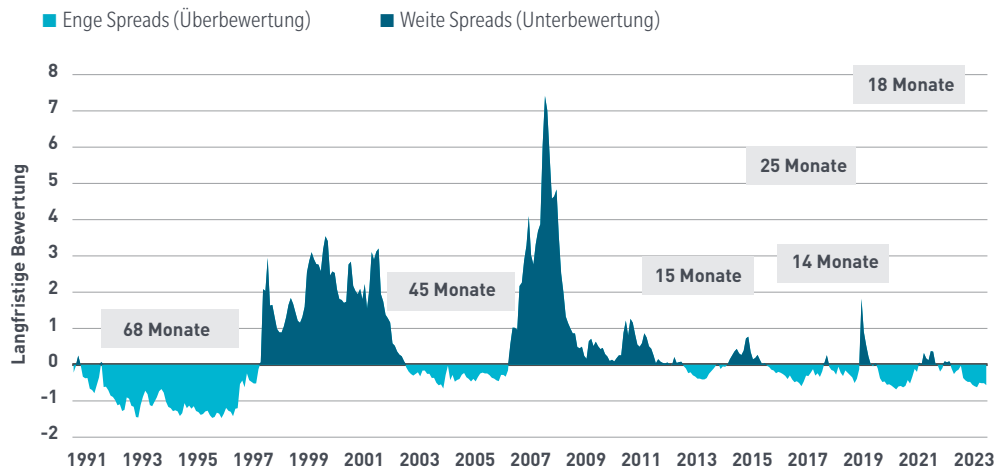
Abbildung 2: Aktuelles Spread-Perzentil (im Zehnjahresvergleich)



Quelle: Bloomberg. Tagesdaten vom 15. Oktober 2014 bis zum 15. Oktober 2024. Investmentgrade (IG) USA: Bloomberg US Corporate Index. High Yield (HY) USA: Bloomberg US Corporate High Yield Index. Hypothekenanleihen USA: Bloomberg US MBS Index. Emerging-Market-Staatsanleihen: JPMorgan EMBI Global Diversified Index. Emerging-Market-Unternehmensanleihen: JPMorgan CEMBI Broad Diversified Index. IG Europa: Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate Index. HY Europa: Bloomberg Pan-European High Yield Index. Investmentgrade (IG) Welt: Bloomberg Global Aggregate Corporate Index. High Yield (HY) Welt: Bloomberg Global Corporate High Yield Index. IG Kanada: Bloomberg Canada Aggregate Corporate Index. Aggregate USA/steuerpflichtige Municipals: Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible Index.

**Aber es gibt eine gute Nachricht: Spreads wie jetzt sind nicht ungewöhnlich.** Ein enger Spread allein bedeutet nicht, dass eine große Korrektur ansteht. In den letzten Jahren waren die Spreads oft längere Zeit eng. Ohne einen Grund für eine Korrektur können Anleihen auch länger überbewertet sein. Das gilt vor allem bei einer guten Markttechnik, also hohen Mittelzuflüssen in die Assetklasse, und einer hohen Risikobereitschaft der Anleger (Abbildung 3).

Abbildung 3: US-Investmentgrade-Spreads können lange eng bleiben

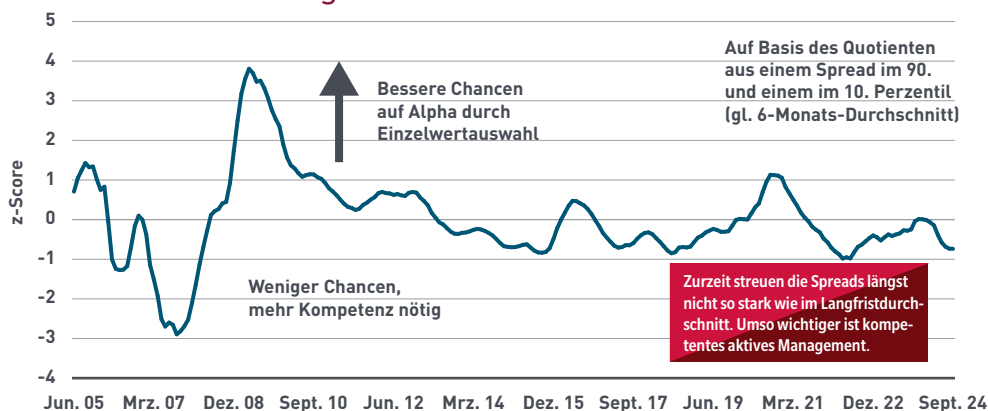


Quelle: Bloomberg. Investmentgrade USA: Bloomberg US Corporate Index. Spread: optionsbereinigter Spread. Langfristige Bewertung: z-Score des Spreads von Oktober 1991 bis August 2024 (wachsendes Fenster). Der z-Score misst die Abweichung vom Langfristdurchschnitt in Standardabweichungen.



**Beim Kreditrisiko geht es zurzeit mehr um Alpha als um Beta.** Angesichts der derzeitigen Spreads ist es unwahrscheinlich, dass sie weiter fallen und man dadurch noch viel verdienen kann. Umso wichtiger ist das Alpha, also der Mehrertrag durch aktives Management. Die Spreads sind nicht nur eng, sondern liegen auch ungewöhnlich dicht beieinander (Abbildung 4). Wenn sie wie jetzt nur wenig streuen, schränkt das das Alphapotenzial der Einzelwertauswahl ein. Umso wichtiger ist es dann, dass ein Assetmanager etwas kann. Kompetente aktive Manager sind bei sehr ähnlichen Spreads also im Vorteil. Mit einer sorgfältigen Einzelwertauswahl, einem guten Investmentprozess und einem großen internationalen Researchteam hat man bei den derzeitigen Bewertungen unserer Ansicht nach gute Chancen auf Mehrertrag.

**Abbildung 4: Streuung amerikanischer Investmentgrade-Spreads unter dem Langfristdurchschnitt**



Quelle: Bloomberg. US-Investmentgrade: Bloomberg US Corporate Index. Streuung der Spreads: z-Score auf Basis von Monatsdaten von Dezember 2004 bis September 2024, gleitender 6-Monats-Durchschnitt (wachsendes Fenster). Der z-Score misst die Abweichung vom Langfristdurchschnitt in Standardabweichungen.

**Trotz der engen Spreads rechnen wir weiter mit hohen Gesamterträgen.** Die Auswirkungen der Zinssenkungen, der attraktive Carry und nicht zuletzt das Alpha dürften im nächsten Jahr die Wertentwicklung bestimmen. Die Ausgangslage scheint gut, da die Gesamtrenditen hoch sind. So beträgt die Rendite amerikanischer Investmentgrade-Unternehmensanleihen zurzeit 5,12%.<sup>2</sup> Im Vergangenheitsvergleich rechnen wir daher mit höheren laufenden Erträgen. Wie Abbildung 5 zeigt, können Erträge durch Spread- und Zinsänderungen hinzukommen. Wenn die Renditen aufgrund von Leitzinssenkungen fallen und die Spreads stabil bleiben, scheinen uns auf Einjahressicht hohe einstellige Erträge möglich.



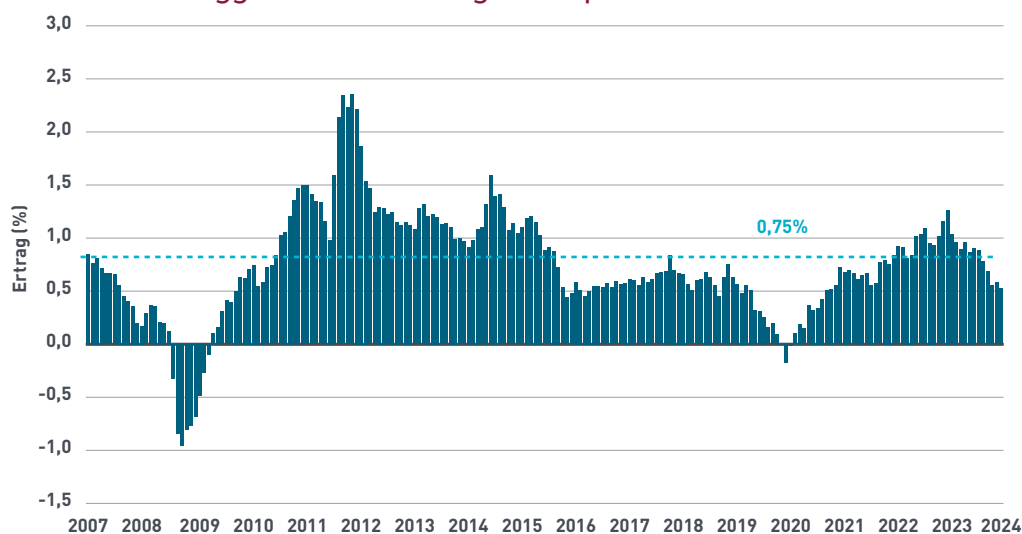
**Abbildung 5: Hypothetischer 1-Jahres-Ertrag amerikanischer Investmentgrade-Anleihen bei unterschiedlichen Zins- und Spreadentwicklungen (%)**

US IG		Spreadänderung in den nächsten 12 Monaten (Bp.)									
		-45	-30	0	+30	+60	+90	+120	+150	+180	+210
Zinsänderung in den nächsten 12 Monaten (Bp.)	+150	-2,18	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65	-15,73	-17,82	-19,90
	+120	-0,10	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65	-15,73	-17,82
	+90	1,99	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65	-15,73
	+60	4,07	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65
	+30	6,16	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56
	0	8,24	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48
	-30	10,33	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39
	-60	12,41	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31
	-90	14,50	13,46	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22
	-120	16,58	15,54	13,46	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14
	-150	18,67	17,63	15,54	13,46	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95

Quelle: Bloomberg. Investmentgrade USA: Bloomberg US Corporate Index. Einstiegsrendite und Duration Stand 29. Oktober 2024. Die hypothetischen Renditen sind mögliche Ergebnisse. Sie dienen nur zur Illustration und sollten nicht als Hinweis auf die künftige Performance angesehen werden. Die fett gedruckte Zahl in der Mitte ist die Yield to Worst des Bloomberg US Corporate Index. Die Tabelle zeigt mögliche Erträge auf Basis der Yield to Worst bei schrittweisen Änderungen von Zinsen und /oder Credit Spreads. Die Analyse geht davon aus, dass der Indexertrag des nächsten Jahres bei unveränderten Zinsen und Spreads der aktuellen Yield to Worst entspricht, man also die Einstiegsrendite verdient. Außerdem wird angenommen, dass keine Anleihen ausfallen, keine Anleihen neu in den Index aufgenommen oder ausgeschlossen und alle Anleihen bis zur Endfälligkeit gehalten werden. Zur Vereinfachung wird angenommen, dass Zinsänderungen eine Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve am Ende des Betrachtungszeitraums sind. Duration und Spreadduration sind optionsbereinigt.

Über das Beta hinaus hat man in der Vergangenheit oft hohe Mehrerträge erzielt – ein Argument für aktives Anleihenmanagement. Dazu betrachten wir die Performance der Assetmanager, die den Bloomberg US Corporate Index als Benchmark nutzen. In den letzten 20 Jahren haben sie im Schnitt 75 Basispunkte Alpha erzielt, was nicht wenig ist. Assetmanager können unterschiedliche Alphaquellen nutzen, von der Einzelwertauswahl bis zur Sektorallokation, von Bewertungsunterschieden bis zur Laufzeitenallokation. Da man in den letzten 20 Jahren mit amerikanischen Investmentgrade-Credits im Schnitt 4,03% Beta erzielt hat, sind 75 Basispunkte Alpha beachtlich.

**Abbildung 6: Durchschnittliche gleitende 3-Jahres-Mehrerträge einer durchschnittlichen US-Unternehmensanleihenstrategie ggü. dem Bloomberg US Corporate Index**



Quelle: eVestment Alliance, LLC. Berücksichtigt sind aktive Manager aus dem eVestment-Universum All Global Fixed Income, die auf Währungsabsicherung verzichten und den Bloomberg US Corporate Index als Benchmark nutzen. Bruttoerträge in US-Dollar. Quartalsdaten von April 2004 bis März 2024. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.



**Alles in allem scheint uns der Ausblick für Anleihen weiterhin gut, vor allem wegen der absehbaren Zinssenkungen und des hohen Carry. Die Spreadentwicklung dürfte hingegen nur einen geringen Performancebeitrag leisten. Wir sehen wesentlich mehr Chancen auf überdurchschnittliches Alpha als auf überdurchschnittliches Beta. ▲**

### **Anmerkungen**

<sup>1</sup> Der z-Score misst die Abweichung vom Langfristdurchschnitt in Standardabweichungen. Wenn der Spread um 1 Standardabweichung über dem Vergangenheitsdurchschnitt liegt, gilt er in der Regel als attraktiv (z-Score von 1). Bei einem Spread von 1 Standardabweichung unter dem Vergangenheitsdurchschnitt gilt er aufgrund der dann hohen Bewertung als unattraktiv.

<sup>2</sup> Quelle: Bloomberg. Investmentgrade USA: Bloomberg US Corporate Index. Stand 29. Oktober 2024.



Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Bloomberg oder seine Lizenzgeber besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Indizes. Bloomberg hat dieses Dokument weder bestätigt noch genehmigt, garantiert weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, gibt keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließt im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

Die Informationen stammen aus Quellen, die wir für verlässlich halten. J.P. Morgan übernimmt aber keine Garantie für ihre Vollständigkeit und Genauigkeit. Der Index wird mit Genehmigung von J.P. Morgan genutzt. Er darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von J.P. Morgan weder vervielfältigt noch genutzt oder weiterverbreitet werden. Copyright 2024, J.P. Morgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

Die hier dargestellten Meinungen sind die der MFS Strategy and Insights Group, eines Teils der Vertriebspartei von MFS. Sie können von denen der Portfoliomanager und Analysten von MFS abweichen. Die Einschätzungen können sich jederzeit ändern. Sie dürfen nicht als Anlageberatung, Wertpapierempfehlung oder Hinweis auf beabsichtigte Transaktionen von MFS verstanden werden. Diversifikation garantiert keine Gewinne und schützt auch nicht vor Verlusten. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

### GLOBALER DISCLAIMER

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

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz 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 Conduct 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. +352282612800. 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. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **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, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, 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. **Bahrain:** Dieses Dokument wurde nicht von der Zentralbank von Bahrain genehmigt, die auch nicht für dessen Inhalt verantwortlich ist. Im Königreich Bahrain werden diese Produkte nicht öffentlich angeboten. Dieses Dokument soll nur vom Empfänger gelesen werden und darf nicht an die Öffentlichkeit weitergegeben, ausgegeben oder ihr zugänglich gemacht werden. Die Zentralbank von Bahrain ist in keiner Weise für die Genauigkeit und Vollständigkeit der Aussagen und Informationen in diesem Dokument verantwortlich und erklärt ausdrücklich, keinerlei Haftung für jedwede Verluste zu übernehmen, die daraus entstehen, dass man sich auf den Inhalt dieses Dokuments ganz oder teilweise verlässt. Das Board und das Management des Herausgebers sind für die in diesem Dokument enthaltenen Informationen verantwortlich. Board und Management erklären, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen nach ihrer Kenntnis und nach ihrem besten Wissen und Gewissen korrekt und frei von Auslassungen sind, die die Verlässlichkeit dieser Informationen beeinträchtigen können. Um dies zu gewährleisten, haben Board und Management mit gebührender Sorgfalt gehandelt. **Kuwait:** Dieses Dokument ist nicht für die Veröffentlichung in Kuwait bestimmt. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht von der Kuwait Capital Markets Authority oder einer anderen zuständigen kuwaitischen Behörde für ein Angebot in Kuwait zugelassen. Diese Informationen werden in Kuwait weder privat noch öffentlich zugänglich gemacht. In Kuwait finden keine Werbemaßnahmen, Vertragsangebote oder Geschäftsanbahnungsaktivitäten statt mit dem Ziel, diese Informationen zu verbreiten. **Oman:** Für Einwohner des Sultanats Oman: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot im Sultanat Oman gemäß dem Commercial Companies Law of Oman (Royal Decree 4/74) oder dem Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98). Diese Informationen werden nur einem begrenzten Kreis von Unternehmen zugänglich gemacht, die als „Sophisticated Investors“ gelten (gemäß Artikel 139 der Executive Regulations of the Capital Market Law). Der Empfänger bestätigt, ein Sophisticated Investor zu sein, der die nötige Geschäfts- und Finanzerfahrung hat und die Chancen und Risiken einer Anlage einschätzen kann. **Südafrika:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen. **Vereinigte Arabische Emirate (VAE):** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot in den Vereinigten Arabischen Emiraten und sollen dies auch nicht sein, sodass sie nicht als solches verstanden werden sollten. Diese Informationen werden nur einem kleinen Kreis steuerbefreier Investoren in den VAE zugänglich gemacht, die zu einer der folgenden Kategorien von Non-Natural Qualified Investors gehören: (1) Investoren, die ihre Anlagen selbstständig managen können, konkret (a) die Bundesregierung, lokale Regierungen, staatliche Stellen und Behörden oder Unternehmen im vollständigen Besitz einer dieser Institutionen, (b) internationale Institutionen und Organisationen oder (c) Personen, die eine Lizenz zur Ausübung geschäftlicher Tätigkeiten in den VAE haben, sofern Investieren ein Geschäftszweck dieser Personen ist, oder (2) Investoren, die von einem von der SCA zugelassenen Investmentmanager vertreten werden (jeder ein „Non-Natural Qualified Investor“). Diese Informationen und Daten wurden nicht von der Zentralbank der Vereinigten Arabischen Emirate, der Securities and Commodities Authority, der Dubai Financial Services Authority, der Financial Services Regulatory Authority oder einer anderen einschlägigen Zulassungsbehörde oder staatlichen Behörde der VAE (die „Behörden“) genehmigt, zugelassen oder registriert. Die Behörden sind in keiner Weise für Anlagen verantwortlich, die einer der genannten Empfänger in seiner Eigenschaft als Non-Natural Qualified Investor tätigt. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf im Königreich Saudi-Arabien nicht verbreitet werden, ausgenommen an Personen, die gemäß den Investment Funds Regulations der Capital Market Authority empfangsberechtigt sind. Die Capital Market Authority übernimmt keine Haftung für die Genauigkeit und Vollständigkeit dieses Dokuments und schließt explizit jegliche Haftung für Verluste aus, die dadurch entstehen, dass man dieses Dokument nutzt bzw. sich auf irgendeinen Teil dieses Dokuments verlässt. Potenzielle Käufer der hierin angebotenen Wertpapiere sollten die Richtigkeit der Informationen zu den Wertpapieren selbst überprüfen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. **Katar:** Dieses Material bzw. dieser Fonds wird nur einer begrenzten Anzahl von Investoren angeboten, die willens und fähig sind, die Risiken einer Anlage in dieses Material bzw. diesen Fonds unabhängig zu prüfen. Dieses Material ist kein öffentliches Angebot und darf nur vom genannten Empfänger verwendet werden. Es darf an keine andere Person weitergegeben oder ihr gezeigt werden, mit Ausnahme von Mitarbeitern, Agenten oder Beratern im Zusammenhang mit der Prüfung durch den Empfänger. Dieser Fonds war und wird nicht bei der Zentralbank von Katar registriert. Auch ist keine Zulassung nach den Gesetzen des Staates Katar vorgesehen. In Katar werden keine Transaktionen vorgenommen. Alle Anfragen zum Material bzw. dem Fonds sollten an Ihren Ansprechpartner außerhalb Katars gestellt werden.