

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig, Chief Investment Officer ODDO BHF SE



19. Januar 2024

ANLEIHEN: INVESTITIONSPROZESS UND PORTFOLIOSTEUERUNG

Anleihen sind für Anleger wieder deutlich attraktiver geworden. Denn angesichts der Normalisierung des Zinsumfelds lassen sich im „Fixed Income“-Segment wieder ansprechende Renditen erwirtschaften: Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit beispielsweise bieten derzeit eine Rendite von etwa 2,3 Prozent. Bei Unternehmensanleihen guter Bonität sind es, gemessen am ICE BofA Euro Corporate Index, noch einmal fast 150 Basispunkte mehr – also rund 3,8 Prozent. Zugleich dürften Anleihen nach der jüngsten Phase hoher positiver Korrelation zwischen den Kursveränderungen am Anleihe- und am Aktienmarkt künftig wieder besser geeignet sein, ihre traditionelle Funktion als risikodämpfendes Element innerhalb eines Portfolios zu übernehmen. Einiges spricht deshalb dafür, dass Anleihen in den kommenden Jahren wieder eine gewichtigere Rolle in der Vermögensplanung spielen werden.

Anleihen gelten vielfach als langweilig („boring bonds“). Wer allerdings die Kursbewegungen von Anleihen über die letzten beiden Jahre verfolgt hat, kommt vermutlich rasch zu einem anderen Schluss. Anleihen sachgerecht auszuwählen und ein Anleiheportfolio zu steuern und zu überwachen ist keineswegs trivial. Wie also geht der ODDO BHF Trust vor?

Beginnen wir bei der Selektion. Nur wenige Anleihen halten unseren strengen Kriterien stand. Auf der ersten Ebene prüfen wir vier Aspekte: (1) Qualität, (2) Handelbarkeit, (3) Nachhaltigkeit, und (4) Bewertung. Als langfristig orientierte Investoren konzentrieren wir uns auf Anleihen mit guter Kreditqualität („Bonität“). Unser Schwerpunkt liegt bei Anleihen mit einem Investment Grade Rating. Darüber hinaus sollten die Papiere hinreichend liquide sein, also jederzeit ohne wesentliche Abschläge bei der Bewertung handelbar sein. Sehr kleine Emissionen oder Emissionen, die vor allem bei Kleinanlegern platziert wurden, sind in der Regel weniger gut geeignet. Im Hinblick auf Nachhaltigkeit müssen die Anleiheemittenten unsere ESG-Kriterien erfüllen. Bei der Bewertung schauen wir auf das Rendite-Risiko-Verhältnis, und prüfen insbesondere die angemessene Kompensation der eingegangenen Kreditrisiken.

Bei der Steuerung eines Rentenportfolios verfügen Anleger über drei wichtige Stellschrauben. Da ist zunächst die Entscheidung über die Laufzeit respektive die Duration des Portfolios. Zudem ist die Kreditqualität zu beachten. Und schließlich spielt die Auswahl der Währungen eine wesentliche Rolle.

Fangen wir mit der Währung an. Währungsprognosen sind notorisch unsicher und damit keine gute Basis für längerfristige Anlageentscheidungen. Zudem können Währungsrisiken das Gesamtrisiko eines Anleiheportfolios erhöhen. Vordiesem Hintergrund haben wir bei Anleihen einen klaren „Home Bias“ – wir konzentrieren uns auf unsere Heimatwährung, den Euro. Situationsabhängig und eng begrenzt können auch Fremdwährungsanleihen, beispielsweise in Norwegischen Kronen oder US-Dollar, beigemischt werden, sofern sich diese Währungsräume durch ein höheres Zinsniveau auszeichnen.

Im Hinblick auf die Kreditqualität liegt unser Anlageschwerpunkt bei qualitätsmäßig hochwertigen Unternehmensanleihen. Diese Präferenz ist vor allem den Rendite-Risiko-Abwägungen geschuldet. Mit Staatspapieren wie Bundesanleihen oder anderen staatsnahen Titeln könnte man zweifellos einen höheren Grad an Sicherheit erreichen, doch zulasten der Rendite. Bundesanleihen weisen eine niedrigere Rendite aber eine hohe Liquidität auf. In der Regel investieren wir in qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen, die für ein Mehr an Risiko eine entsprechende hohe Rendite erwarten lassen. In speziellen Situationen investieren wir in Staatsanleihen oder Pfandbriefe. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn wir eine signifikante Veränderung der Kreditrisiken erwarten.

Die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen erscheinen uns derzeit attraktiv. Die Renditedifferenz zwischen Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporates Index) und Bundesanleihen vergleichbarer Laufzeit liegen mit rund 140 Basispunkten noch immer merklich über dem langfristigen Durchschnitt der vergangenen 10 Jahre von gut 120 Basispunkten (siehe Abbildung 1). Das mag man mit konjunkturellen Unsicherheiten begründen. Die effektiven Ausfallrisiken erscheinen uns jedoch – lässt man offensichtliche Risiken wie im Immobiliensektor einmal außen vor – moderat. Tatsächlich haben Ausfälle von Anleihen im Investment Grade-Segment echten Seltenheitswert. Das Risiko ist eher, dass Anleihen ins spekulative Segment („High Yield“) abgleiten.

Renditedifferenz zwischen Euro-Unternehmensanleihen und Bundesanleihen (Bund)



Quelle: Refinitiv Datastream; Zeitraum: 01.01.2014-17.01.2024; Die Darstellung verwendet den options-adjustierten Spread für den ICE BofA EUR Corporate Bond Index.

Einen guten Anhaltspunkt für die Entwicklung der Kreditrisiken bieten nach unserer Erfahrung die Schätzungen der Ausfallwahrscheinlichkeiten im High Yield (HY)-Bereich, wie sie beispielsweise von der Ratingagentur Moody's veröffentlicht werden. Die aktuellen Schätzungen für den europäischen HY-Markt zeigen trotz der Wachstumsschwäche einen nur sehr sanften Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeiten von 2,8 Prozent im November 2023 auf 3,4 Prozent im November 2024. Die finanzielle Konstitution der Unternehmen erscheint also derzeit robust.

Schauen wir schließlich auch auf die Laufzeit bzw. Duration. Die Duration ist ein Maß für die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer und zugleich ein Maß für die Sensitivität des Kurses einer Anleihe gegenüber Veränderungen der Rendite. In der Phase der Zinssteigerungen 2022/23 hatten wir die Kasseposition erhöht und die Duration im Vergleich zur neutralen Duration vermindert, um die Kursverluste bei den Anleihen zu begrenzen. Als sich im Laufe des Jahres 2023 ein Ende der Leitzinserhöhungen abzeichnete und die Renditen ihrem zyklischen Höhepunkt nahe schienen, haben wir die Duration der Portfolios schrittweise angehoben. Dazu mussten wir vor allem Anleihen mit langen Laufzeiten ergänzen. Aktuell liegt die durchschnittliche Duration der Anleiheportfolios in den Vermögensverwaltungsmandaten bei rund 4,4 Jahren, zwei Jahre länger als Ende des Jahres 2022.

Das aktuelle Niveau kann annähernd als neutral gelten. Grundsätzlich neigen wir derzeit dazu, die Duration im Laufe des Jahres noch etwas weiter zu erhöhen. Damit hoffen wir, von möglichen Leitzinssenkungen später im Jahr profitieren zu können.

Jan Viebig

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2024, Herausgeber: ODDO BHF SE, Gallusanlage 8, 60329 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.