

Zinsen und Spreads

Metis Insights 09/2024



Bernhard Tollay
Managing Director
Metis Invest GmbH

Euro Unternehmensanleihen im Laufe der Zeit

... und wie die einstige Nische immer globaler wird!

Die Geschichte des Marktes der Euro Investment Grade Unternehmensanleihen ist relativ jung. Erst mit der Einführung des Euro als Recheneinheit 1999 und als Bargeld im Jahr 2002 entstanden eine Reihe von Europäischen Indizes, die diesen Markt abbilden. Zur selben Zeit fand ebenfalls die Auflage des für Euro Unternehmensanleihen sehr wichtigen iBoxx Euro Corporate Bond Index – kurz iBoxx – statt. Bereits ein halbes Jahr davor errechnete der zweite weit verbreitete „Bloomberg Euro Aggregate Corporate Total Return Index“ seinen ersten Wert. Somit existieren die beiden heute gängigsten Indizes im Bereich der Euro Unternehmensanleihen seit ca. 25 Jahren. Im Gegensatz zu diesem Markt konnten Benchmarks im Staatsanleihenbereich bereits viele Jahre vor der Einführung des Euro eine Historie aufbauen – allerdings meist getrennt nach einzelnen Ländern aufgrund der unterschiedlichen Währungen. Nun stellt sich die Frage wie sich der Unternehmensanleihenmarkt seitdem entwickelt hat, welche entscheidenden Veränderungen es in den vergangenen Jahren gab und wie er heute aussieht.

Wir wollen die etwas jüngere Historie, nämlich die letzten 20 Jahre, genauer betrachten und zeigen wie sich der Index in Bezug auf Parameter, Merkmale und Eigenschaften verändert hat. Dabei wird dargelegt, wie global und vielfältig der Markt für Euro Unternehmensanleihen heute ist und wie die Asset-Klasse zu einem festen Bestandteil nahezu jeder Asset Allokation geworden ist. All dies wird anhand des IBoxx Euro Corporate Bond Index verdeutlicht.

Euro Unternehmensanleihen von der Nische zur Core Asset Klasse

Der Markt der Europäischen Unternehmensanleihen entwickelte sich in den letzten 20 Jahren rasant zu einer für europäische und internationale Unternehmen sehr wichtigen Finanzierungsquelle. Ebenso wurde die

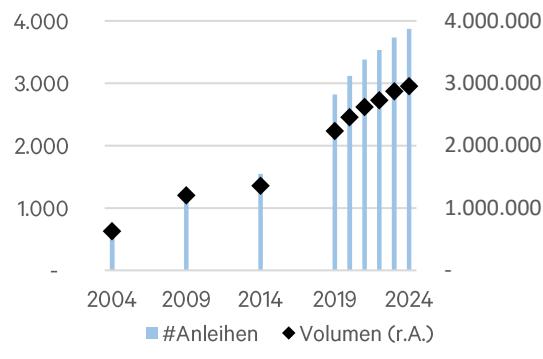
Veranlagungsklasse eine immer interessantere Alternative für sehr viele Investoren im Anleihenbereich, da eine Beimischung von Unternehmensanleihen solider Bonität sehr interessante Risiko- und Ertragseigenschaften sowie Korrelationen zu anderen Portfoliobausteinen bringt.

Für konservative Investor:innen ergibt sich noch zusätzlich die Möglichkeit der wesentlich breiteren Diversifikation, die im Gegensatz zu Staatsanleihen einen klaren Vorteil darstellt. Ist man bei Staaten je nach Ausrichtung und Universum auf ca. 20-50 Emittenten begrenzt, so bildet der iBoxx Euro Corporate Index inzwischen mehr als 3.800 Emissionen von über 800 unterschiedlichen Emittenten ab und spätestens seit der Eurokrise 2011/2012 weiß man, dass auch Staaten Restrukturierungen vornehmen können und zusätzliche Diversifikation meist nicht schadet.

Eine rasante Entwicklung in Volumen und Breite

Die zunehmende Diversifikation über Anleihen und Emittenten im Laufe der letzten zwei Jahrzehnte verlieh der Asset Klasse laufend mehr Bedeutung, ein Wachstum, das bis heute anhält. Ein Blick in die Vergangenheit des Index zeigt hier eine eindeutige Entwicklung. So hatte dieser im Jahr 2004 gerade einmal 629 Emissionen von 355 Emittenten. Innerhalb der nächsten zehn Jahren, bis 2014, verdoppelte sich dieser Wert auf 1.557 Emissionen von über 500 Emittenten. Diese Entwicklung schritt auch danach weiter voran auf 3.874 Anleihen von über 850 Emittenten im Jahr 2024. Mit dieser stetig wachsenden Marktbreite und dem Mehr an Emittenten nahm auch das Volumen der Asset-Klasse deutlich zu – von 627 Milliarden Euro im Jahr 2004 auf fast 3 Billionen Euro im Jahr 2024.

tailormade asset management

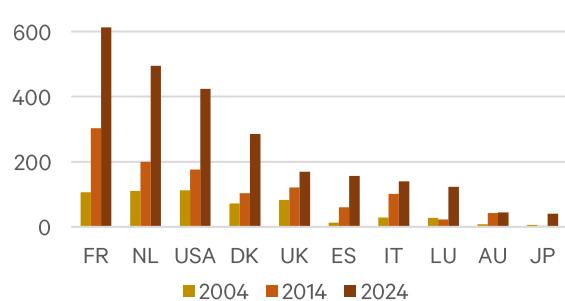


Anzahl der Emissionen (li.) und Volumen (re.) des iBoxx Euro Corp. Index 2004-24
Eigene Darstellung, Daten: S&P DJ Indizes GmbH

Aber nicht nur die Marktgröße wuchs rapide über die Zeit, sondern auch die Zusammensetzung des Index veränderte sich stetig und dies in fast alle Richtungen.

Der Markt wird globaler

Mit dem Wachstum des Marktes und der zunehmenden Attraktivität des europäischen Binnenmarktes fanden auch mehr und mehr nicht in Europa ansässige Unternehmen den Weg hin zu Euro Anleiheemissionen. Oft haben diese, meist global tätigen Unternehmen, Tochterfirmen in Europa oder bedienen europäische Kunden, sodass ein Teil der Finanzierung in Euro die Fremdkapitalallokation des jeweiligen Unternehmens ebenfalls diversifiziert und unter Risikogesichtspunkten auch für diese Unternehmen einen Mehrwert bringt.



Entwicklung Länderallokation (in 100 Mio.) iBoxx Euro Corp. Index 2004-24
Eigene Darstellung, Daten: S&P DJ Indizes GmbH

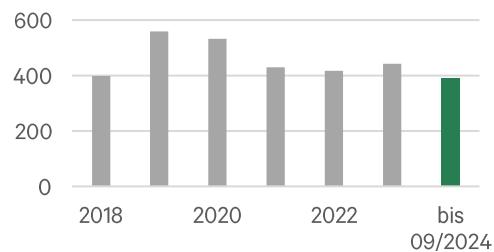
Aufgrund dieser Entwicklungen ist der Markt inzwischen ein sehr globaler, in dem nicht nur große amerikanische Firmen wie Apple, Microsoft, Visa und

JP Morgan sondern auch viele asiatische und australische Emittenten wie Mizuho (Bank; Japan), Asahi (Brauerei; Japan), BHP Billiton (Rohstoffe; Australien) oder auch Toyota (Auto; Japan) regelmäßig Emissionen begeben und sich Kapital in Euro holen. Starken Einfluss bei der Euro Finanzierung globaler Unternehmen hatte hier das Niedrig- bzw. teilweise sogar Negativ-Zinsumfeld, welches zur zusätzlichen Nachfrage internationaler Emittenten in der Asset Klasse führte.

Neuemissionen: Marktbreite und niedrigere Emissionsgrößen

Die Aktivität des Marktes sieht man sehr deutlich in den Neuemissionen der Jahre 2019 und 2020, wo auch die Unsicherheit in der COVID-19 Krise und das extreme Niedrigzinsumfeld einen zusätzlichen Schub für die Kapitalaufnahme der Unternehmen brachte. Generell stieg über die Jahre mit dem wachsenden Markt auch die Zahl der Neuemissionen erheblich an, die inzwischen bei etwa 400 bis knapp 600 Milliarden pro Jahr liegt.

Nach den extrem starken Emissionsjahren 2019 und 2020 sehen wir auch bei den Neuemissionen seit der Zinswende 2022 wieder einen laufenden Anstieg, der sich voraussichtlich 2024, mit sehr vielen Emissionen im ersten Halbjahr, nochmals verstärkt hat und damit zu den Rekordjahren 2019 und 2020 aufschließen könnte



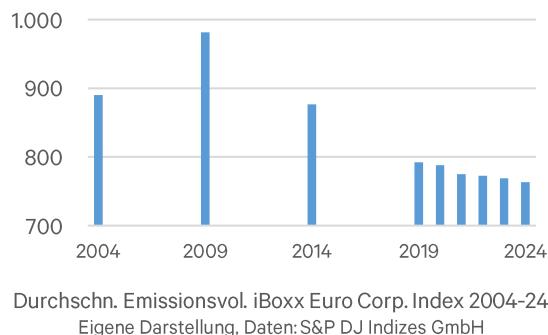
Volumen Euro (Sub)Benchmark Neuemissionen seit 2018
(Mindestemissionsvolumen 300 Mio.)
Eigene Darstellung, Daten: S&P DJ Indizes GmbH

Ein Wert der im Lauf der Zeit hingegen eher kleiner geworden ist, ist das durchschnittliche Emissionsvolumen. Lag dieses 2004 noch bei ca. 900 Mio. Euro pro Emission bzw. 2009 sogar bei knapp einer Milliarde Euro, so liegt es inzwischen nur noch bei 750-800 Millionen Euro. Zwei mögliche Ursachen hierfür können wie folgt angeführt werden.

tailormade asset management

War der Markt vor der Finanzkrise 2008 bzw. 2009 eher reserviert für die ganz großen globalen (und vor allem europäischen) Unternehmen, so bildet er heute auch vielen „mittelgroßen“ Firmen Platz für Benchmark Emissionen von 500 Mio. Euro. Für diese stellt die Finanzierung über den Kapitalmarkt eine seit der Finanzkrise sehr wichtige Diversifikation zur Bankenfinanzierung dar.

Zusätzlich streuen die Unternehmen ihre Finanzierungslaufzeiten so, dass die Refinanzierungszeitpunkte möglichst wenige Klumpen (Stichwort: „Debt Wall“) aufweisen. Dadurch wird verhindert, dass es in angespannten Marktphasen zu Schwierigkeiten bei der Refinanzierung kommt.



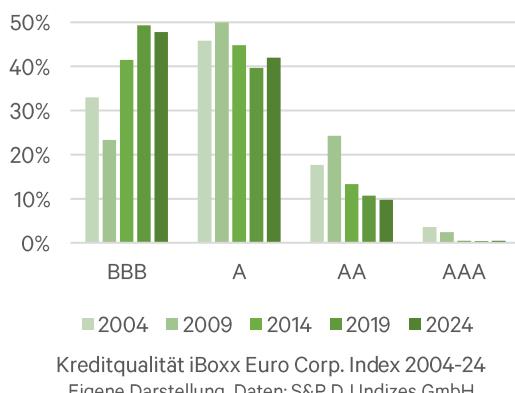
Durchschn. Emissionsvol. iBoxx Euro Corp. Index 2004-24
Eigene Darstellung, Daten: S&P DJ Indizes GmbH

Kreditqualität im Laufe der Zeit

Sehr interessant ist auch die Entwicklung der Kreditqualität der Asset Klasse über die letzten zwei Jahrzehnte. Hier zeigen sich vor allem zwei Phänomene. Erstens war die Quote der BBB Unternehmen, also jener Teil des Index mit etwas schwächerer Kreditqualität vor der Finanzkrise 2008/2009 deutlich geringer. Eine mögliche Erklärung hierfür ist die inzwischen strengere Bewertung der Ratingagenturen nach 2008/2009. So verdoppelte sich der Anteil der Ratingklasse am Index nach 2009 von 23% auf rund 50% 2019. In den letzten Jahren schwankte die Quote relativ konstant bei annähernd der Hälfte des Index. Zusätzlich kommt dabei vor allem im Euromarkt noch ein zweiter Effekt zu tragen der diese Verschiebung erklären könnte.

Mit dem Niedrigzinsumfeld und dem stetigen Wachstum des Marktes kamen, auch vor dem Hintergrund der eher restriktiven Bankfinanzierungen, in den letzten Jahren viele „mittelgroße“ Unternehmen an den

Euro Corporate Bond Markt. Aufgrund des oft zyklischen Geschäftsmodells und der konservativen Einstufigkeit der Ratingagenturen bekommen diese Unternehmen meist ebenfalls „nur“ ein BBB Rating. Auch dieser Faktor erhöht diese Quote im Gesamtmarkt.



Kreditqualität iBoxx Euro Corp. Index 2004-24
Eigene Darstellung, Daten: S&P DJ Indizes GmbH

Neben den großen Veränderungen im eher schwächeren Bonitätsbereich, war aber auch die Top Ratingklasse „AAA“ einem deutlichen Wandel ausgesetzt. Gab es im Jahr 2004 noch über 3,5% Anleihen mit der Top Bonitätseinstufung, so ist diese Ratingklasse mit 0,5% im Index inzwischen fast nicht mehr vorhanden. Anscheinend stellen die Anforderungen für die Bestnote bei Unternehmen nur noch für sehr wenige eine bewältigbare Hürde dar. Die Unternehmen mit höchster Bonität sind mit Johnson&Johnson, Microsoft und New York Life Insurance zudem allesamt amerikanisch. Zusammenfassend lässt sich festzuhalten, dass heutzutage der überwiegende Teil der Asset Klasse (nämlich ca. 90%) im Bonitätsbereich von „BBB-“ bis „A+“ liegt.

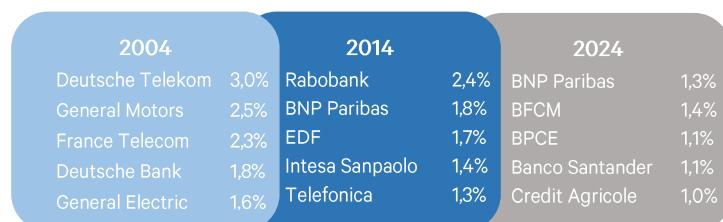
Die Index Schwergewichte ändern sich

Neben den Bonitätsveränderungen haben sich auch die Gewichte der zehn größten Positionen des Index im Laufe der Zeit verschoben.

Mit der breiteren Aufstellung des Marktes ging auch die durchschnittliche Größe pro Emittenten für die Schwergewichte deutlich zurück. So machten die Top 10 Positionen des Index im Jahr 2004 noch 18,2% aus, während dieser Anteil im Jahr 2024 auf nur noch 10,8% gesunken ist. Ebenso wie die Gewichtung der größten Emittenten veränderten sich auch die Sektoren der Schwergewichte. Natürlich hat das Gesamtgewicht der

tailormade asset management

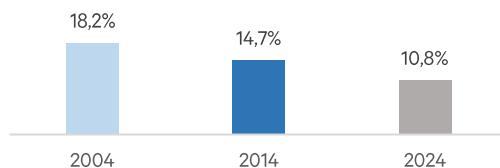
Banken im Index aufgrund ihrer Bedeutung und der damit verbundenen Refinanzierung nie wirklich abgenommen. Allerdings haben sich die Emittenten, die mittlerweile ebenfalls als Hauptakteure im Index fungieren, deutlich verändert. Waren dies 2004 noch große Telekomunternehmen wie eine Deutsche Telekom oder eine France Telecom, so sind dies heute fast ausschließlich Banken, allerdings mit deutlich niedrigerem Gewicht im Index.



2004, 2014 und 2024: iBoxx Euro Corp. Index Top 5 (oben)

iBoxx Euro Corp. Index Top 10 Gewichtung (unten)

Eigene Darstellung, Daten: S&P DJ Indizes GmbH



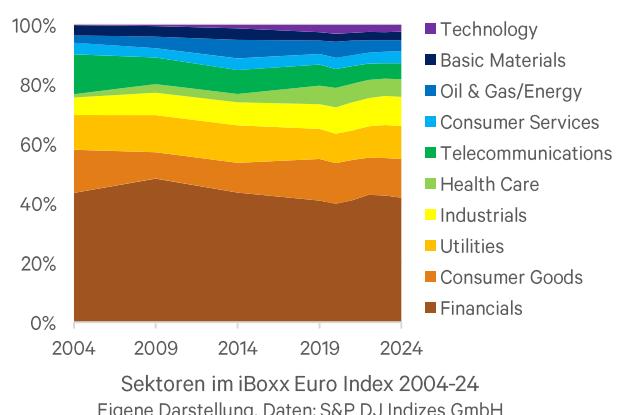
Sektoren – auch der Index entwickelt sich weiter

Im Jahr 2019 vollzog der Index eine Spaltung des jahrelang dominierenden Financial Sektors in „Core Financials“, „Financial Services“ und „Real Estate“. Aufgrund der verschiedenen Geschäftsmodelle macht dies auch durchaus Sinn.

So umfasst der Sektor „Financial Services“ Holdingunternehmen, die oftmals verschiedene Tochterfirmen in unterschiedlichen Sektoren vereinen, sowie Asset Management Firmen. Der Anteil dieses Sektors ist seitdem relativ konstant geblieben und liegt bei etwa 2,4 bis 3,0%. Wesentlich stärkere Schwankungen hat der neu entstandene Sektor „Real Estate“ in den letzten Jahren erlebt. Vor der Zinswende legte dieser einen wahrlichen Höhenflug mit über 6% Gewicht im Index hin. Inzwischen schrumpfte er allerdings wieder um einen guten Prozentpunkt und steht aktuell bei ca. 5% Indexgewicht. Speziell in diesem Sektor wanderten einige Unternehmen seit der Zinswende in den bonitätschwächeren High Yield Bereich.

Es gab auch Weiterentwicklungen der Gewichtungen bestimmter anderer Sektoren. So hatte beispielsweise der Sektor Technologie 2004 ein Gewicht von nur 0,1% und war damit im Index faktisch nicht vertreten. Dies änderte sich im Laufe der Zeit deutlich. Auch wenn der Sektor in Europa im Bereich der Investment Grade Corporates eine eher kleine Rolle spielt, hat er in den letzten 5 Jahren ein Gewicht von 2% bis 3% erreicht.

Einen noch bedeutenderen Aufstieg legte der Health Care Sektor hin. Von ca. 1% Indexgewicht im Jahr 2004 macht dieser inzwischen rund 6% des Index aus und ist damit kein kleiner Sektor mehr.



Was bedeutet die Indexveränderung für Fonds

Ein stetig breiterer Markt an Emittenten und Emissionen bietet zahlreiche Vorteile für die Asset Klasse sowie für die Diversifikation und Auswahl der Titel. Vor allem aktive Fonds haben mit dieser breiten und vielfältigen Auswahl an Einzeltiteln die Möglichkeit, solide aufgestellte Unternehmen gezielt auszuwählen. Durch die gezielte Selektion der Einzeltitel sowie die Allokation über Branchen und Laufzeiten können sie einen aktiven Beitrag leisten. Deutlich schwieriger macht diese Entwicklung die physische Indexabbildung für passive Produkte, da der Gesamtmarkt immer breiter und schwerer replizierbar wird.

All diese Entwicklungen untermauern unseren klar aktiven und transparenten Ansatz, mit dem wir die signifikanten Veränderungen des Marktes effektiv in unsere Managementstrategie integrieren können, um weiterhin ein attraktives und positives Alpha für unsere Kunden zu erzielen.

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-Hötendorf-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

