

Big Mac(ro) zu Anleihen

Euro Credit: Nicht mehr nur taktisch, sondern auch strategisch

Autor

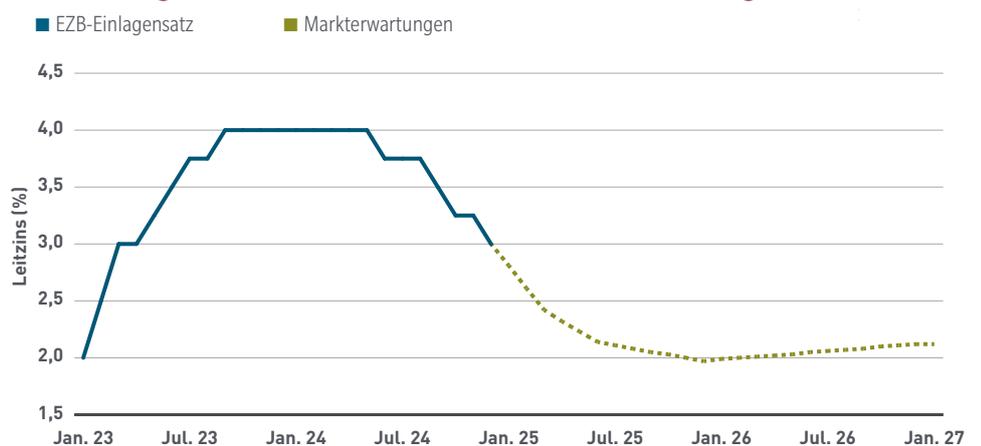


Benoit Anne
Managing Director
Strategy and Insights Group

Eurodenominierte Investmentgrade-Anleihen, kurz Euro Credit, halten wir nicht nur taktisch, sondern auch strategisch für interessant. Wenn aufgrund des Marktumfelds die Risiken von Multi-Asset-Portfolios gesenkt werden sollen, überzeugen sie insbesondere im Vergleich zu US-Titeln als defensive Assetklasse. Hinzu kommen ein großes Diversifikationspotenzial und überdurchschnittliche risikoadjustierte Langfristerträge.

Noch immer spricht viel für taktische Positionen in Euro Credit. Für Anleiheninvestoren scheint uns der Euroraum zurzeit besonders interessant. Zum einen spricht hier viel für eine lange Duration, da die EZB die Zinsen in nächster Zeit wohl noch mehrmals senken wird. Am Markt werden zurzeit etwa 100 Basispunkte Zinssenkungen in den nächsten zwölf Monaten erwartet. Es könnte aber auch mehr werden, sodass die Marktzinsen noch stärker fallen (Abbildung 1). Hinzu kommen die anhaltend guten Fundamentaldaten der Unternehmensanleihenemittenten, an denen auch die schwache Euroraum-Konjunktur nichts ändert. Schließlich ist Euro Credit auch attraktiv bewertet, vor allem im Vergleich zu Unternehmensanleihen aus anderen Ländern; der Break-even-Spread beträgt zurzeit 23 Basispunkte gegenüber nur 12 Basispunkten in den USA.¹ Schließlich ist auch die Markttechnik dank hoher Mittelzuflüsse erfreulich.

Abbildung 1: EZB-Leitzins und aktuelle Markterwartungen



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

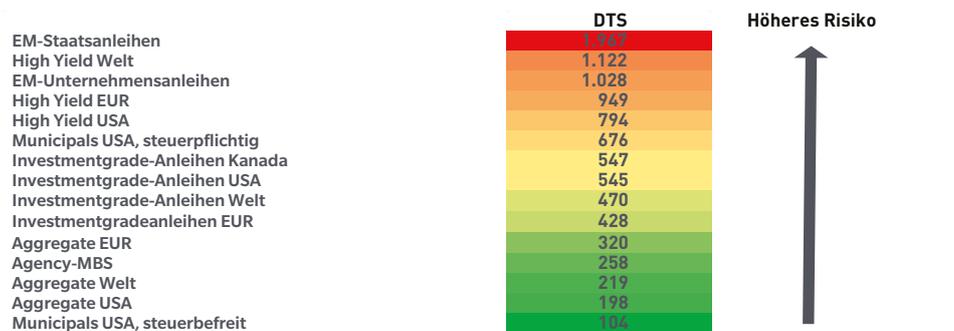
Quelle: Bloomberg. Monatsdaten von Januar 2020 bis Dezember 2024. Impliziter Leitzins auf Basis der Terminkurve. Stand 13. Januar 2025.



In Multi-Asset-Portfolios muss man Risiken abbauen. Die Märkte könnten an einem Wendepunkt stehen. Die Geldpolitik dürfte unsicherer werden, die Konjunktur volatiler, vor allem durch Trump 2.0. Umso wichtiger scheint es uns, die Risiken in assetklassenübergreifenden Portfolios zu senken. Dazu eignet sich auch eine höhere Anleihenquote, zumal die Anleihenrenditen zurzeit überdurchschnittlich hoch sind. Das Umfeld für Aktien bleibt zwar ebenfalls gut, aber die hohen Bewertungen machen zunehmend Sorgen und dämpfen die langfristigen Ertragsersparungen.

Euro Credit ist sehr defensiv und eignet sich daher zum Risikoabbau. Eurodenominierte Investmentgrade-Anleihen sind längst nicht so volatil wie ihre amerikanischen Pendanten und damit risikoärmer. In den letzten zehn Jahren betrug die Volatilität der Gesamterträge bei Euro Credit nur 4,8%, gegenüber 7% bei amerikanischen Investmentgrade-Titeln. Auch die Spreadvolatilität war im Euroraum deutlich geringer. Sie betrug in den letzten zehn Jahren 3,4% gegenüber 4,7% in den USA. Nach anderen Kennzahlen erscheinen eurodenominierte Investmentgrade-Credits ebenfalls defensiver. Unsere Anleihenmanager achten sehr auf den Duration Times Spread (DTS). Laut Abbildung 2 ist der DTS von Investmentgrade-Anleihen im Euroraum am geringsten, deutlich niedriger als in den USA.

Abbildung 2: Duration Times Spread (DTS) – ein Maß für Anleihenrisiken



Stand 13. Januar 2025
 Auf Basis der Spreadduration multipliziert mit dem Spread.

Quelle: Bloomberg. Stand 13. Januar 2025. Der DTS (Duration x Spread) ist ein Risikomaß. Aggregate USA: Bloomberg US Aggregate Index. Aggregate Welt: Global Aggregate Index. Investmentgrade-Anleihen USA: Bloomberg US Aggregate Corporate Index. High Yield USA: Bloomberg US Corporate High Yield Index. EM-Staatsanleihen: J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index. Investmentgrade-Anleihen EUR: Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate Index. High Yield EUR: Bloomberg Pan-European High Yield Index. Global Aggregate: Bloomberg Global Aggregate Corporate Index. Investmentgrade-Anleihen Kanada: Bloomberg Canada Aggregate Corporate Index. Aggregate USA/steuerpflichtige Municipals: Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible Index.

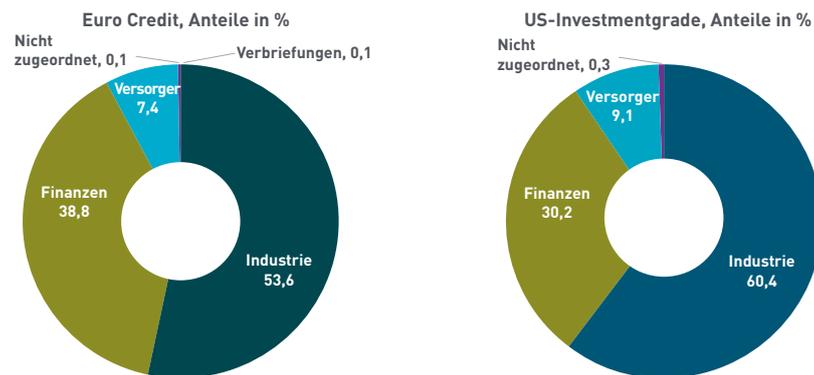
Auch der Spread je Risikoeinheit spricht für Euro Credit. Beim derzeitigen Durchschnittsrating von A3/BAA1 und einem Durchschnittsspread von 102 Basispunkten beträgt der ratingbereinigte Spread 14 Basispunkte,² deutlich über den 11 Basispunkten in den USA. Im Euroraum werden Anleger für ihre Kreditrisiken also besser entschädigt.

Bei Investmentgrade-Anleihen ist eine Analyse der Ausfallquoten vielleicht nicht wichtig, wohl aber eine Analyse der Ratingveränderungen. Hier scheint das langfristige Verhältnis zwischen Heraufstufungen und Herabstufungen interessant, das sogenannte Up/Down-Ratio. Es war im Euroraum höher als in den USA, was für eine bessere Ratingentwicklung spricht.³



Euro Credit hat mehr Diversifikationspotenzial. Das ergibt sich bereits aus der Indexstruktur (Abbildung 3). Im Euroraum ist der Anteil an Finanzanleihen wesentlich höher als in den USA, was angesichts der höheren Zinsen interessant sein kann. Der Anteil an Industriefinanzierungen ist im Euroraum hingegen deutlich kleiner. Außerdem ist der Euroraum-Index sehr viel stärker nach Ländern diversifiziert. Die größten Anteile haben hier die USA (21% des Marktes sind Euro-Anleihen amerikanischer Emittenten), Frankreich (20%) und Deutschland (14%), während US-Investmentgrade-Anleihen zu 86% aus den USA, zu 4% aus Großbritannien und zu 3% aus Kanada stammen. Die Länderkonzentration ist also deutlich höher.⁴

Abbildung 3: Sektorstruktur von Euro Credit ggü. US-Investmentgrade-Anleihen



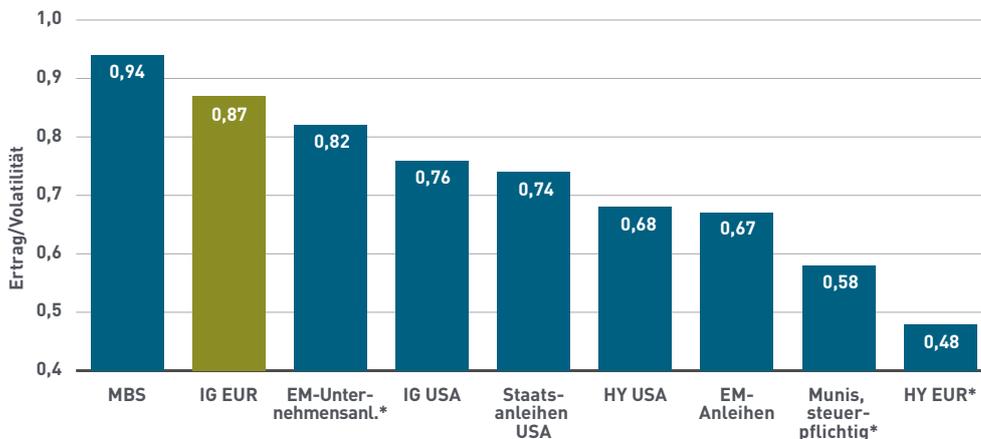
Quelle: Bloomberg. Investmentgrade-Anleihen EUR: Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate Index. Investmentgrade-Anleihen USA: Bloomberg US Aggregate Corporate Index. Stand 15. Januar 2025.

Außerdem sind Euro-Investmentgrade-Anleihen längst nicht so stark mit internationalen Aktien korreliert. Sie haben also mehr Diversifikationspotenzial und sind defensiver.⁵ Wir halten das angesichts der absehbaren Risiken für internationale Aktien für sehr interessant.

Mit Euro Credit hat man hervorragende risikoadjustierte Langfristerträge erzielt. Auf lange Sicht waren eurodenominierte Investmentgrade-Anleihen eine der Assetklassen mit den höchsten risikoadjustierten Erträgen. Lediglich mit amerikanischen MBS verdiente man risikobereinigt seit den späten 1990ern noch mehr. Gerade bei einem so langen Zeithorizont halten wir ein Ertrags-Volatilitäts-Verhältnis von 0,88 für außerordentlich hoch (Abbildung 4). Die hohen risikoadjustierten Mehrerträge eurodenominierter Titel lassen sich auch damit erklären, dass die Konjunktur im Euroraum meist anleihenfreundlicher war als in den USA. Die traditionellen Mehrerträge amerikanischer Anleihen haben also ihren Preis: eine höhere Volatilität.



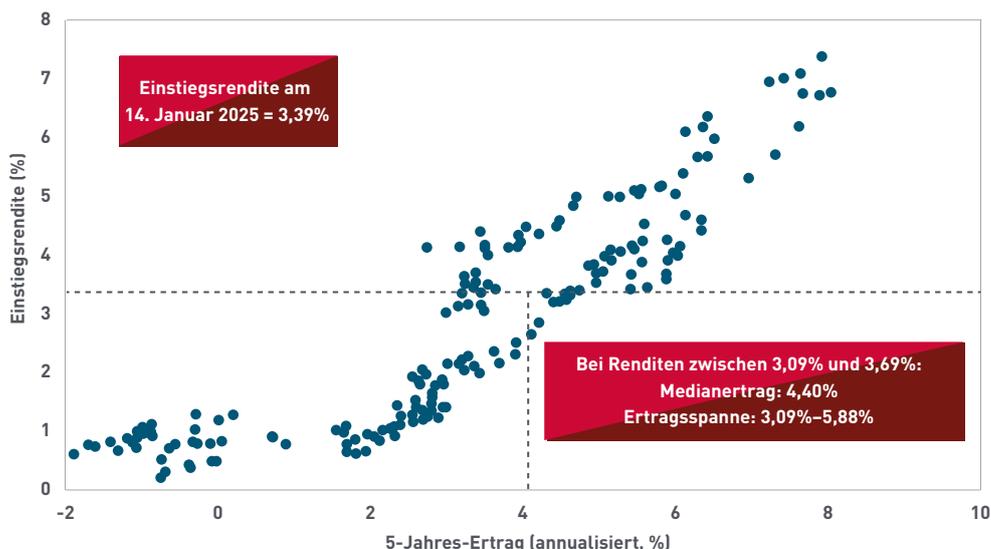
Abbildung 4: Langfristige risikoadjustierte Erträge



Quelle: Bloomberg. Der Quotient ist der Gesamtertrag dividiert durch seine Volatilität im Betrachtungszeitraum. Indizes: MBS USA: Bloomberg US MBS Index. Investmentgrade-Anleihen (IG) USA: Bloomberg US Aggregate Corporate Index. High Yield USA: Bloomberg US Corporate High Yield Index. EM-Staatsanleihen: J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index. EM-Unternehmensanleihen: J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Index. Investmentgrade-Anleihen (IG) EUR: Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate Index. High Yield EUR: Bloomberg Pan-European High Yield Index. Aggregate USA/steuerpflichtige Municipals: Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible Index. Staatsanleihen USA: Bloomberg US Treasury Index. Angaben von Juli 1998 bis Dezember 2024, EM-Unternehmensanleihen seit Januar 2002, steuerpflichtige Municipals seit September 2003 und High-Yield EUR seit Januar 1999 (aufgrund mangelnder Datenverfügbarkeit). Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Die langfristigen Ertragsersparungen hängen vom Einstiegszeitpunkt ab. Da die Renditen zurzeit attraktiv sind, hat sich der Ertragsausblick deutlich verbessert. Der Zusammenhang zwischen Einstiegsrendite und anschließendem Ertrag ist bei Anleihen traditionell eng. Bei einer Einstiegsrendite von 3,39% (± 30 Basispunkte) hat man mit Euro Credit in den folgenden fünf Jahren im Median einen Ertrag von 4,40% p.a. erzielt. Dabei lagen die jährlichen Erträge zwischen 3,09% und 5,88% (Abbildung 5).

Abbildung 5: Euro Credit – Einstiegsrendite und anschließender 5-Jahres Ertrag



Quelle: Bloomberg. Investmentgrade-Anleihen EUR: Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate Index. Monatsdaten von Januar 2005 bis Dezember 2024. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.



Alles in allem sehen wir überzeugende strategische Gründe für eurodenominierte Investmentgrade-Anleihen. Dazu zählen die Besonderheiten der Assetklasse ebenso wie ihre Vergangenheitserträge. ▲

Anmerkungen

¹ Quelle: Bloomberg. Investmentgrade-Anleihen EUR: Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate Index. Investmentgrade-Anleihen USA: Bloomberg US Aggregate Corporate Index. Der Break-even-Spread berechnet sich als Quotient des optionsbereinigten Spreads und der Duration. Stand 15. Januar 2025.

² Quelle: Moody's. Auf Basis einer numerischen Skala für die Ratings, wobei 1 für Aaa, 2 für Aa1, 3 für Aa2 usw. steht.

³ Quellen: Bloomberg, S&P, Moody's. Das Up/Down-Ratio wurde für die Zeit von 2015 bis 2024 berechnet. Grundlage waren Jahresdaten für Veränderungen der Investmentgrade-Ratings von Moody's und S&P in den USA und im Euroraum.

⁴ Quelle: Bloomberg. Investmentgrade-Anleihen EUR: Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate Index. Investmentgrade-Anleihen USA: Bloomberg US Aggregate Corporate Index. Länderanteile. Stand 15. Januar 2025.

⁵ Quellen: Bloomberg, MSCI. Die 2-Jahres-Korrelation mit dem MSCI World Index beträgt 66% bei europäischen Investmentgrade-Anleihen und 85% bei amerikanischen. Auf Basis monatlicher Gesamterträge für die Zeit von Januar 2022 bis 15. Januar 2025.



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 Dienstleistungsnamen Marken 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 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 steuerbefreiter 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.