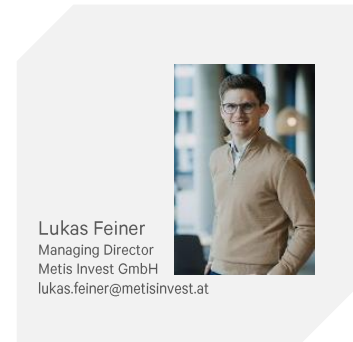


Zinsen und Spreads

Metis Insights 02/2023

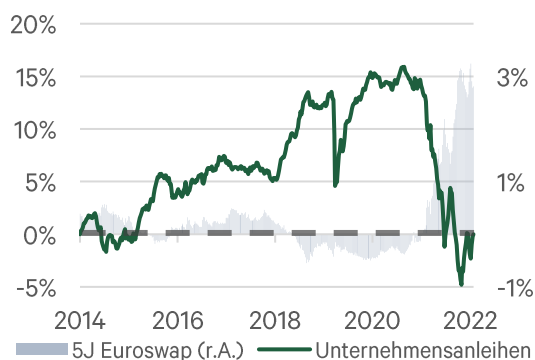


Die Zinswende und die Renaissance des aktiven Managements

Warum Quantitative Tightening und die Rückkehr der Zinsen einen kühlen Kopf und Mut zu aktiven Entscheidungen erfordern!

Euro Unternehmensanleihen – zurück zum Start

Die Zinswende brachte quasi über Nacht den (risikolosen) Zins zurück und sorgte gleichzeitig für beispiellose Marktwertverluste bei ausstündigen Anleihepapieren. Durch den Anstieg der Zinskurve um rund 300 Basispunkte über alle kurz- bis mittelfristigen Laufzeiten hinweg, wurden Zinserträge der letzten 7 Jahre quasi ausradiert und die „Performance-Uhr“ des iBoxx Euro Corporate Index, stellvertretend für die gesamte Asset Klasse der Investment Grade Unternehmensanleihen, nach vorne blickend wieder auf null gestellt.



Performance iBoxx Euro IG Corporates und risikoloser Zins
Eigene Darstellung, Daten: Markit, Bloomberg

Angelockt durch attraktive Renditen von 4-4,5% bei moderater Laufzeit und überschaubarem (Kredit-)Risiko stehen Neueinsteiger und Wiederkehrer der Asset Klasse nun vor der Wahl des richtigen Anlagevehikels. Dabei sind passive Investmentformen aufgrund latenter Unzufriedenheit über die relative Performance vieler aktiver Fonds nach Kosten, ausgehend vom Aktienmarkt bei privaten und institutionellen Investoren zum Mainstream geworden. Tatsächlich zeigt auch ein Blick auf den Euro

Unternehmensanleihenmarkt, dass das aktive Mantra der Rentenmärkte aufgrund ihrer Komplexität und Vielschichtigkeit im vergangenen Jahrzehnt der Nullzinsen dem Fokus auf Kosten und Effizienz Platz machen musste. Der Branchenprimus für Index-replizierende ETFs weist aktuell¹ mehr als EUR 32 Mrd. an Assets under Management in diversen Investment Grade Euro Corporate ETFs verschiedener Laufzeit- und Sektorausrichtungen aus. Der größte ETF des Anbieters verwaltet aktuell mehr als 10 Mrd. Euro. Weitere bekannte ETF-Anbieter im europäischen Raum verwalten ebenfalls passive Schwergewichte mit jeweils mehr als 2 Mrd., die damit größer als die meisten aktiv gemanagten Fonds in diesem Markt sind.

Die Zinswende hat die Renaissance der Rentenmärkte eingeläutet und wir möchten nachfolgend zeigen, warum damit auch eine Renaissance des aktiven Managements einhergehen sollte. Die zuvor genannten attraktiven Renditen stehen in Verbindung mit einem trüben Wirtschaftsausblick, geopolitischen Spannungen, Quantitative Tightening und einer Rückkehr der „Cost of Capital“ quasi über Nacht. Nachdem die Zentralbanken die Märkte nicht mehr um jeden Preis stützen, die Nachfrage angesichts steigender Energie- und Lebenshaltungskosten zurückgeht und gleichzeitig die Kosten der meisten Unternehmen an mehreren Seiten steigen, werden Insolvenzen und Downgrades im gesamten Credit Markt wahrscheinlicher. Und doch ist es gerade dieses volatile Marktumfeld in dem sowohl die Risiken als auch die Chancen am größten sind.

Investmentuniversum – was ist die relevante Benchmark?

Der Markt für Euro Investment Grade Unternehmenspapiere kennt im Wesentlichen zwei bekannte Benchmarks, zum einen den Branchenleader

¹ Vgl. justteff.com Euro Corporate ETFs sorted by AuM 25.01.2023

tailormade asset management

Bloomberg, vormals Barclays, und zum anderen iBoxx, aus dem 2022 entstandenen Finanzdatenhaus IHS Markit/Standard&Poors. Wie in der nachfolgenden Tabelle ersichtlich, sind die beiden Benchmarks weitgehend kongruent in ihren Inklusionskriterien und Indexprofilen.

Kriterium	iBoxx Euro Corporates Index	Bloomberg Euro-Agg Corporate Index
Nominale und Währung	EUR-denominierte Anleihen mit mind. 500 Mio. Nominale	EUR-denominierte Anleihen mit mind. 300 Mio. Nominale
Rating	Investment Grade Rating der drei anerkannten Agenturen (Moody's, S&P oder Fitch) grds. zweitbestes Rating	
Laufzeit	Minimale Restlaufzeit von 12 Monaten	
Rebalancing	Letzter Geschäftstag des Monats	
Titelanzahl	3.543	3.479
Yield/Duratio n	4,3% 4,60	4,3% 4,57
Rating	A	A-

Benchmarkvergleich per 31.12.2022
Eigene Darstellung, Daten: Markit, Bloomberg

Es sei an dieser Stelle angemerkt, dass die Mehrzahl an ETFs die Bloomberg Benchmark repliziert, während die Aufteilung bei den aktiven Fonds ausgeglichener ist. Obwohl mit Blick auf die oben genannten Kriterien keine strukturellen Unterschiede der beiden Benchmarks zu verorten sind, zeigt der historische Performancevergleich der beiden Indizes ein interessantes Muster.



Relative Performance iBoxx – Bloomberg in BPs
Eigene Darstellung, Daten: Markit, Bloomberg

Der iBoxx Index war historisch durchwegs etwas schwerer zu schlagen als das Bloomberg (früher Barclays) Pendant. Sowohl Anfang der 2000er sowie nach der Finanzkrise 2008 erzielte der iBoxx Index eine signifikante Outperformance von 100-150 BPs, die lange Zeit konstant blieb, jedoch in den vergangenen

beiden Jahren schlagartig drehte. Während kleinere Unterschiede im Duration- sowie Credit-Profil im Zeitverlauf eher zufällig erscheinen, sticht ein Umstand im vergangenen Jahr hervor, der dem Bloomberg Index – und damit auch den replizierenden Fonds – zu Gute kommt: Die russischen Konzerne Gazprom und Novolipetsk waren lange Jahre am Euro Anleihenmarkt aktiv und dadurch mit rund 0,3% (12/2021) im iBoxx Index vertreten. Im Bloomberg Index und den relevanten ETFs waren diese Emittenten aus uns unbekanntem Gründen nicht enthalten. Dadurch konnten massive Kursverluste nach Kriegsausbruch von bis zu 75% vermieden werden. Der iBoxx Index hat sämtliche Papiere im 03/2022 Rebalancing mit einem Wert von 0 (Performance -100%) ausgebucht. Der daraus resultierende signifikante Effekt auf die Performance ist unserer Erachtens nach untypisch und sollte sich in dieser Form nicht wiederholen. Titelspezifische Ereignisse können natürlich jederzeit eintreten, sollten allerdings durch die breite Streuung und den hohen Deckungsgrad der beiden Indizes keine signifikanten, geschweige denn strukturellen Performance Unterschiede verursachen.

Aktiv vs. Passiv - Performance und Tracking Error

Der Blick auf die historische Performance ist, wie eingangs bereits erwähnt, auf absoluter Basis durchwegs ernüchternd. Die Performance seit November 2015, dem Auflagezeitpunkt unserer ersten Publikumsstranche des Sirius 25 – Euro Corporate Bond Fonds, liegt nach den massiven Verwerfungen im vergangenen Jahr 2022 mittlerweile wieder nahe 0%.

Relative Performance (BPs) (31.01.2023)	Benchmark	Sirius 25	ETF 1	ETF 2	ETF 3
Year to Date	2,1%	35	-53	-43	-55
1 Jahr	-11,1%	23	66	73	59
3 Jahre p.a.	-4,2%	48	17	-4	16
5 Jahre p.a.	-1,3%	27	3	-18	3
seit 11/2015	-0,1%	24	-26	-40	-1
Tracking Error					
1 Jahr		1,7%	3,0%	3,4%	2,9%
3 Jahre p.a.		1,4%	4,7%	4,6%	4,4%
5 Jahre p.a.		1,2%	3,8%	3,7%	3,5%
seit 11/2015		1,1%	3,4%	3,2%	3,1%

Relative Performance Sirius 25 und ETFs vs. iBoxx Euro Corporates IG Index
Eigene Darstellung, Daten: Markit, Bloomberg

Beim Vergleich mit den bekanntesten ETFs zeigt sich zudem der oben beschriebene Effekt, der deutlichen

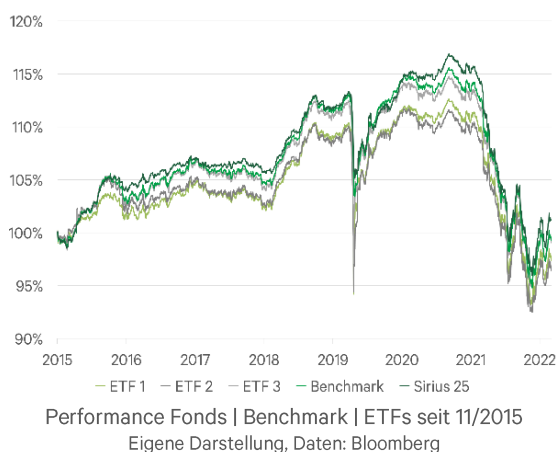
tailormade asset management

Outperformance der Bloomberg-replizierenden ETFs gegen den iBoxx im vergangenen Jahr. Auf längerfristiger Basis, und darauf legen wir besonderen Fokus, liegt der aktiv gemanagte Sirius 25 – Euro Corporate Bond Fonds nach Kosten² sowohl vor seiner Benchmark, als auch vor den repräsentativ gewählten ETFs.

Hinzu kommt der deutlich niedrigere Tracking Error, der den aktiven Mehrwert zusätzlich herausstreicht und nachfolgend näher beleuchtet werden soll.

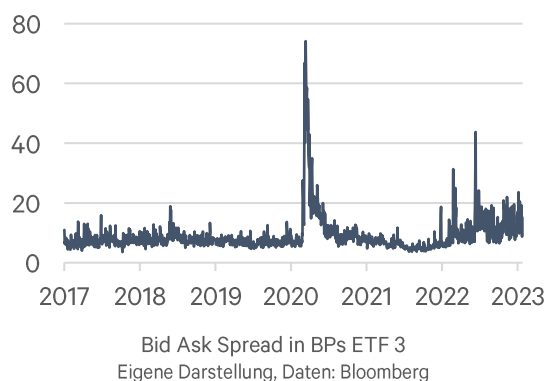
Bid Ask Spread - Liquiditätsindikator oder Rauschen

Der Performancechart spiegelt die obige Rendite-/Risikomatrix noch einmal grafisch wider. Neben der konsistenten Outperformance des aktiv gemanagten Sirius 25 - Euro Corporate Bond Fonds zeigt sich, dass zwei der drei ETFs offenbar strukturelle Schwierigkeiten haben, mit dem iBoxx als Index mitzuhalten. Der ETF 3, der nach AuM zu den größten Fonds in diesem Bereich zählt, kommt mit seiner Replikationsmethode sehr nahe an den iBoxx als Benchmark heran, musste jedoch genau wie die anderen ETFs in der schwierigen Marktphase des Covid-Shocks im März 2020 außergewöhnlich hohe Verluste hinnehmen.



Eine Reihe von Studien untersuchten die Funktionsweise des Anleihenmarktes und die extremen Marktverwerfungen bei den oben genannten ETFs im Zuge des Covid-Shocks. Als der Anleihemarkt

im März 2020 kurzfristig auszutrocknen drohte, wurden ETF Anteile nur noch mit sehr hohen Preisabschlägen gehandelt, was die Performance-Zeitreihen und alle damit verbundenen Kennzahlen nachhaltig beeinflusste. Das konsequente Einschreiten der Notenbanken hat den Markt schnell beruhigt und ebenso kurzfristig fiel der unnatürliche Knick in der Performance-Zeitreihe der meisten ETFs aus.



Der durchschnittliche Bid-Ask Spread der ETF Anteile fluktuiert in normalen Marktphasen mit der Liquidität des zugrundeliegenden, grundsätzlich liquiden Unternehmensanleihenmarktes. In unruhigen Phasen neigt der Markt für Unternehmenspapiere tendenziell dünner zu werden im Vergleich zu Aktien oder hochliquiden Staatsanleihen. Die Schwankungen der ETF-Kurse, werden nicht nur durch Angebot und Nachfrage der zugrundeliegenden Anleihen am Markt bestimmt, sondern auch durch den Handel der ETF-Anteile selbst. Das Zusammenspiel der ETF Broker untereinander und mit den Fondsanbietern, die wiederum am zugrundeliegenden Anleihenmarkt agieren, scheint die Schwankungsanfälligkeit in unruhigeren Marktphasen tendenziell verstärkt zu werden. Die ETF Anbieter verteidigen diesen Umstand mit dem Argument, dass der ETF Kurs dem Grunde nach einen zu jedem Zeitpunkt handelbaren Preis darstellen sollte. Dennoch bleibt die Frage, ob diese Liquidität „um jeden Preis“ für langfristig-orientierte Investoren einen Mehrwert bietet, denn die daraus resultierende zusätzliche Volatilität wirkt sich jedenfalls nachteilig auf die Risiko-adjustierte Performance aus. Ob die zusätzliche Fluktuation der ETF Kurse als guter Indikator für die Marktliquidität

² Hierfür wurde die Tranche AT0000A1FUU3 herangezogen. Gebühren in Höhe von 0,25% wurden berücksichtigt; weitere Provisionen und Entgelte vermindern das Ertragspotential.

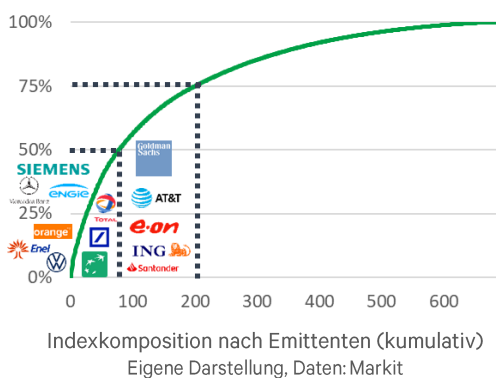
tailormade asset management

oder unnötiges Rauschen zu betrachten ist, können wir nicht abschließend beurteilen, denn das hängt wohl überwiegend vom Anlagehorizont des jeweiligen Investors ab.

Neuemissionsmarkt und physische Replikation – der abnehmende Grenznutzen der Diversifikation

„Sampling“ ist der Inbegriff für Kosteneffizienz bei den Replikationsmethoden von ETFs und Indexfonds. Besonders internationale, breit gestreute Indizes, wie z.B. der MSCI World Index, werden von passiven Fondsanbietern fast ausschließlich mittels optimierten Samplings, also einer statistisch optimierten Replikation der Indexperformance durch eine (stark) verkleinerte Auswahl der Indexmitglieder, oder gar synthetisch nachgebildet.

Im Unternehmensanleihen Segment führt optimiertes oder synthetisches Sampling zu einem strukturellen Performancenachteil, nämlich dem Verzicht auf die Neuemissionsprämie. Schließlich ist der Markt für Anleihen ständig in Bewegung, auslaufende Papiere müssen refinanziert werden, oder es kommen neue Emittenten mit neuen Papieren an den Markt. Üblicherweise bieten Emittenten den potenziellen Zeichnern einen Pick-up, in Form eines höheren Spreads im Vergleich zu bestehenden Anleihen, was bei geschickter Selektion eine nicht zu vernachlässigende Ertragsquelle darstellen kann.

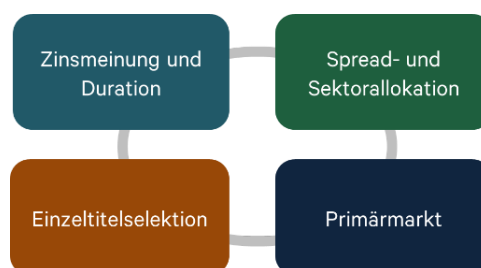


Nicht zuletzt deshalb sind die oben genannten ETFs voll-replizierend, das heißt sie bilden das vollständige Universum des Bloomberg Index ab, mit mehr als 680 Emittenten und 3.500+ Einzeltiteln. Die Tatsache, dass rund 75 Emittenten im Index die Hälfte des gesamten ausstehenden Anleihevolumens auf sich vereinen, wirft die Frage auf, ob die Diversifikation jenseits von z.B. 180-200 Emittenten noch Mehrwert stiftet, denn

hierdurch werden bereits 75% des Index abgedeckt. Die hohe Granularität führt jedenfalls zu erhöhten Kosten, z.B. in der Administration und durch Rebalancierung kleiner, illiquider Positionen, und das bei abnehmendem Grenznutzen für ohnehin bereits sehr breit gestreute Kredit- und Ausfallrisiken. Mit Blick auf die attraktive Neuemissionsprämie, sollte bei der ETF Auswahl zudem geprüft werden, ob der Replikationsansatz überhaupt die Partizipation am Neuemissionsmarkt ermöglicht. Selbst wenn dem so ist, lässt der breit diversifizierte und Benchmarkorientierte Ansatz nur ein geringes Maß an Selektion auf besonders attraktive Neuemissionen zu.

Unser bewährter Metis Ansatz – aktiver Mehrwert durch fundierte Investmententscheidungen

Aktives Management bedeutet für uns in die richtigen Anleihen, der richtigen Unternehmen, mit der richtigen Laufzeit zum richtigen Zeitpunkt zu investieren. Diese Mehrdimensionalität ist der Grund dafür, warum wir von aktivem Mehrwert im Unternehmensanleihemarkt überzeugt sind. **Faktoren wie Liquidität, Kosteneffizienz und die Neuemissionsprämie verursachen strukturelle Verzerrungen, die sich im langfristigen risiko-adjustierten Ertrag von passiven versus aktiven Investmentstrategien niederschlagen können.** Gleichzeitig ist es stets unser Anspruch Komplexität durch einen transparenten, nachvollziehbaren und langfristig orientierten Investmentansatz zu verringern. Die Eckpfeiler unten bieten uns Möglichkeiten zur aktiven Positionierung und Differenzierung von unseren aktiven und passiven Wettbewerbern.



Die Zinswende hat Anleihen und insbesondere Unternehmensschuldverschreibungen quasi über Nacht wieder ins Zentrum der Asset Allocation gebracht. Nominell attraktive Renditen von 4-4,5% im Investment Grade Bereich stehen einem anhaltend trüben Makroausblick, restriktiven Zentralbanken und möglicherweise steigenden Unternehmens- und

tailormade asset management

Privatinsolvenzen gegenüber. Maximale Diversifikation, wie sie durch Investition in Index-nahe Fonds erzielt werden kann, kann ein Rezept sein, um dem volatilen Marktumfeld zu begegnen. Eben jenes volatile Marktumfeld bietet für uns ungleich mehr Potenziale für aktiven Mehrwert, sei es im Rahmen der Zinspositionierung, in einzelnen Sektoren und zu guter Letzt bei einzelnen Unternehmen, hier v.a. am Neuemissionsmarkt. Unsere Überzeugung ist, dass in diesem herausfordernden Markt gute Selektion neben allen anderen Vorteilen des aktiven Anleihenmanagements ein sehr wichtiger Faktor ist und aktives Management bei Investment Grade Unternehmensanleihen auch zukünftig einen signifikanten Mehrwert bringt.

Disclaimer

Dies ist eine Marketingunterlage der Metis Invest GmbH.

Der Inhalt dieses Dokuments richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Die Weitergabe an Privatpersonen ist nicht gestattet. Alle Angaben und Inhalte dieses Dokumentes sind ohne Gewähr, vertraulich und ausschließlich für den internen Gebrauch bestimmt. Jede unautorisierte Form des Gebrauches dieses Dokumentes, insbesondere dessen Reproduktion, Verarbeitung, Weiterleitung oder Veröffentlichung ist untersagt. Berechnungs- oder Rechenfehler und Irrtum vorbehalten. Informationen aus externen Quellen sind durch Quellenhinweise gekennzeichnet. Für deren Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit können wir, auch wenn wir diese Informationen für verlässlich halten, weder Haftung noch irgendeine Garantie übernehmen.

Die vorliegende Studie wurde auf der Homepage der Metis Invest veröffentlicht und stellt somit einen geringfügigen, nicht finanziellen Vorteil im Sinne des Art. 11 DRL 2017/593 dar.

METIS INVEST GMBH
Conrad-von-Hötzendorf-Straße 84
8010 Graz, Austria
T: +43(0)316 20 81 00-0
F: +43(0)316 20 81 00-49
institutional@metisinvest.at
www.metisinvest.at