tailormade
asset management

Zinsen und Spreads

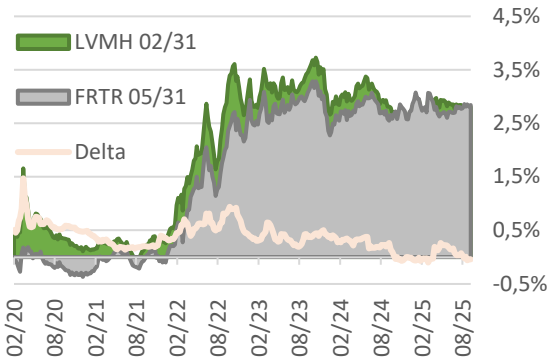
Metis Insights 09/2025

Martin Bodiselitsch
Portfolio Management
Metis Invest GmbH

Government Bonds got riskier?

... let's take a closer look

In der Finanzwelt gelten Staatsanleihen traditionell als der Goldstandard für risikoarme Anlagen. Ihre Renditen bilden die Grundlage, an der sich risikoreichere Anlagen, insbesondere Unternehmensanleihen, messen lassen. Das zusätzliche Kreditrisiko, das mit Unternehmensanleihen verbunden ist, wird durch einen höheren Renditeaufschlag, den sogenannten Spread, kompensiert. Diese grundlegende Hierarchie von Risiko und Ertrag wurde jedoch jüngst in Frage gestellt, nämlich durch eine Anomalie, sich am französischen Anleihemarkt herausgebildet hat: Die Spreads für französische Staatsanleihen (OATs) sind über die Spreads von Anleihen einiger der renommiertesten Unternehmen des Landes, wie des Luxusgüterkonzerns LVMH, gestiegen.



Anleiherendite LVMH & franz. Staatsanleihe (FRTR)
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg (per 18.09.2025)

Dieses Phänomen ist nicht völlig neu. Während der europäischen Staatsschuldenkrise (ca. 2010-2014) wurden ähnliche Muster beobachtet, als die Sorgen über die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in Ländern wie Italien, Spanien und Griechenland ihren Höhepunkt erreichten. Auch damals handelten große finanzstarke meist international agierende Unternehmen dieser Länder mit niedrigeren Risikoaufschlägen als das Land selbst. Die Lage in Frankreich lenkt erneut den Blick auf Staatsverschuldung und politische Unsicherheit.

Die Verschiebung der Government Kurve

Die Renditekurven von Staatsanleihen sind 2025 rund um den Globus strukturell gestiegen. Treiber sind unter anderem das Aufweichen der Schuldenbremse in Deutschland, die Budgetkrise in Frankreich und das expansive Fiskalpaket in den USA. Die wachsende Staatsverschuldung, steigende Budgetdefizite und die steigende Zinslast sorgen dafür, dass die Märkte künftig höhere Renditen für Staatsanleihen verlangen. Dies führt zu einem allgemeinen Anstieg der Renditen über alle Laufzeiten, d.h. zu einer parallelen Verschiebung der Zinskurve nach oben.

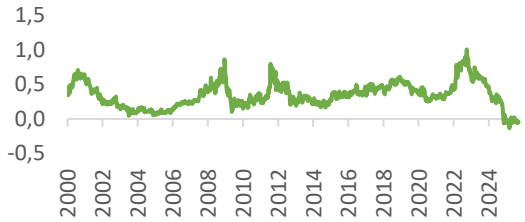
Gleichzeitig zeigt sich eine Veränderung der Steilheit. Nach einer langen Phase mit flachen Kurven im Null- oder Negativzinsumfeld steigt die Differenz zwischen zehnjährigen und zweijährigen Zinsen wieder an und liegt aktuell bei rund 55 Basispunkten und damit im historischen Mittel. Kurzfristige Anleihen rentieren moderat, während langfristige Anleihen deutlich höhere Renditen bringen, da die Märkte höhere längerfristige Inflationserwartungen und damit auch höhere Risikoprämien einpreisen. Politische Ereignisse oder neue Fiskalmaßnahmen, wie die Ankündigung des Fiskalpakets von Friedrich Merz (03/25)) können zudem kurzfristige Sprünge im langen Ende der Kurve auslösen.

Insgesamt deutet alles darauf hin, dass sich die Kurve strukturell nach oben verschiebt und langfristige Renditen sensibler auf wirtschaftliche und fiskalische Entwicklungen reagieren. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welchen Einfluss die Verschiebung der Government- auf die Swap-Kurve hat, die als marktübliche Referenz bei der Bepreisung von Unternehmensanleihen verwendet wird und welche Implikationen sich daraus für das Spreadumfeld bei Unternehmensanleihen generell ergeben.

metis®

Der Swap Spread

Der Swap-Spread ist die Differenz zwischen dem Marktzins eines Zinsswaps und der Rendite einer gleichlaufenden Staatsanleihe. Negative Zinsswap-Spreads sind seit einigen Jahren ein zunehmend beobachtetes Phänomen an den globalen Finanzmärkten. Während die klassische Finanztheorie erwarten würde, dass sich solche Abweichungen durch Arbitragegeschäfte rasch wieder ausgleichen, haben sich negative Spreads in wichtigen Währungsräumen wie dem US-Dollar bei mittleren und langen Laufzeiten, als persistentes Merkmal etabliert.



Swap Spread (Eusa10 - DBR10)
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg (per 26.09.2025)

Historisch waren Swap-Spreads überwiegend positiv, da Swaps eine geringe Kreditrisikokomponente enthielten, während Staatsanleihen als nahezu risikofrei galten. Seit der globalen Finanzkrise hat sich das Bild jedoch verändert, und negative Spreads sind zu einem wiederkehrenden Phänomen geworden. In den USA sind negative Swap-Spreads seit 2015 bei längeren Laufzeiten fast durchgehend zu beobachten, in Europa hingegen schwankten sie stark, etwa während der Staatsschuldenkrise oder der COVID-19-Pandemie. Erst 2024 unterschritten die 10-jährigen Swap-Spreads in der Eurozone erstmals die Nulllinie, nachdem sie zuvor bis 100 Basispunkte angestiegen waren. In Japan setzte ein deutlicher Rückgang nach der Ankündigung der Zentralbank ein, die ultralockere Geldpolitik aufzugeben.

Die Persistenz negativer Swap-Spreads widerspricht allerdings der Annahme der Arbitragefreiheit, doch in der Praxis verhindern Intermediations- und Bilanzkosten eine solche. Ohne genauer auf die Mechanik dahinter einzugehen, ist der negative Swap-Spread quasi ein Ausgleich für diese Belastungen – sowohl für Banken als auch für Hedgefonds.

Exkurs Swap Rates:

Zinsswaps sind Finanzderivate, bei denen zwei Parteien Zinszahlungen tauschen – meist fix gegen variabel – und sich auf Referenzzinssätze wie den EURIBOR oder zunehmend den Übernachtzinssatz €STR in Europa (vor allem für kurzfristige Swaps) bzw. SOFR in den USA stützen. Anders als in den USA oder Großbritannien gibt es in Europa bislang keinen regulatorischen Druck, vollständig auf €STR umzustellen, sodass beide Märkte weiterhin nebeneinander bestehen. Der Swap-Satz ist der feste Zinssatz, der zu Beginn so gewählt wird, dass der Barwert der fixen und variablen Zahlungen gleich ist. Er spiegelt Markterwartungen für Zinsen, Liquidität, Angebot-Nachfrage-Dynamik und die Kreditqualität der Banken wider.

Beispiel Zinsswap 2 Jahre:

Laufzeit in Jahren	1	2
Swap Rate	2,115%	2,149%
Spot Rate	2,115%	2,150%
Forward Rates	**2,11%**	**2,18%**

Jahre	Abschlusszeitpunkt	1	2
Festzinszahlungen		2,15	102,15
Variabelzinszahlungen		2,11	102,18
Barwert Festzinsseite	100	2,10	97,90
Barwert Variabelzinsseite	100	2,07	97,93
Swap-Barwert Festzins	**0**	**-0,03**	**0,03**

Die Tabelle zeigt rein illustrativ, dass aus der bestehenden Zinskurve die impliziten Swap-Zahlungen der Variablen Seite abgeleitet werden und der Barwert für beide Parteien bei Swap-Abschluss 0 ist.

Zinsswaps enthalten Gegenparteirisiko, da die Parteien auf die rechtzeitige Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen der Gegenpartei angewiesen sind.In Europa werden die meisten Standard-Zinsswaps jedoch über zentrale Gegenparteien (CCPs) abgewickelt, wodurch das Gegenparteirisiko durch tägliche Variation Margin und Initial Margin stark reduziert wird. Nicht-standardisierte Swaps können weiterhin bilateral OTC gehandelt werden, wobei dann Kreditrisiken über Credit Support Annexes (CSAs) mit Besicherungsvereinbarungen gemindert werden. Insofern spricht man bei einer Swapkurve auch von einer annähernd risikofreien Zinskurve, bei der meist nur die ein oder andere hochbonitäre Staatsanleihe des jeweiligen Währungsraums negative Risikoaufschläge zahlt.

Die Verwendung von Zinsswaps anstelle von Staatsanleihen zur Bepreisung von Anleihen bietet außerdem mehrere Vorteile: Der Mid-Swap dient als standardisierte Benchmark, die weniger von der Liquidität einzelner Staatsanleihen abhängt, der Spread über dem Swap spiegelt primär das Kreditrisiko des Emittenten wider, und die Zinsrisiken lassen sich für Emittenten und Investoren leichter absichern. Zudem ist dieses Derivat selbst extrem liquide, die Notwendigkeit zur Interpolation von Staatsanleiheraten entfällt, und Swaps erlauben eine flexible Strukturierung von Laufzeiten und Zahlungsprofilen, die z.B. auch für Hedging genutzt werden können.

Die Ursachen für den Abwärtsdruck lassen sich in zwei zentrale Bereiche gliedern. Auf den Kassamärkten für Staatsanleihen führt das hohe Emissionsvolumen vieler Staaten in Verbindung mit der reduzierten Nachfrage privater Investoren zu steigenden Renditen. Hintergrund ist die Rückführung der Anleihebestände durch die Zentralbanken (Quantitative Tightening, QT), wodurch private Anleger, also Banken, Versicherungen, Pensionsfonds und andere nichtstaatliche Investoren - einen größeren Anteil der Neuemissionen übernehmen müssen. Schwache Auktionsergebnisse oder wachsende Dealerbestände sind klare Indikatoren für diese Belastungen.

Anekdotisch lässt sich die rückläufige Nachfrage nach langfristigen Staatsanleihen beispielhaft an der Reform des niederländischen Rentensystems von leistungs- zu beitragsorientierten Modellen verdeutlichen

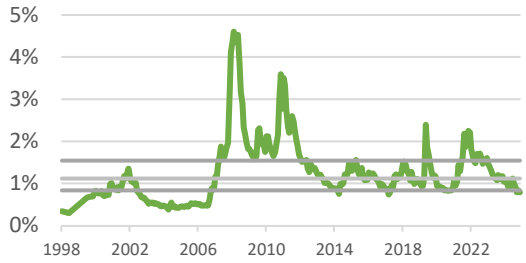
Diese Umstellung verringert den Bedarf von Pensionskassen an langlaufenden Anleihen zur Absicherung der Rentenansprüche, was zu Verkäufen von Staatsanleihen, darunter auch deutschen Bundesanleihen, führt bzw. führte und damit den Anleihemarkt beeinflusst.

Auf den Swap-Märkten wirkt zusätzlich eine hohe Nachfrage nach dem Empfang der fixen Swap-Seite dämpfend auf die Sätze. Besonders institutionelle Anleger, Vermögensverwalter sowie Unternehmensanleiheemittenten, die sich gegen Zinsänderungsrisiken absichern oder ihre Duration gezielt steuern wollen, verstärken diesen Druck spürbar.

Aus Sicht von Portfoliopositionierung sind die Implikationen negativer Swap Spreads allerdings weniger eindeutig.

Das Spreadniveau von Unternehmensanleihen

Wer sich derzeit mit Unternehmensanleihen beschäftigt, erkennt ein weitgehend einheitliches Bild - Credit Spreads handeln auf sehr engen Niveaus. Im Folgenden werden wir dieses Spread-Niveau zunächst historisch einordnen und anschließend auf Basis fundamentaler Daten bewerten und zeigen inwieweit dies fundamental begründbar ist.

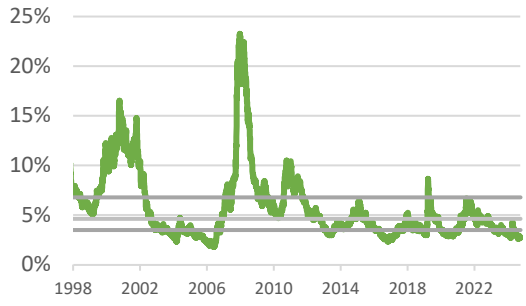


Bloomberg EuroAgg Corporate OAS
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg (per 03.10.2025)

Gemessen am Option-Adjusted Spread (OAS) wird in der Abbildung deutlich, dass es im betrachteten Zeitraum zwei klar unterscheidbare Phasen gab: die Zeit vor der Globalen Finanzkrise 2008/2009 und die Zeit danach, jeweils mit deutlich unterschiedlichen Spread-Niveaus. Die mittlere Linie im Chart bildet den Median ab, die Linien darüber und darunter das 25. und 75. Perzentil.

Aktuell liegt der Spread im 21. Perzentil. Das bedeutet, dass er seit 1998 in lediglich 21 % der Fälle niedriger war als derzeit. Auffällig ist jedoch, dass diese Phase fast ausschließlich auf die Zeit vor der Finanzkrise zurückzuführen ist.

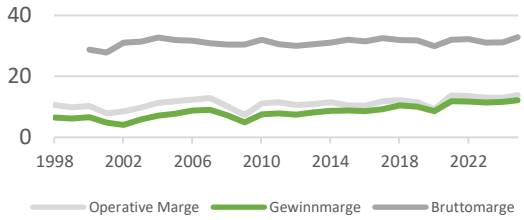
Das aktuelle Spreadniveau wurde in den letzten Monaten mehrfach getestet und liegt derzeit auf dem tiefsten Stand seit 2007, unmittelbar vor Ausbruch der Finanzkrise. Ein noch deutlicheres Bild zeigt sich im High-Yield-Markt, wo die Risikoaufschläge gemessen seit 1998 aktuell im 5. Perzentil damit nahe dem historischen Tiefpunkt notieren. High-Yield-Anleihen sind dabei ein besonders guter Indikator für die Sensitivität gegenüber Kreditrisiken.



ICE Bofa HY Euro Corporate OAS
Eigene Darstellung, Daten: FRED (per 03.10.2025)

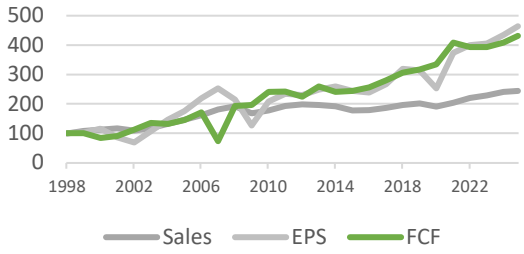
Die Fundamentaldaten der Unternehmen

Auf der Suche nach fundamentalen Begründungen für diese beeindruckende Spread Rally stellt sich die Frage, wie sich die Kennzahlen der Unternehmen in dieser Zeit entwickelt haben. Für die Vogelperspektive und aufgrund der besten Datenhistorie haben wir uns in der folgenden Analyse auf den MSCI World bezogen mit Verweisen auch auf den Europäischen Markt.



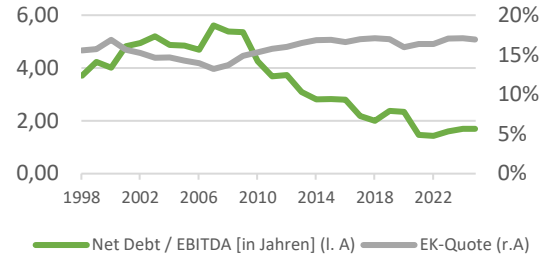
Margenentwicklung (in %) der Unternehmen im MSCI World
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg (per 03.10.2025)

Die Margenentwicklung innerhalb des MSCI World Index zeigt über die vergangenen Jahrzehnte eine stetige Verbesserung. Während die operative Marge Ende der 1990er-Jahre noch knapp über 10 % lag, bewegt sie sich seit 2021 stabil im Bereich von rund 13–14 %. Besonders hervorzuheben ist die Gewinnmarge, die von rund 6 % zu Beginn des Betrachtungszeitraums auf zuletzt über 12 % gestiegen ist – ein historischer Höchststand. Auch die Bruttomarge, also der Prozentsatz des Umsatzes, der übrig bleibt, nachdem die direkten Kosten des Unternehmens (z. B. Kosten für die Herstellung oder den Verkauf der Waren) abgezogen wurden, hat sich seit den frühen 2000er-Jahren auf hohem Niveau stabilisiert und liegt aktuell bei sehr soliden 33 %. Ein sehr ähnliches Muster zeigt sich auch im STOXX Europe 600, der den europäischen Markt abbildet, allerdings auf einem etwas niedrigerem Niveau.



Entwicklung von Umsatz, Gewinn und Free Cash Flow je Aktie im MSCI World
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg (per 03.10.2025)

Die indexierten Daten (Basis 100) verdeutlichen ein deutlich stärkeres Wachstum bei Gewinn je Aktie (EPS) und Free Cash Flow (FCF) im Vergleich zum Umsatz. Während die Umsätze seit Beginn um rund 145 % gestiegen sind, haben sich Gewinn je Aktie und Free Cash Flow mehr als vervierfacht. Auch die Daten der europäischen Indizes weisen in dieselbe Richtung, allerdings mit weniger Dynamik. Im MSCI World wird die Entwicklung stark von den US-Big-Caps getrieben.



Entwicklung der Entschuldungsdauer und der Eigenkapitalquote im MSCI World
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg (per 03.10.2025)

Wichtige Kennzahlen zur Verschuldung haben sich in der Vergangenheit ebenso verbessert. Besonders auffällig ist der Rückgang des Verhältnisses von Nettoverschuldung zu EBITDA – von rund 4,2 im Jahr 1999 auf etwa 1,7 im Jahr 2025. Die Eigenkapitalquote liegt hingegen über die Jahre hinweg stabil bei rund 17 % und damit ebenfalls leicht über dem Durchschnitt. Eine sehr ähnliche Entwicklung der Verschuldungszahlen zeigt sich auch in Europa wo im STOXX Europe 600 die Nettoverschuldung zu EBITDA von 5,6 im Jahr 2002 auf 2,6 im Jahr 2025 deutlich sank und damit eine wesentliche Verbesserung darstellt.

Abschließend ist hervorzuheben, dass die Fundamentaldaten, approximiert über den MSCI World, tendenziell nach oben verzerrt sind. In den Anleihenindizes der Europäischen Corporates, sind viele der Mega Caps eher unterrepräsentiert, während Finanzwerte den größten Anteil ausmachen und auch die regionale Allokation weißt nur etwa 22% US-Titel auf wohingegen der MSCI Word über 70% US-Titel beinhaltet.

Aber auch hier zeigt sich, dass Banken derzeit so profitabel sind wie selten zuvor: Die Gewinnmarge im STOXX Europe Banks liegt aktuell bei rund 25 % - ein Rekordwert. Mit den Maßnahmen der EU in den Jahren

2017 und 2020 sowie der Umsetzung der NPL-Richtlinie wurde nach der Eurokrise der Sekundärmarkt gestärkt, um Banken beim Verkauf von NPLs zu unterstützen. Inzwischen sind die NPL-Bestände der Banken von 6,5 % Ende 2014 auf 1,9 % im vierten Quartal 2024 gesunken. Gleichzeitig ist die CET1-Quote der direkt von der EZB beaufsichtigten Banken von rund 12,5 % im Jahr 2015 auf 16% im ersten Quartal 2025 gestiegen.

Betrachtet man die Kennzahlen und die Indizes aggregiert, zeigt sich, dass die Unternehmen insgesamt robust aufgestellt sind und die Fundamentaldaten sehr solide sind. Trotz der Zinswende blieben erwartete Pleitewellen bislang aus und die Unternehmen haben gezeigt, dass sie auch mit einem höheren Zinsniveau gut umgehen können. Allerdings bleibt abzuwarten, wie sich die höheren Zölle letztlich auf die Unternehmensgewinne auswirken In einigen Fällen könnten die aktuell starken Zahlen noch durch Vorzieheffekte oder temporäre Faktoren begünstigt sein. Unter Vorzieheffekten versteht man, dass Unternehmen Importe oder Investitionen vorziehen, um höheren zukünftigen Kosten durch neue Zölle zu entgehen, was die Wirtschaftszahlen kurzfristig künstlich anhebt. Die kommenden Quartalsdaten werden weitere Aufschlüsse darüber geben.

Unser Ansatz - Wie messen wir die Attraktivität des Marktes?

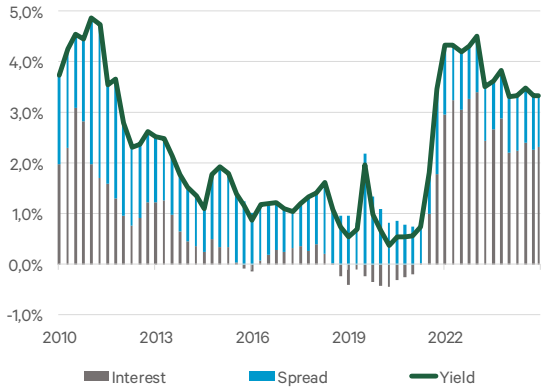
Auch in unseren Managemententscheidungen ist die Attraktivität des Marktes eine wichtige Entscheidungskomponente in Bezug auf Positionierung und Strategie. Bei der langfristigen Entwicklung der Spreads glauben wir stark an das generelle Wiederkehren zu einem mittleren Niveau also „Return to the Mean“. Das bedeutet, dass auch wir zurzeit aufgrund der engen Risikoaufschläge eher konservativ positioniert sind.

Wichtig in der Aussage der Attraktivität ist bei Corporate Bonds aber nicht nur das Niveau der Risikoaufschläge, sondern auch der Gesamtzustand des Marktes, das generelle Zinsniveau, sowie der Vergleich mit anderen Asset Klassen. So ist trotz niedrigem Risikoaufschlag, die Gesamtrendite des Unternehmensanleihenmarktes historisch gesehen weiterhin äußerst attraktiv.

Vor allem auch verglichen mit anderen Märkten wie Staatsanleihen, bei denen ähnliche Renditeniveaus nur bei deutlich längerer Duration, also höherem Zinsrisiko, möglich sind oder auch der Dividendenrendite bei Aktien, die mit der Zinswende deutlich gesunken ist und aktuell bei 3,1% im STOXX Europe 600 und sogar nur bei 1,2% im S&P 500 liegt.

Renditen am Unternehmensanleihenmarkt

...langfristig weiterhin sehr attraktiv



Vereinfachter Schätzer für Veranlagungsrendite:
Zinskomponente (5J-Euroswap) + Spreadkomponente
(Durchschnittlicher OAS EUR-Corporates)
Quelle: S&P Global, Eigene Darstellung

Mit Renditen von ca. 3,5% p.a. ist die Asset Klasse der Unternehmensanleihen mit Investment Grade Rating und der damit verbundenen fundamentalen Stärke für uns weiterhin attraktiv. Zusätzlich konnten wir über unseren aktiven Investmentansatz in den letzten Jahren ein stabiles Alpha für unsere Kunden erwirtschaften.

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 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

metis®