

# Investment Grade-Credits: Unterstützt durch Euro-Anleihen

- Fundamentale Rahmenbedingungen stützen Kreditrisiken
- Anhaltend hohe Nachfrage durch Käufe der Notenbanken
- Primärmarkt bleibt hinter den Vorjahren zurück
- Renditeaufschläge auf rekordniedrigen Niveaus, Flashcrash kaum mit Auswirkungen
- Credits bleiben unterstützt, aktives Management aber unerlässlich
- Verbriefungen als mögliche Anlagealternative

## Anhaltend robustes Konjunkturmomentum im Euroraum

Das gute weltwirtschaftliche Umfeld hat sich zuletzt nochmals in nahezu allen Regionen verbessert. Besonders im Euroraum hat die Dynamik im Verlauf des vergangenen Jahres beachtlich zugelegt. Union Investment rechnet für das Jahr 2018 mit einem Wirtschaftswachstum von 2,4 Prozent. Der Aufschwung fußt auf einem breitem Fundament: Frankreich, Spanien und auch Italien sind wieder auf den Wachstumskurs eingeschwenkt. Unter dem Strich steht die Eurozone so gut da wie lange nicht.

Das spiegelt sich auch in den Ergebnissen der Unternehmen wider: Die Berichtssaison zum vierten Quartal 2017 ist für die Konzerne im Euroraum gut verlaufen. Der Anteil der Firmen, die die Erwartungen hinsichtlich der Umsätze geschlagen haben, lag im vierten Quartal bei 60 Prozent (historischer Durchschnitt: 55 Prozent), im Hinblick auf die Gewinne lag die Beat-Ratio bei 59 Prozent (55 Prozent). Unverändert positive Rahmenbedingungen vorausgesetzt, dürften die Unternehmen ihre Gewinne im laufenden Jahr um rund neun Prozent steigern. Im Einzelfall könnte die anhaltende Welle an Fusionen und Übernahmen belasten. Die Zinsen sind trotz leichtem Renditeanstieg im historischen Vergleich nach wie vor niedrig, das hält das M&A-Fenster offen.

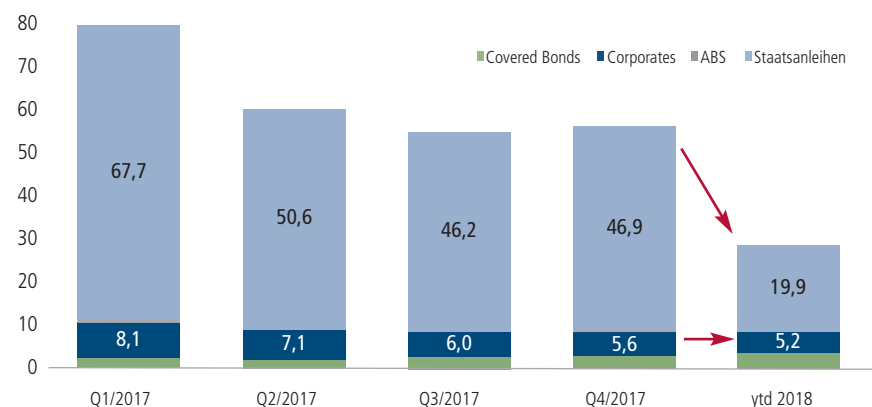
## Nachfrage durch Europäische Zentralbank bleibt vorerst hoch

Unterstützend wirken auch die Anleihekäufe durch die Europäische Zentralbank (EZB). Zwar hat die Notenbank das monatliche Ankaufvolumen zum Jahreswechsel auf 30 Milliarden Euro reduziert. Relativ betrachtet drosselt die Notenbank aber nicht überall gleich. Bis Februar 2018 wurden knapp 60 Prozent weniger Staatspapiere aufgekauft als im Monatsdurchschnitt des vierten Quartals 2017 (siehe Grafik). Im Bereich der Unternehmenspapiere lag die Drosselung bei lediglich fünf Prozent. Überdies werden die fälligen Anleihen im Bestand reinvestiert.

Auch ausländische Investoren – vor allem aus Asien – wenden sich verstärkt dem Euro-Markt zu. Durch die steigenden Renditen in den USA und die sich in diesem Zug immer stärker ausweitende Zinsdifferenz steigen die Hedging-Kosten für ausländische Investoren. In der aktuellen Situation übersteigen die Kosten der Absicherung sogar die Mehrrendite, die Anleger angesichts des jüngsten Renditeanstiegs erzielen können. Für ausländische Investoren ist es deshalb relativ günstiger geworden, in Euro-Corporates zu investieren. Hinzu kommt eine eher schleppende Aktivität am Primärmarkt, auch wenn ein Überangebot neuer Papiere die Märkte Mitte März vorübergehend belastete.

## EZB reduziert vor allem Staatsanleihekäufe

Veränderung der Anleihebestände  
Monatliche Durchschnittswerte in Milliarden Euro



Quelle: Union Investment, Bloomberg, Stand: 2. März 2018.

## Risikoaufläge auf sehr niedrigem Niveau, Flashcrash kaum mit Auswirkungen

Im Ergebnis bewegen sich die Risikoprämien von Euro-Unternehmensanleihen (Asset Swap Spreads) trotz kurzzeitigem Anstieg auf extrem niedrigem Niveau (siehe Grafik). Gemessen am Benchmarkindex (ICE BofA Merrill Lynch Euro Corporate-Index, ER00) liegen die Spreads mit aktuell 45 Basispunkten nahe des historisch niedrigen Niveaus aus dem Jahr 2007 (24 Basispunkte). Allerdings sind die Marktphasen kaum miteinander vergleichbar: Die Duration des Index hat sich in den vergangenen Jahren um rund zwölf Monate verkürzt, zudem haben sich die Kreditrisiken etwas verschlechtert.

Die Marktverwerfungen Anfang Februar haben zwar auch am Corporates-Markt für einen vorübergehenden Anstieg der Volatilität gesorgt. Allerdings konnten die Kurse dem Umfeld steigender Renditen vergleichsweise gut standhalten – die Risikoprämien engten sich in der folgenden, von Beruhigung geprägten Phase sofort wieder ein. Seit Jahresbeginn tendieren die Asset Swap Spreads von Senior-Anleihen in Summe seitwärts. Eine Underperformance war indes am synthetischen Markt zu beobachten. Gemessen am iTraxx Main-Index stiegen die Risikoprämien im Februar um zehn Basispunkte. Angesichts des sprunghaften Anstiegs der Volatilität ist es allerdings nicht ungewöhnlich, dass sich Renteninvestoren zunächst über die deutlich liquideren Derivateinstrumente und weniger über eine Adjustierung ihrer Anleihebestände positionieren. Die Volatilität fand ihren Niederschlag auch in denjenigen Marktsegmenten, in denen die EZB nicht als Käufer auftritt. Vor allem bei Finanzanleihen (plus 9 Basispunkte), Nachrangpapieren (plus 32 Basispunkte) und Hochzinsanleihen (plus 41 Basispunkte) weiteten sich die Spreads ausgehend vom Tiefpunkt Ende Januar im Monatsverlauf spürbar aus. Gegen Mitte März kam auch am Markt für Investment-

## Asset Swap Spreads auf rekordniedrigem Niveau

Entwicklung der Risikoaufläge von Investment-Grade-Unternehmensanleihen der Eurozone in Basispunkten



Quelle: Union Investment, Thomson Reuters Datastream, Stand: 20. März 2018.

Grade-Papiere angesichts eines etwas höheren Angebots neuer Anleihen etwas Spannung auf. Die wieder attraktiveren Neuemissionsprämie und das insgesamt bessere Bewertungsniveau führten aber schnell wieder zu einer Stabilisierung.

### Credits vorerst unterstützt, aktives Management aber unerlässlich

Aus fundamentaler Sicht bleibt das Umfeld stabil, die makroökonomische Lage mit begrenzter Inflation wirkt unterstützend für Kreditrisiken. Auch die robuste Verfassung des europäischen Unternehmenssektors verleiht Rückenwind, wengleich Fusionen und Übernahmen sowie eine aktionärsfreundliche Unternehmenspolitik im Einzelfall auch weiterhin belasten können.

Der von den Aktienmärkten ausgehende Anstieg der Risikoaversion Anfang Februar hat bei Renteninvestoren für höhere Wachstumsamkeit gesorgt. Politische (Regierungsbildung in Italien, möglicher Handelskrieg) und geldpolitische Risiken (Anpassung der Forward Guidance durch EZB und Fed) stehen nun wieder stärker im Fokus der Anleger. Zwar hat sich die Lage in den vergangenen Wochen wieder beruhigt, allerdings ist es aus unserer Sicht unwahr-

scheinlich, dass die Rendite von Unternehmensanleihen erneut die alten Tiefststände erreichen wird. Da das robuste Konjunkturfeld und die anhaltenden Anleihekäufe der EZB weiter stützen, rechnen wir gleichzeitig auch nicht mit einem starken Abverkauf. Erst mit einem deutlich restriktiveren Kurs der Europäischen Zentralbank (Beendigung Anleihekäufe, Avisierung erster Zinserhöhungen) und einer drastischen Eintrübung des Konjunkturbilds könnten Euro-Unternehmensanleihen unter stärkeren Abgabedruck geraten. Vorerst schätzen wir die Attraktivität von Unternehmensanleihen als nach wie vor gegeben ein und gehen von einer seitwärts gerichteten Entwicklung der Risikoprämien aus.

Als aktiv agierender Asset Manager mit einem fundamentalen Selektionsprozess sind wir im aktuellen Marktumfeld im Vorteil. So sind wir in der Lage, am Markt entstehende Verwerfungen, gezielt für uns zu nutzen. Das gilt auch für die Kaufprogramme der Europäischen Zentralbank, die beispielsweise auf bestimmte Anleihe-segmente und Bonitätseinstufungen begrenzt sind. Für uns als aktiver Investor ergeben sich hieraus zahlreiche Arbitragemöglichkeiten. Wir investieren ausschließlich in solvente Unternehmen mit einem überzeugenden Geschäftsmodell und einer gesun-

den Verschuldungsquote. Unsere bottom-up gesteuerten Research- und Analyseprozesse ermöglichen es uns, potenzielle M&A-Aktivitäten oder Zahlungsschwierigkeiten frühzeitig zu erkennen und darauf zu reagieren. Das aktive Management von Unternehmensanleihen zählt zu unseren Kernkompetenzen: Bereits seit dem Jahr 2000 verwalten wir erfolgreich Unternehmensanleiheportfolios – aktuell mit einem Volumen von 58 Milliarden Euro.

### Verbriefungen als Anlagealternative

Unter Berücksichtigung des individuellen Risiko-Rendite-Profiles können Kreditverbriefungen eine attraktive Anlagealternative zu entsprechenden Unternehmenspapieren darstellen. Innerhalb dieser Asset-Klasse fallen nur Asset-Backed Securities (ABS) und Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) unter das Ankaufprogramm der EZB. Das Volumen ist jedoch sehr gering: Seit dem Beginn der Käufe im Jahr 2014 hat die Notenbank lediglich drei Prozent des ankauffähigen Marktvolumens auf die Bücher genom-

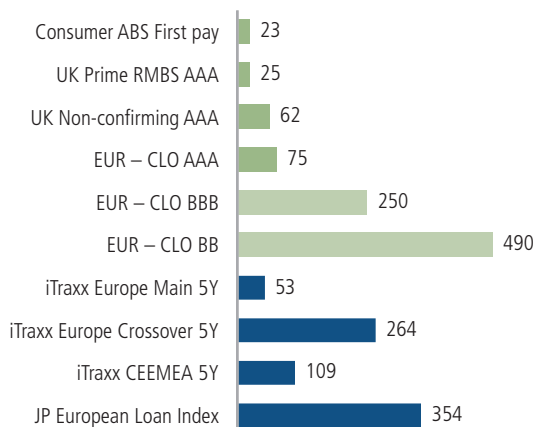
men. Eine Einstellung des Ankaufprogramms hätte daher nur begrenzten Einfluss auf diesen Markt. Collateralized Loan Obligations (CLO) werden gar nicht von der EZB angekauft und sind deshalb von besonderem Interesse.

Wir bleiben für diesen Teilmarkt für die nächsten Monate konstruktiv gestimmt. Angesichts des positiven konjunkturellen Ausblicks für die Eurozone sollten die Ausfallraten der Unternehmen vorerst niedrig bleiben. Einzelne Ausfälle im Kreditportfolio sind zwar nicht auszuschließen, sollten aufgrund des zugrundeliegenden Pools an erstrangig besicherten Papieren aber gut verkraftbar sein. BB- und B-geratete Tranchen verfügen zudem über einen Verlustpuffer, der eine ganze Reihe von Kreditausfällen abfedert, bevor die Tranche selbst Verluste aufweist. Gemessen am S&P European Leveraged Loan-Index (ELLI) ist die Ausfallrate europäischer CLOs zuletzt auf bis zu 1,1 Prozent zurückgegangen – das niedrigste Niveau seit dem Beginn der Datenerhebung im Jahr 2008. Auch das solide technische Bild für Verbriefungen ist weiterhin intakt: Der

Spreadverlauf der CLOs hat sich in den letzten Jahren deutlich von der Entwicklung des iTraxx Crossover-Index entkoppelt. Aktuell befinden sich die Spreads der BB-CLO-Tranchen etwa wieder auf dem Niveau von 2014, jedoch noch ein gutes Stück entfernt von den tiefen Ständen des Jahres 2007. Die mit einem BB-Rating versehenen Papiere verfügen gegenüber Investment Grade-CLOs über einen deutlichen Risikoaufschlag, der nicht alleine durch das höhere Ausfallrisiko gerechtfertigt ist (siehe Grafik). Aufgrund dieser Marktsegmentierungsprämie stehen diese Papiere derzeit besonders im Investorenfokus. Nach dem Spreadrücksetzer im Februar erwarten wir in den kommenden Monaten eine Stabilisierung beziehungsweise leichte Erholung der Risikoaufschläge. Ein Zinsanstieg würde der Entwicklung der Papiere nicht entgegenstehen: Da Verbriefungen fast immer variabel verzinst werden, würde ein Anstieg des Zinsniveaus die Performance sogar positiv beeinflussen.

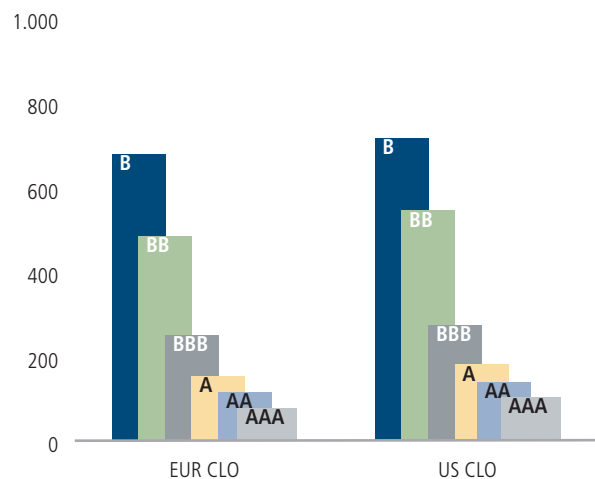
### Verbriefungen als Anlagealternative

Hohe relative Attraktivität  
Risikoaufschlag in Basispunkten



Quelle: JP Morgan; Stand: 28. Februar 2018.

Risiken überschätzt  
Risikoaufschläge in Basispunkten über 3 M LIBOR/EURIBOR



## Disclaimer Deutschland/Österreich/Italien/Schweiz

### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden vorgesehen. Alle Informationen in diesem Dokument stammen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen, die für zuverlässig gehalten werden. Für deren Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit steht der Verfasser nicht ein. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Ausführliche produktspezifische Informationen, insbesondere zu den Anlagezielen, den Anlagegrundsätzen/der Anlagestrategie, dem Risikoprofil der Fonds sowie den Chancen und Risiken entnehmen Sie bitte dem aktuellen Verkaufsprospekt, den Anlagebedingungen sowie den Jahres- und Halbjahresberichten, die Sie kostenlos in deutscher Sprache über Union Investment Institutional GmbH erhalten. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Erwerb. Angaben zur Wertentwicklung von Fonds sowie die Einstufung in Risikoklassen/Farbsystematik von Fonds und anderen Produkten von Union Investment basieren auf den Nettowertentwicklungen und/oder der Volatilität in der Vergangenheit. Damit wird keine Aussage über eine zukünftige Wertentwicklung getroffen. Die Inhalte dieser Marketingmitteilung stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch die Bank noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Dieses Dokument wurde von der Union Investment Institutional GmbH mit Sorgfalt erstellt, dennoch übernimmt Union Investment keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit. Union Investment übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieses Dokuments oder seiner Inhalte entstehen.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen:  
**26. März 2018**, soweit nicht anders angegeben.

### Ihre Kontaktmöglichkeiten

Union Investment Institutional GmbH  
Weißfrauenstraße 7  
60311 Frankfurt am Main  
Deutschland  
Telefon +49 69 2567-7652  
www.institutional.union-investment.de

### Für professionelle Kunden in Österreich, Italien und der Schweiz gelten folgende zusätzliche Hinweise:

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie die nachstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich: Dies ist eine Marketingmitteilung. Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden vorgesehen. Es stellt keine Handlungsempfehlung zum Kauf oder Empfehlung eines Wertpapiers und keine Anlageberatung dar und ersetzt nicht die individuelle Anlageberatung durch eine Bank oder einen anderen geeigneten Berater sowie fachkundigen steuerlichen oder rechtlichen Rat. Die Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der eigenen Einschätzung und sind beschränkt auf den Sachstand zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokumentes. Dies gilt insbesondere auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann. Dieses Dokument wurde von Union Investment Austria GmbH, Wien, und Union Investment Institutional GmbH, Frankfurt, mit angemessener Sorgfalt und nach bestem Wissen erstellt. Dennoch wurden die von Dritten stammenden Informationen nicht vollständig überprüft. Union Investment übernimmt keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments. Alle Index- bzw. Produktbezeichnungen anderer als der zur Union Investment Gruppe gehörigen Unternehmen können urheber- und markenrechtlich geschützte Produkte und Marken dieser Unternehmen sein. Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und ist allein zur internen Verwendung gedacht. Es darf daher weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verändert oder zusammengefasst, an andere Personen weiterverteilt, sowie anderen Personen in sonstiger Weise zugänglich gemacht oder veröffentlicht werden. Es wird keinerlei Haftung für Nachteile, die direkt oder indirekt aus der Verteilung, der Verwendung oder Veränderung und Zusammenfassung dieses Dokuments oder seines Inhalts entstehen, übernommen. Soweit auf Fondsanteile oder andere Wertpapiere Bezug genommen wird, kann hierin eine Analyse i.S.d. Verordnung (EU) Nr. 565/2017 liegen. Sofern dieses Dokument entgegen den vorgenannten Bestimmungen einem Personenkreis, für den es nicht bestimmt ist, zugänglich gemacht wird, in sonstiger

Weise weiterverteilt, veröffentlicht bzw. verändert oder zusammengefasst wird, kann der Verwender dieses Dokumentes den Vorschriften der Verordnung (EU) Nr. 565/2017 und den hierzu ergangenen besonderen Bestimmungen der Aufsichtsbehörde (insbesondere der Finanzanalyseverordnung) unterliegen. Angaben zur Wertentwicklung von Fonds von Union Investment basieren auf den Wertentwicklungen und/oder der Volatilität in der Vergangenheit. Damit wird keine Aussage über eine zukünftige Wertentwicklung getroffen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Der Wert der Fondsanteile und die Höhe der Ausschüttungen können sowohl sinken als auch steigen und müssen nicht mehr den Wert des ursprünglich investierten Kapitals erreichen. Die Angaben zur Wertentwicklung beruhen auf der Nettowertentwicklung. Charts und Kennzahlen basieren auf Nettokursen ohne Berücksichtigung von individuellen Spesen und etwaiger Steuern; diese können die Performance reduzieren. Ausführliche produktspezifische Informationen und Hinweise zu Chancen und Risiken der in diesem Dokument genannten Fonds entnehmen Sie bitte dem aktuellen Verkaufsprospekt, den Vertragsbedingungen, wesentlichen Anlegerinformationen sowie den Jahres- und Halbjahresberichten, die Sie kostenlos unter [www.union-investment.at](http://www.union-investment.at) und [www.union-investment.com](http://www.union-investment.com) erhalten.

Anleger in Österreich erhalten diese Dokumente kostenlos auch bei der Zahl- und Vertriebsstelle Volksbank Wien AG, Kolingasse 14 -16 in 1090 Wien. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Kauf des jeweiligen Fonds von Union Investment.

### Ihre Kontaktmöglichkeiten in Österreich

Union Investment Austria GmbH  
Schottenring 16  
A-1010 Wien

Weitere Kontaktadresse für Anleger in Österreich  
Zahl- und Vertriebsstelle in Österreich:  
Volksbank Wien AG  
Kolingasse 14 -16  
1090 Wien  
Österreich

### Anleger in der Schweiz erhalten diese Dokumente kostenlos auch beim Vertreter und bei der Zahlstelle.

Vertreter in der Schweiz ist IPConcept (Schweiz) AG,  
In Gassen 6, Postfach 8022 Zürich, Schweiz. Zahlstelle in der Schweiz ist DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, 8022 Zürich, Schweiz. Gerichtsstand ist Zürich.

### Kontaktmöglichkeiten für Anleger in der Schweiz

Union Investment Institutional GmbH  
Weißfrauenstraße 7  
60311 Frankfurt am Main  
Deutschland  
Telefon +49 69 2567-7652

### Weitere Kontaktadressen für Anleger in der Schweiz

Vertreter in der Schweiz:  
IPConcept (Schweiz) AG  
In Gassen 6  
Postfach  
8022 Zürich  
Schweiz

### Zahlstelle in der Schweiz:

DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG  
Münsterhof 12  
Postfach  
8022 Zürich  
Schweiz

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen:  
**26. März 2018**, soweit nicht anders angegeben.