

Autor: Oliver von Aesch (Altrafin) / Andreas Lesniewicz (CONREN)

Datum: 13.03.2018



Suche



[Login](#) [Registrieren](#)



Vermeintlich risikofreie Unternehmensanleihen

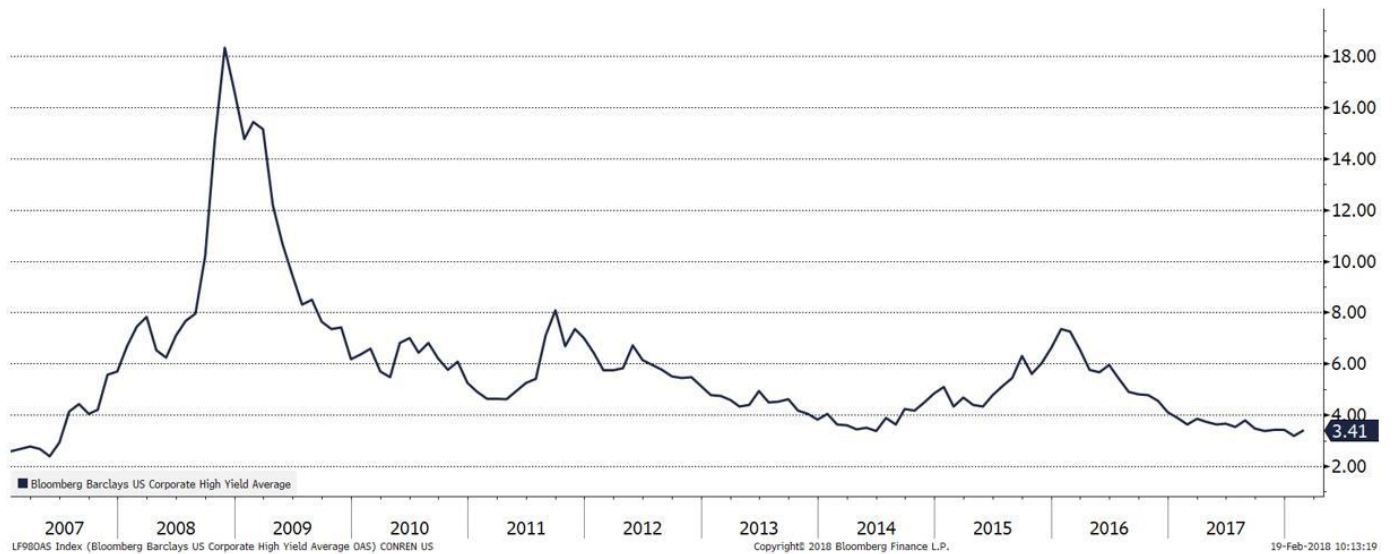
Das aktuell größte Risiko für Anleihe- und Aktienmärkte

So mancher bezeichnet Unternehmensanleihen bereits als neue risikofreie Anlageklasse. Die Investmentanalysten von Conren sehen das ganz anders und erklären, warum die anstehende Refinanzierungswelle in diesem Segment aktuell das größte absehbare Risiko für die Anleihen- und Aktienmärkte darstellt.

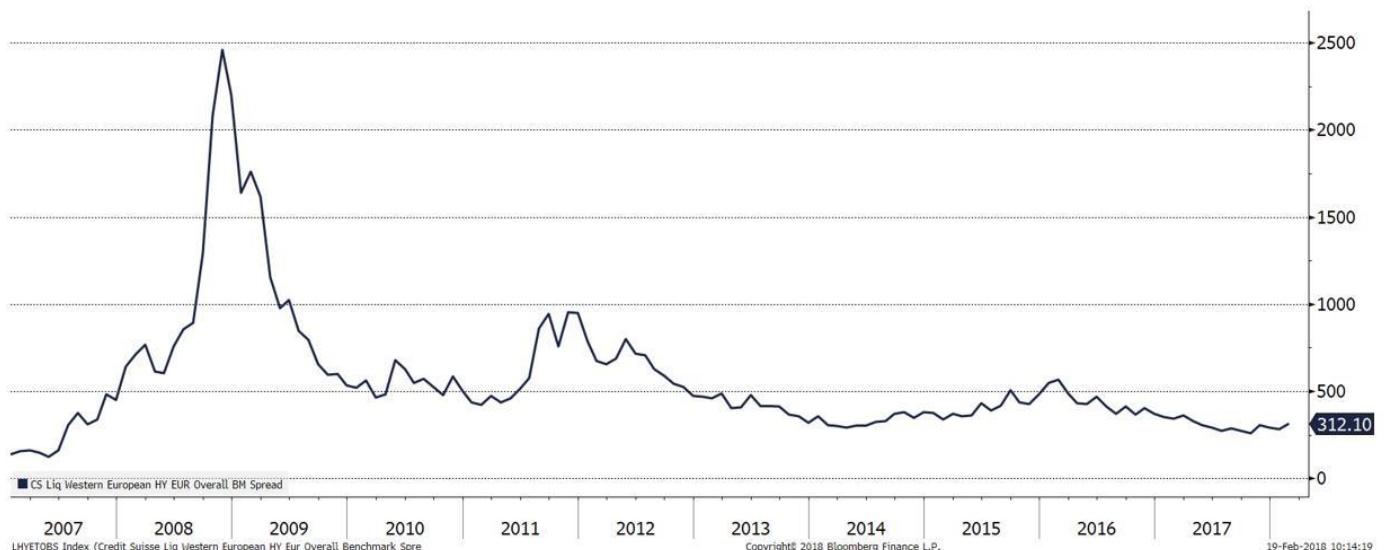
Die Marktkorrektur Anfang Februar war heftig, aber verhältnismäßig schnell ausgestanden. Im Prinzip sehen wir an den Märkten seit Ende der Finanzkrise kurz- und auch längerfristig jeweils nur eine Richtung: Kurse nach oben, Zinsen und Spreads runter. Betrachtet man für 2017 die Kursverläufe der Aktien- und Bondmärkte, bestätigt sich der Eindruck.

Es war ein historisch ruhiges Börsenjahr: rekordniedrige Volatilitäten, immer engere Spreads und keine großen Korrekturen. Doch diese Ruhe an der Oberfläche spiegelt nicht unbedingt die sich weiter aufbauenden Verzerrungen und Spannungen an den Märkten wider, ganz besonders für Unternehmensanleihen. Die kurzen, aber starken Kurseinbrüche Anfang Februar könnten demnach nur ein Vorgeschmack auf viel größeres Ungemach gewesen sein.

Spreads von US-Hochzinsanleihen



Spreads von Euro-Hochzinsanleihen



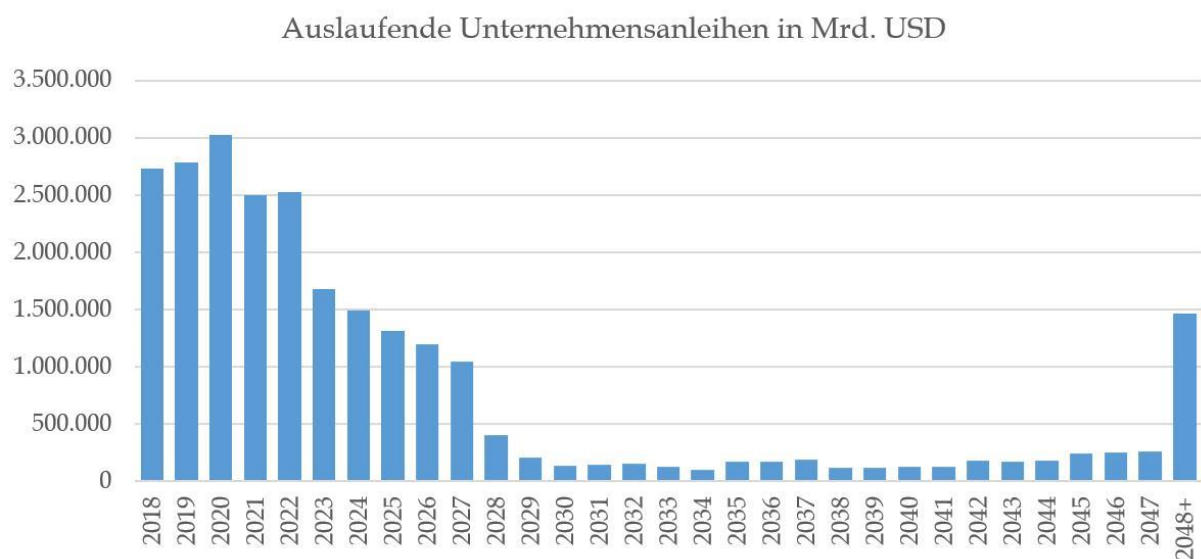
Quelle: Bloomberg

Von Unternehmensanleihen geht die Gefahr aus

Es besteht nun die Gefahr, dass dieses perfekte Umfeld – an das sich die Marktteilnehmer nunmehr seit zehn Jahren gewöhnt haben – ein jähes Ende findet. Insgesamt hat sich weltweit ein Schuldenberg von insgesamt 25,3 Billionen US-Dollar an Unternehmensanleihen aufgebaut. Davon werden bis 2021 rund 11 Billionen fällig. Diese Anleihen müssen zum größten Teil refinanziert werden.

Der Markt für Unternehmensanleihen ist in den USA – gefiltert nach Domizil – naturgegeben am größten: 6,5 Billionen US-Dollar Investment-Grade-Anleihen und 1,5 Billionen US-Dollar High-Yield-Anleihen stehen aus. In Europa sind es 5,1 Billionen Investment-Grade-Anleihen und 1,1 Billionen High-Yield-Anleihen. Hinzu kommen noch weitere 1,5 Billionen US-Dollar Anleihen ohne Rating. Es sind also etwa 43 Prozent des Gesamtmarktes, alle Währungen und Länder, in den nächsten Jahren zu refinanzieren. Das ist eine Menge.

Warum ist das so viel auf einmal? In der Finanzkrise kam es zu einem Schock für Unternehmenslenker. Weder Märkte noch Banken wollten Unternehmen Geld leihen. Unternehmen wie Daimler mussten Rekordzinsen bezahlen, um zu überleben. So zahlte etwa Daimler Chrysler 2009 für Anleihen 9 Prozent mit einer Laufzeit von drei Jahren – heute sind es 0,2 Prozent für 3,5 Jahre. Regierungen und Notenbanken griffen massiv ein und der Markt überwand seinen Schockzustand.



Quelle: Bloomberg

Auch für uns waren Unternehmensanleihen direkt nach der Finanzkrise das bevorzugte Instrument: Bei Aktien war schwer abschätzbar, wie sehr Kurse und Margen noch fallen konnten. Die Konkursgefahr war bei vielen Unternehmensanleihen zu diesem Zeitpunkt hingegen gering. Gleichzeitig waren Unternehmensanleihen extrem niedrig bewertet: Zinsen extrem hoch und Kurse extrem niedrig.

Nach diesem Schock haben Unternehmen das sich darauffolgend aufhellende Finanzierungsumfeld genutzt, sich so hoch und so lange wie möglich zu verschulden. In den USA vor allem, um Aktien zurückzukaufen. Je niedriger das Zinsniveau wurde, desto einfacher die Entscheidung, so viel Geld wie möglich aufzunehmen. Die Zinslast und damit die Belastung für Margen wurden immer geringer.

Jagd nach Rendite vernebelt den Blick

Vor diesem Hintergrund sind Unternehmensanleihen nicht nur die größte absehbare Gefahr für Märkte, sondern auch ein gutes Beispiel für den Gesamtzustand der Finanzmärkte. Das bislang extremste Niedrigzinsumfeld und die Jagd nach Rendite bei wenig Alternativen überdeckt so manches Risiko.

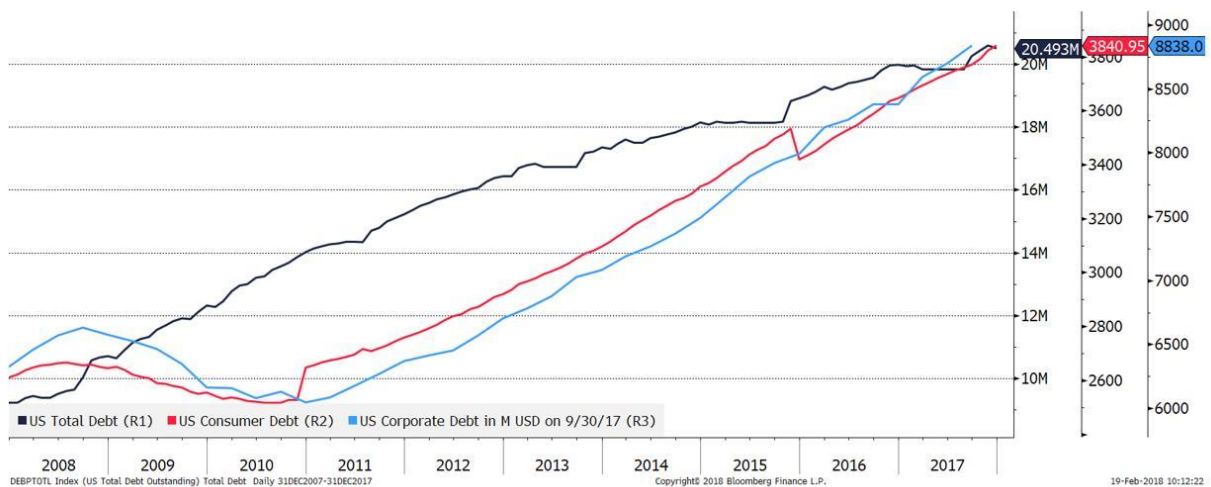
Unternehmensanleihen besserer Bonität sind in diesem Umfeld für Viele zu den neuen risikolosen Anlagen geworden. Diese Einstellung der meisten Investoren sagt recht viel über den Marktzustand und die Reife des Zyklus.

Mehr und mehr Anleger werden in Asset-Klassen getrieben, in denen sie wenig Erfahrung haben – vor allem in Krisenzeiten. Dazu gibt es auch immer mehr passive Investoren, generell und leider auch in kleineren und illiquideren Märkten. Das gilt auch für Unternehmensanleihen. Beim Einstieg waren es in der Regeln Anleihen mit bester Bonität. Dann gingen die Spreads und Zinsen weiter runter.

Bis dahin war alles gutgegangen, sodass dann auch Anleihen mit nicht ganz so guter Bonität in Frage kamen. Und so drehte sich die Spirale weiter.

Aktuell sind die Risikowahrnehmung und vor allem die -entlohnung sehr verzerrt: Natürlich sind in diesem Umfeld – Finanzierungen stehen, Zinsen sind niedrig – Konkursquoten niedrig. Die Durationen von Anleiheindizes und damit das Zinsänderungsrisiko steigen kontinuierlich ohne Konsequenzen.

Verschuldung der US-Gesellschaft



Quelle: Bloomberg

Die Europäische Zentralbank kauft seit einigen Jahren Unternehmensanleihen in großem Umfang. Betrachtet man Volatilitäten – zwar gerade für Unternehmensanleihen kein gutes Risikomaß – relativ zu Renditen, geben diese gute Rendite-Risiko-Relationen an. Der Optimismus an den Märkten steigt und die Angst vor größeren Marktkorrekturen lässt weiter nach.

Die Art des Handelns nach dem Motto „Buying the dips“ wird weiter bestätigt und sogar bestärkt: Marktrücksetzer und Spread-Ausweitungen bleiben limitiert. Wohlgefälligkeit und Nachlässigkeit breiten sich aus. Eine Korrektur wurde oft vorhergesagt, kam aber immer noch nicht. So lange die Finanzierungen laufen, kann nicht viel passieren. Erst bei größeren Refinanzierungswellen kann es eng werden und eine solche steht nun eben an.

Im historischen Vergleich und vielerorts auch in der Gegenüberstellung zu Aktien sind Unternehmensanleihen außerdem größtenteils überbewertet. Zinsen und Spreads gehen immer weiter runter, während die Verschuldungen vieler Unternehmen steigen. Das Kleingedruckte in den Anleihebedingungen, sogenannte Covenants, wird schlechter und Laufzeiten werden tendenziell länger.

Während Aktien am weiterhin günstigen ökonomischen Umfeld und natürlich auch von der US-Steuerreform sowie Deregulierung voll partizipieren können, ist die Luft nach oben – auch rein rechnerisch – für Unternehmensanleihen nunmehr recht begrenzt.

Schwieriger Prüfstein

Warum denken wir aber, dass die nun anstehende Refinanzierungswelle ein Risiko darstellt? Wieso soll die immense Nachfrage das Angebot nicht decken, nachdem es in den vergangenen Jahren so gut geklappt hat? Warum rollen derzeitige Gläubiger ihr Exposure nicht einfach?

Zum einen ist das nun zu finanzierende Volumen immens. Zum anderen ist das Umfeld ein anderes: Zinsen und Credit-Spreads sind mittlerweile insgesamt sehr niedrig und die Verschuldung von Staaten und Unternehmen hoch. In dieser Situation sind Kreditmärkte extrem empfindlich – auch kleine Änderungen der Anleiherenditen können große Effekte haben. Refinanzierungsschwierigkeiten und damit einer Zunahme von Konkursen sind die mögliche Folge. Wichtig wird in diesem Fall auch sein, inwiefern Banken mögliche Finanzierungslücken dieses Mal bereit sind zu decken.

Dazu sehen wir, wie steigende ETF-Volumen zusätzlich das Bild verzerren und Liquiditätsrisiken steigen lassen sowie der mögliche Rückzug der EZB. Viele Banken haben sich außerdem oft, aufgrund neuer Regulationen, als Market Maker für Unternehmensanleihen zurückgezogen. Sie stellen also weniger Liquidität zur

Verfügung. Es ist bei nachhaltig fallenden Kursen daher keinesfalls sicher, ob und wenn zu welchen Konditionen man verkaufen kann.

Große Ansteckungsgefahr

Wieso ist das auch für andere Märkte und allen voran die Aktienmärkte relevant? Die Finanzmärkte sind in vielen Bereichen gegenwärtig aus denselben Gründen sehr anfällig. Überdies sind alle Finanzmärkte miteinander verbunden. Bei Unternehmen würde dazu nicht nur das Konkursrisiko steigen. Höhere Zinsen würden Margen nachhaltig belasten.

Bleiben wir beim Beispiel Daimler: die Zinslast von heute rund 550 Millionen Euro pro Jahr würde bei 3 Prozent höheren Zinsen um rund das 6-fache steigen und die Gewinnmarge von 5,6 auf 3,7 Prozent drücken. Das ist natürlich ein sehr vereinfachtes Beispiel. Es zeigt aber wie sehr das Niedrigzinsumfeld Profitmargen beeinflusst. Zudem würden Aktienrückkaufprogramme nachhaltig gekürzt.

Das alles zusammen ist ein sehr gefährlicher Cocktail. Wenn es gut geht, haben wir von dieser Front erst einmal wieder eine Weile Ruhe. Dafür spricht, dass in diesem Reifestadium des Zyklus kurz- und mittelfristig weiter das Marktsentiment und nicht die Fundamentaldaten ausschlaggebend sind. Es kann noch lange gut gehen. Aber eben nicht ewig und die anstehende Refinanzierungswelle ist ein schwieriger Prüfstein.