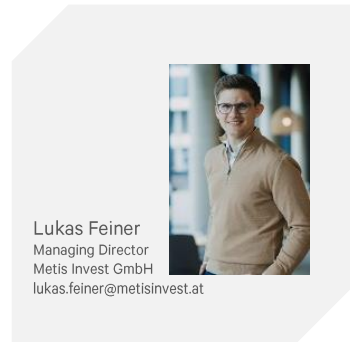


Zinsen und Spreads

Metis Insights 06/2024



Unternehmensanleihen haben wieder die Oberhand

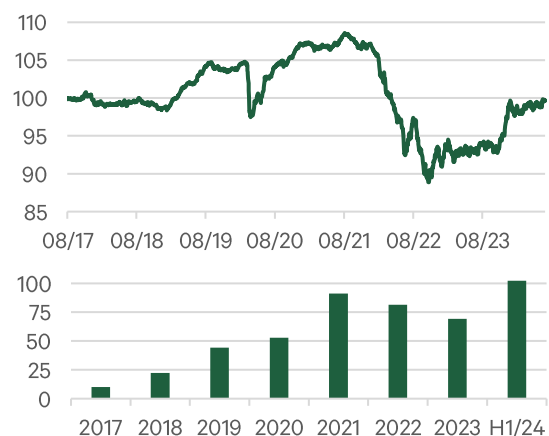
... und unser Metis Bond Euro Corporate ESG Fonds knackt die 100 Millionen Euro Marke!

Es ist Jahreshalbjahrzeit und es gibt trotz des bitteren Ausscheidens unserer Fußballnationalmannschaft Grund zu feiern: Unser hauseigener Fonds, den wir vor sieben Jahren im Juli 2017 mit einem Startkapital von 10 Mio. lanciert haben, hat erstmals die Schallmauer von 100 Mio. erreicht. Damals noch eine wachsende Nische, haben sich ESG-orientierte Finanzprodukte mittlerweile längst zum Mainstream und Dank EU Green Deal, SFDR, Taxonomie und CSRD zum regulatorischen Drahtseilakt entwickelt. Der Metis Bond Euro Corporate Bond ESG Fonds steht für einen aktiven Managementansatz, der seit Auflage den strengen Kriterien des österreichischen Umweltzeichens für nachhaltige Finanzprodukte folgt. Kein Schnick Schnack, kein Labelling sondern ein bodenständiger, transparenter aber zugleich sehr erfolgreicher Investmentansatz.

Null-Zins, Null-Performance, trotzdem attraktiv!

Mit einer Rendite zur Endfälligkeit von 1,1% gestartet, war der „MESG“, wie wir den Fonds intern nennen, im damaligen Marktumfeld ein Investmentprodukt für echte Anleihen-Liebhaber bzw. institutionelle Investoren, die aus ALM-Sicht nie auf Anleihen als Kernassetklasse verzichten konnten. Es waren Zeiten der Niedrig-, Null- und schließlich Negativzinsen, die den Fondswert in den ersten Jahren trotzdem um knapp 10% nach oben schoben. Die Yield, oder laufende Verzinsung, lag zum Tiefststand im September 2019 spiegelbildlich bei 0,4% (vor Kosten). Und dennoch stieg das Interesse an unserem Fonds stetig, nicht zuletzt aufgrund veritabler relativer Performance ggü. vergleichbarer Fonds, der Tatsache, dass negative Zinsen bei Staatsanleihen bereits mehr Regel- als Sonderfall waren und dem Umweltzeichen,

das in Zeiten vor Offenlegungsverordnung und Taxonomie im In- und Ausland als eines der wenigen, objektiven Gütesiegel für einen konsequenten ESG-Investmentansatz galt.



2022 wurde zum „annus horribilis“ für Anleiheinvestor:innen, gleichzeitig brach mit der Zinswende aber auch eine neue Zeitrechnung an. „Fixed Income“ Investments machten ihrem Namen wieder Ehre, denn als Kehrseite massiver Kursverluste von bis zu 15% infolge aggressiver Leitzinserhöhungen, konnten mit Anleihen nach vorne blickend wieder Renditen von 4% und mehr pro Jahr erzielt werden. 2023 sollte zum „Jahr Eins“ dieser neuen Zeitrechnung werden und tatsächlich konnten Unternehmensanleihen bereits einen Teil der erlittenen Verluste wieder aufholen. Gleichzeitig richteten immer mehr Investor:innen ihren Blick auf eine Asset Klasse, die lange Zeit im Dornröschenschlaf lag, und nun mit

¹ Für die Performancedarstellung des MESG wird die Tranche AT0000A1X8S1 herangezogen. Gebühren in Höhe von 0,25% wurden berücksichtigt; weitere Provisionen und Entgelte vermindern das Ertragspotential der Veranlagung. Die Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere

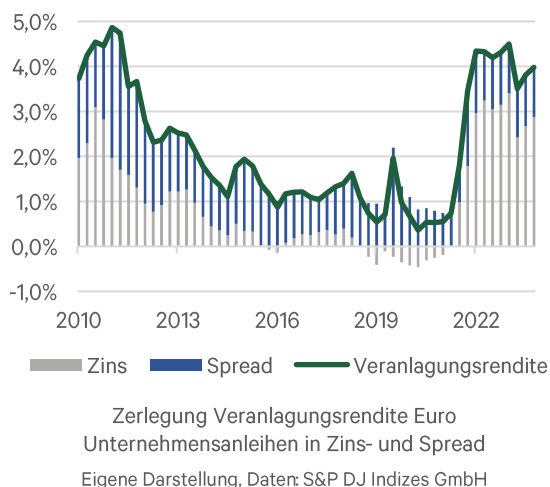
Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Die Angaben beziehen sich auf die Bruttowertentwicklung; Provisionen, Gebühren und andere Entgelte mindern die Rendite.

tailormade asset management

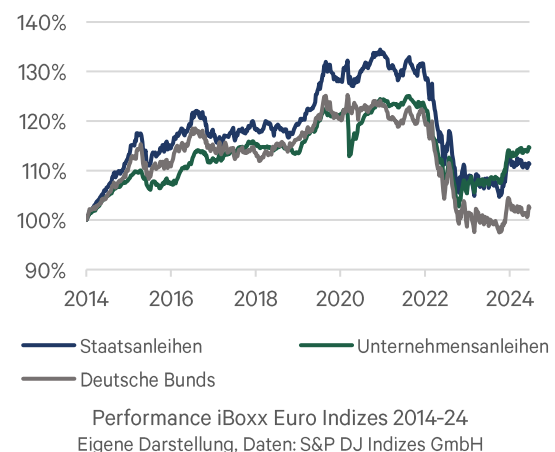
verhältnismäßig stabilen Renditen wieder eine echte Alternative zu Aktien, Immobilien und anderen Investmentformen darstellt. In Fachzeitschriften, Marketingunterlagen großer Fondshäuser und auch in Breitenmedien liest man immer öfters: *bonds are back!*

Staaten vs. Unternehmen – Duell der Kernassetklassen

Gehören Anleihen erst einmal zum Fundament der strategischen Asset Allocation, stellt sich vor allem im hoch-bonitären Bereich die Frage der Gewichtung von Staats- und Unternehmensanleihen. Die historischen Ausfallsraten bei Investment Grade Unternehmensanleihen sind gering, die Diversifikationsmöglichkeiten nach Regionen und Sektoren deutlich breiter als z.B. bei (Euro) Staaten. Obendrein gibt es einen durchaus veritablen Risikoaufschlag (Spread) dafür, dass ein Unternehmen in der Einzelbetrachtung, auch wenn es wie Volkswagen über 650.000 Menschen beschäftigt, nicht an die Wirtschafts- und Finanzkraft eines Nationalstaates heranreicht. Eben darin liegt aber auch ein gewisser Irrglaube der Finanzmärkte, denn spätestens durch den griechischen Schuldenschnitt 2012 wurde Investor:innen wieder bewusst, dass mangelnde Haushaltsdisziplin, strukturell hohe Staatsschulden und fehlende Währungsreserven ebenso Konsequenzen haben können, wie eine Unternehmensinsolvenz. Staatspleiten sind historisch keine Seltenheit, auch wenn dieses Risiko in entwickelten Märkten zunehmend in den Hintergrund gerückt ist. Mittlerweile ist Defizitpolitik wieder teuer geworden und das Kreditrisiko von Staaten wird, wie zuletzt im Haushaltsstreit der USA, wieder zum Thema.



Der Risikoaufschlag macht Unternehmensanleihen für Investor:innen auf der Suche nach Renditen besonders interessant. Bis zu 4,5% waren aus der Kombination von Basiszins plus Spread im letzten Jahr zu erzielen, aktuell liegt die Rendite mit 4,0% historisch betrachtet nach wie vor hoch. Gleichwohl schlug sich dieser ex ante Mehrertrag gegenüber (risikolosen) Staatsanleihen in der jüngeren Vergangenheit nicht automatisch in einer höheren realisierten Performance nieder. Tatsächlich hatten Staatsanleihen sogar über viele Jahre die Nase vorn, wenn man die Performance von Anleihen Benchmark Indizes, dem iBoxx Euro Sovereign und iBoxx Euro Investment Grade Corporates, betrachtet.



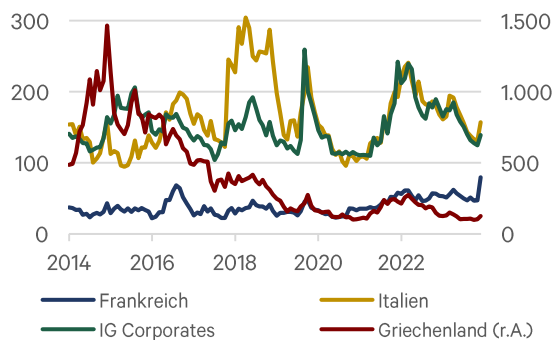
Bis Ende 2020 gerieten Corporates um bis zu -10% ins Hintertreffen, einer jährlichen Underperformance von rd. -1%! Das ist umso erstaunlicher, als dass Unternehmensanleihen aufgrund des Risikoaufschlags eigentlich ex ante einen Renditevorteil in etwa derselben Größenordnung gehabt hätten sollen. Haben also Kreditrisiken bzw. -ausfälle, die der Spread primär abgelten sollten, die Überrendite mehr als aufgezehrt? Nein gewiss nicht, denn abgesehen von der spektakulären Wirecard-Insolvenz gab es in den 2010er Jahren trotz multipler Krisen und Zinswende keine größere Pleitewellen. Es lohnt sich daher ein tiefergehender Blick in die Performancetreiber der beiden Asset Klassen.

Staaten, Unternehmen – was ist risikolos?

Das Jahr 2022 hat uns eindrucksvoll daran erinnert, dass Anleiheninvestments nicht risikolos sind, v.a. wenn man nicht die Absicht hat, sie bis zur Endfälligkeit zu halten. Zugleich halten wir fest, dass

tailormade asset management

die Eurozone zwar eine Währungsunion aber (noch) kein homogener Wirtschaftsraum ist. Noch vor fünf Jahren reichte das Rating Spektrum von AAA Ländern wie Deutschland und den Niederlanden über ein BBB Italiens bis hin zu B für Griechenland. Dementsprechend war ein Investment in den Querschnitt aller Euro Staatsanleihen stets auch ein „Credit Investment“, das, so zeigt es die obige Grafik, deutlich besser performt hat, als bspw. Deutsche Bunds, der Inbegriff risikoloser Veranlagung in Europa.



Spread (BPs) Frankreich, Italien und Griechenland (10 Jahre) bzw. Euro IG Corporates (5 Jahre) vs. Deutschland (2014-24)

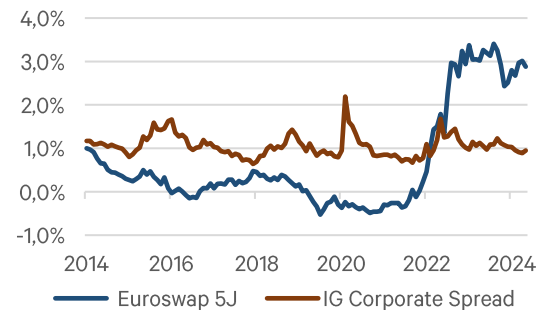
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg

Als wesentlicher Performancetreiber ist hier die EZB zu nennen, die mit Nullzinsen und Quantitative Easing dafür sorgte, dass die Risikoaufschläge der „Peripheriestaaten“ nie schlagend wurden, sondern sich schlussendlich in höhere Carry-Renditen übersetzten. Auch wenn die EZB mit ihrem „Transmission Protection Instrument“ (TPI) weiter darauf bedacht ist, die Stabilität der Eurozone zu wahren, so könnte die jüngst beobachtete Volatilität innerhalb der Währungsunion anhalten. Angesichts angespannter Haushaltsbudgets und politischem „Hick-Hack“ sind Unternehmensanleihen guter Bonität für uns mehr denn je das präferierte Vehikel, um Credit Spreads zu vereinnahmen.

Duration - je länger, desto besser?

Es waren die Jahre beispiellos fallender Zinsen, die Staatsanleihen mit ihren relativ langen Laufzeiten nach überstandener Eurokrise für fast 10 Jahre konsequent im Wert stiegen ließen. Je länger die Duration, desto höher der Wertanstieg bei fallenden Zinsen. Während Euro Unternehmensanleihen eine durchschnittliche Restlaufzeit von 4-5 Jahren aufweisen, liegt die

Duration des Staatsanleihenindex über 7,0, sodass Kursbewegungen in Reaktion auf veränderte Zinsen in beide Richtungen deutlich höher ausfallen.



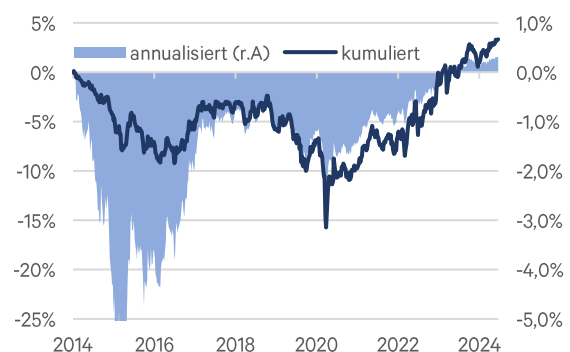
Zins- und Spreadentwicklung Eurozone (2014-24)

Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg

Zugleich gab es multiple leichte bis mittelschwere Krisen, die an der Risikoneigung der Märkte gezehrt haben. Brexit, Covid, Trump, Putin und Zinswende haben nicht nur die Aktienmärkte, sondern auch die Spreadlandschaft bewegt. Obwohl der Krieg noch andauert, die Zinsen weiter hoch bleiben und Donald Trump womöglich zum zweiten Mal Präsident wird, haben sowohl Aktien- als auch Spreadmärkte diese negativen Auswirkungen weitgehend ausgepreist.

Corporates - Diversifikation und Spreadvorteil

Investment Grade Unternehmensanleihen haben sich im letzten Jahr außerordentlich gut entwickelt und damit ihre Outperformance als Kernassetklasse gegenüber Staatsanleihen zurückerobert. Das liegt einerseits am geringeren Drawdown im Jahr 2022 als die Leitzinsen von -0,5% auf 4,0% angehoben wurden. Der „Long-Duration-Trade“ der 2010er Jahre hat sich damit schlagartig umgekehrt.

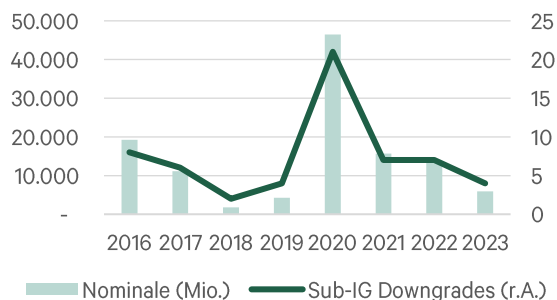


Performance Differenzial zwischen iBoxx Euro Staats- und Unternehmensanleihen (2014-24)

Eigene Darstellung, Daten: S&P DJ Indizes GmbH

tailormade asset management

Andererseits haben sich auch die Spreadmärkte nach den Verwerfungen von Krieg, Energiekrise und Zinswende wieder weitgehend normalisiert, was zu einer zusätzlichen Outperformance der Unternehmensanleihen in diesem Zeitraum führte. Schließlich zeigten sich Unternehmen deutlich robuster als vielfach befürchtet. Eine Insolvenzwelle blieb bis dato ebenso aus, wie die harte Landung der US- bzw. Eurowirtschaft als drohende Konsequenz der restriktiven Zinspolitik von Fed und EZB. Während man aus High Yield und Private Credit Märkten bereits von steigenden Insolvenzzahlen hört, sind Downgrade bzw. Ausfälle im Investment Grade Bereich nach vor die absolute Ausnahme. Im vergangenen Jahr wurden lediglich 4 der rund 860 Unternehmen im Index in den Non-Investment Grade Bereich herabgestuft.



Downgrades&Ausfälle im iBoxx Euro Corporate Index
Eigene Darstellung, Daten: S&P DJ Indizes GmbH

Gleichzeitig sehen wir im jüngsten Aufschwung der Unternehmensanleihen ggü. Staatsanleihen noch deutlich mehr Potenzial. Mit rd. 0,15% an jährlicher Outperformance seit 2014 ist erst ein kleiner Teil der zugrundeliegenden Spread-Prämie von 80-100 Basispunkten pro Jahr vereinnahmt. Unternehmen haben bereits gezeigt, dass sie mit steigenden Zinsen umgehen können. Durch entsprechende Preis-anpassungen konnte der Margendruck durch steigende Energie-, Lohn- und Zinskosten bereits verarbeitet werden und die Bonität hat sich im Durchschnitt nur wenig verändert. Anders könnte es so manchem Staat ergehen, deren Haushaltsbudgets angesichts immer neuer Herausforderungen und so manchem Wahlzuckerl bei stark gestiegenen Zinskosten unter Druck geraten. Dass über die Schuldentragfähigkeit führender Wirtschaftsmächte wie den USA, Frankreich oder Großbritannien diskutiert wird, versetzt uns zwar (noch) nicht in Krisenstimmung, aber es wäre vielleicht dennoch etwas mehr Vorsicht und Diversifikation geboten.

Unser 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. Gleichzeitig ist es stets unser Anspruch, Komplexität durch einen transparenten, nachvollziehbaren und langfristig orientierten Investmentansatz zu verringern. Die unten angeführten Eckpfeiler bieten uns Möglichkeiten zur aktiven Positionierung und Differenzierung von unseren aktiven und passiven Wettbewerbern.



Unser erreichter Meilenstein bestätigt uns in unserem Bestreben und wir möchten uns auf diesem Wege bei allen Investor:innen bedanken, die diesen Erfolg erst möglich gemacht haben! Es ist für uns der Auftrag auch weiterhin mit solider Performance, einem transparenten und nachvollziehbaren Investmentprozess und stetiger Kundennähe hart weiterzuarbeiten, um auch in Zukunft gute und nachhaltige Ergebnisse für Sie zu erzielen!

Auf jeden Fall wollen wir an dieser Stelle DANKE sagen für die Treue und das Vertrauen, dass Sie in unser Fondsmanagement legen!

tailormade asset management

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 Gebrauchs 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.