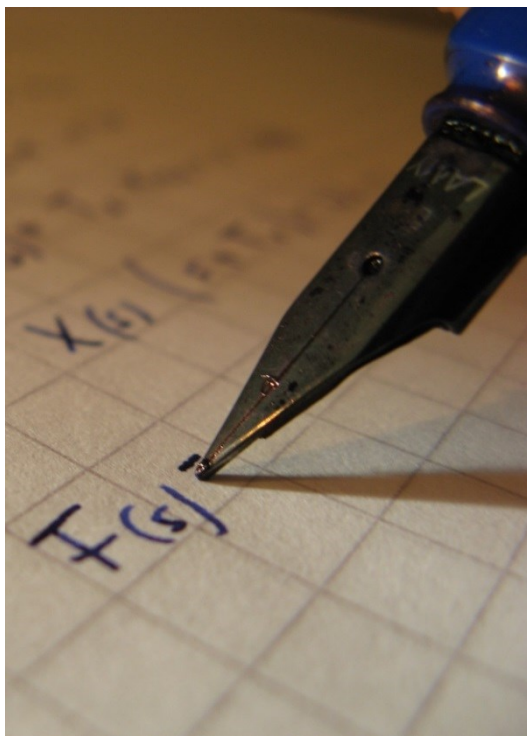


ANLEIHENSTUDIE 2018



Working Paper

Dr. Josef Obergantschnig

Martin Seitingner, MSc

Mag. Kevin Windisch, MSc

Graz, 31. Mai 2018

Inhaltsverzeichnis

1. Einführung.....	7
2. Übersicht Gesamtuniversum	9
2.1. Globale Ertragserwartungen (EE)	15
2.2. Globale Spreads	18
3. Regionen.....	21
3.1. Bonität	23
3.2. Spreads	25
3.3. Ertragserwartung	27
4. Sektoren.....	30
4.1. Bonität	32
4.2. Spreads	33
4.3. Ertragserwartung	34
5. Anleihen-Typen	35
5.1. Staaten	35
5.1.1. Bonität.....	35
5.1.2. Spreads.....	36
5.1.3. Ertragserwartung.....	37
5.1.4. Regionale Staaten und Kommunen.....	38
5.1.4.1. Bonität	38
5.1.4.2. Spreads	39
5.1.4.3. Ertragserwartung	41
5.2. Agencies, int. öff. rechtl. und sonstige supranationale Organisationen.....	42
5.2.1. Bonität.....	42
5.2.2. Spreads.....	43
5.2.3. Ertragserwartung.....	45
5.3. Corporates & Financials.....	47
5.3.1. Bonität.....	47

5.3.2.	Spreads.....	48
5.3.3.	Ertragserwartung.....	53
5.3.4.	Covered Bonds und staatsnahe Titel.....	56
5.3.4.1.	Spreads	57
5.3.4.2.	Ertragserwartung	60
6.	Strategien.....	62
7.	Währungen.....	65
8.	Zusammenfassung.....	74

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Ertragselemente eines Anleiheninvestments	7
Abbildung 2: E-FIXIS – Zinskurvenmanagement 4.0	8
Abbildung 3: Anzahl der Emissionen je Anleihentyp	10
Abbildung 4: Kapitalisierung der Anleihentypen.....	10
Abbildung 5: Bonitäten nach Anzahl der Emissionen.....	11
Abbildung 6: Bonitäten nach Kapitalisierung.....	12
Abbildung 7: Anzahl der Emissionen von Staaten und Konzernen	13
Abbildung 8: Kapitalisierung von Staaten und Konzernen	14
Abbildung 9: Ertragsbestimmende Faktoren bei einer Anleihe.....	15
Abbildung 10: Verteilungsfunktion Ertragserwartung	16
Abbildung 11: Ertragserwartung nach Ratingkategorie	17
Abbildung 12: Verteilungsfunktion Spreads Universum	19
Abbildung 13: Spreads nach Ratingkategorie	20
Abbildung 14: Anzahl der Emissionen je Region	21
Abbildung 15: Kapitalisierung der Emissionen je Region	22
Abbildung 16: Anzahl der Emissionen je Kontinent.....	22
Abbildung 17: Kapitalisierung je Kontinent.....	23
Abbildung 18: Bonitäten der Regionen	24
Abbildung 19: Spreads der Regionen	25
Abbildung 20: Spreads der Subregionen	26
Abbildung 21: Währungsabsicherungskosten in Euro, Quelle: Bloomberg, 30.4.2018.....	27
Abbildung 22: Rendite inkl. Währungsabsicherungskosten mit mindestens AA- Rating.....	28
Abbildung 23: Rendite inkl. Währungsabsicherungskosten mit Rating AA- und Duration 6...29	
Abbildung 24: Anzahl Emissionen der Sektoren	30
Abbildung 25: Kapitalisierung der Sektoren	31
Abbildung 26: Anzahl der Emissionen der Subsektoren im Detail.....	31
Abbildung 27: Bonitäten der Sektoren	32
Abbildung 28: Spreads der Sektoren	33
Abbildung 29: Ertragserwartungen der Sektoren	34
Abbildung 30: Anzahl Emissionen pro Ratingkategorie.....	35
Abbildung 31: Spreads der Staaten	36
Abbildung 32: Ertragserwartungen der Staaten	37
Abbildung 33: Bonitäten der regionalen Staaten.....	38

Abbildung 34: Spreads der Regionalen Staaten und Kommunen	39
Abbildung 35: Spreads der Regionalen Staaten und Kommunen im Vergleich mit Staaten ..	40
Abbildung 36: Ertragserwartung der Regionalen Staaten und Kommunen im Vergleich mit Staaten.....	41
Abbildung 37: Bonitäten von Agencies, Supranationals und int.öff.rech.Org.....	42
Abbildung 38: Spreads von Agencies, Supranationals und int.öff.rech.Org. mit IG Rating	43
Abbildung 39: Spreads nach Bonitäten von Agencies, Supranationals und int.öff.rech.Org.	44
Abbildung 40: Ertragserwartungen nach Bonitäten von Agencies, Supranationals und int.öff.rech.Org.....	45
Abbildung 41: Ertragserwartungen von Agencies, Supranationals und int.öff.rech.Org.....	46
Abbildung 42: Bonitäten der Corporates & Financials.....	47
Abbildung 43: Spreads der Sektoren	48
Abbildung 44: Spreads der Corporates & Financials	49
Abbildung 45: Spreadvergleich zwischen Corporates und Financials	50
Abbildung 46: Spreadvergleich zwischen Corporates und Financials IG	51
Abbildung 47: Spreadvergleich zwischen Corporates und Financials mit Bonität A-	52
Abbildung 48: Ertragserwartungen der Corporates und Financials	53
Abbildung 49: Ertragserwartungen der Corporates und Financials mit IG Rating.....	54
Abbildung 50: Risikoadjustierte Ertragserwartungen der Corporates & Financials.....	55
Abbildung 51: Risikoadjustierte Ertragserwartungen der in Euro notierenden Corporates & Financials	56
Abbildung 52: Spreads der staatsnahen Titel und Covered Bonds	57
Abbildung 53: Spreads der staatsnahen Titel und Covered Bonds IG	58
Abbildung 54: Spreads der staatsnahen Titel und Covered Bonds nach Rating	59
Abbildung 55: Ertragserwartung nach Ratingklassen	60
Abbildung 56: Verhältnis Ertragserwartung zur ModDuration nach Ratingklassen.....	61
Abbildung 57: Ertragserwartungen der Strategien	62
Abbildung 58: Ertragserwartungen der Strategien im Bereich IG.....	63
Abbildung 59: Ertragserwartung der Strategien im Bereich DM	64
Abbildung 60: Anzahl der Emissionen pro Bonität und Währung DM.....	66
Abbildung 61: Anzahl der Emissionen pro Bonität und Währung EM.....	67
Abbildung 62: Anzahl der Emissionen pro Währung	68
Abbildung 63: Anzahl der Emissionen pro Typ in AUD	68
Abbildung 64: Anzahl der Emissionen pro Typ in CHF	69
Abbildung 65: Anzahl der Emissionen pro Typ in CAD	69
Abbildung 66: Anzahl der Emissionen pro Typ in DKK	70

Abbildung 67: Anzahl der Emissionen pro Typ in EUR	70
Abbildung 68: Anzahl der Emissionen pro Typ in GBP	71
Abbildung 69: Anzahl der Emissionen pro Typ in JPY	71
Abbildung 70: Anzahl der Emissionen pro Typ in NOK.....	72
Abbildung 71: Anzahl der Emissionen pro Typ in SEK.....	72
Abbildung 72: Anzahl der Emissionen pro Typ in USD	73

1. Einführung

Daten sind das Gold der Zukunft. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass der Bereich Big-Data, also die systematische Erfassung von Daten, die je nach Gebrauch verwendet und analysiert werden können, zunehmend an Bedeutung gewinnt. Die Finanzindustrie ist sehr komplex. Portfoliomanager stehen vor der Herausforderung aus mannigfaltigen Möglichkeiten jene Wertpapiere auszuwählen, die sich aus Risiko- und Ertragsgesichtspunkten unter Berücksichtigung der jeweiligen Rahmenbedingungen am besten für das betreffende Portfolio eignen. Im Anleihenbereich gibt es tausende Investitionsmöglichkeiten, deren Attraktivität sich laufend ändert. Durch die Komplexität und die sich ständig ändernden Rahmenbedingungen ist es sehr hilfreich, Systeme zu implementieren, auf deren Basis eine quantitative und standardisierte Analyse aller Investitionsmöglichkeiten unter Berücksichtigung der jeweiligen Guidelines durchgeführt werden kann. Die Security Kapitalanlage AG ist seit jeher sehr quantitativ orientiert. Empirische Kapitalmarktforschung spielt im Rahmen der Investmentprozesse eine zentrale Rolle. In den vergangenen Jahren wurden enorme Ressourcen dafür verwendet, systematisch Daten in einem Datawarehouse zu erfassen und darauf basierend Auswertungsroutinen aufzusetzen. Im Fixed-Income-Bereich folgen alle von der Security KAG verwalteten Fonds der E-FIXIS Strategie. Im Rahmen dieser Strategie wird die Ertragserwartung von Anleihen auf Basis von unterschiedlichen Ertragselementen ermittelt:

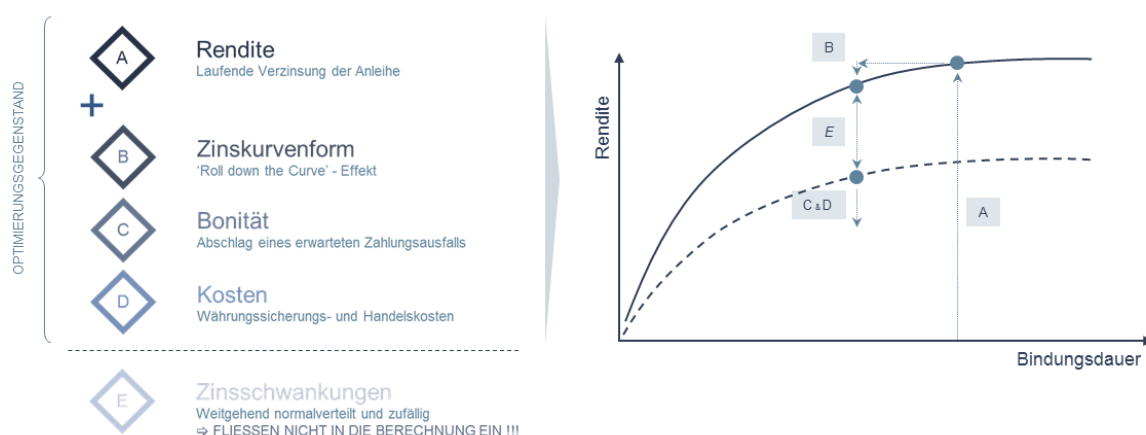


Abbildung 1: Ertragselemente eines Anleiheninvestments

Im Rahmen unserer Datenbank werden für tausende Anleihen die einzelnen Ertragselemente unter Berücksichtigung des jeweiligen Marktumfeldes ermittelt und auf deren Basis eine Ertragserwartung berechnet.

Durch die systematische Berücksichtigung der einzelnen Ertragselemente und der ganzheitlichen Analyse sind die Portfoliomanager in der Lage, einen tiefen und umfassenden Einblick zu erhalten, die Attraktivität eines Investments abschätzen zu können und Opportunitäten frühzeitig zu erkennen.

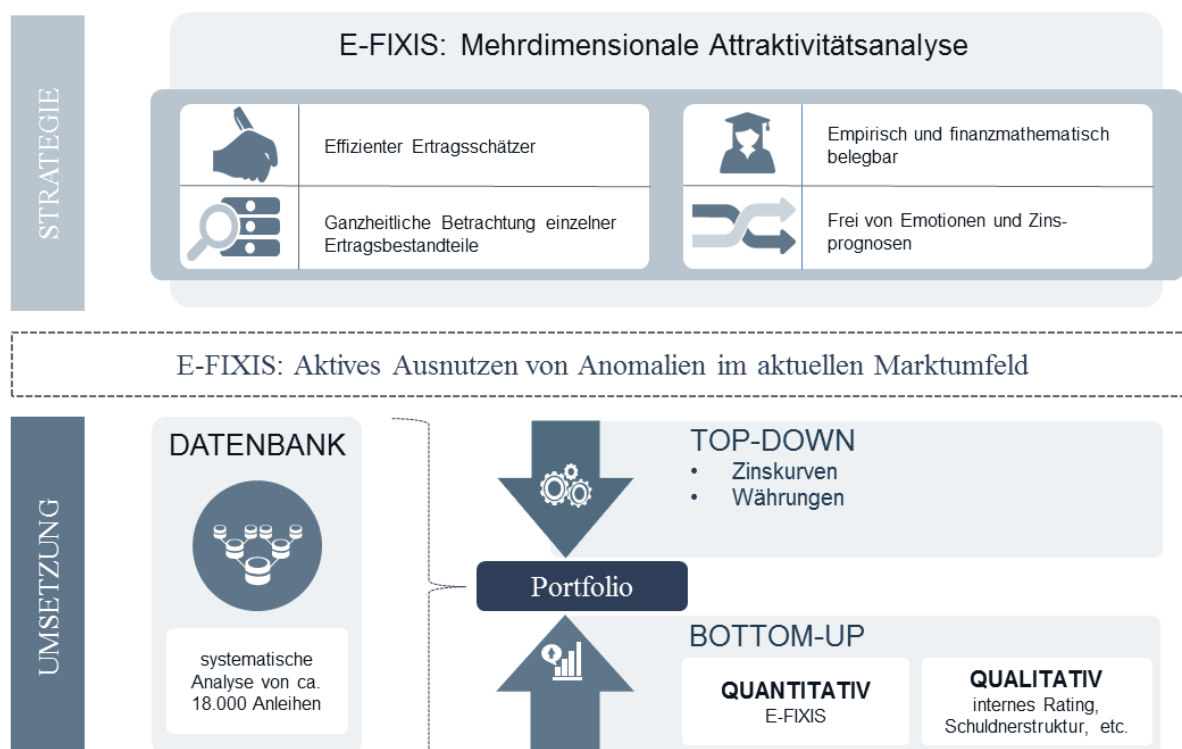


Abbildung 2: E-FIXIS – Zinskurvenmanagement 4.0

Die Autoren haben sich im Rahmen der Anleihenstudie 2018 das Ziel gesetzt, dem Leser einen umfassenden Überblick über die Beschaffenheit und Attraktivität des Anleihenmarktes darzustellen. Im Rahmen der Arbeit werden das Segment Staatsanleihen, Agencies und Unternehmensanleihen erfasst. In weiterer Folge gehen die Autoren auf die Ertragserwartungen unterschiedlicher Strategien sowie auf den Themenblock Währungen ein.

2. Übersicht Gesamtuniversum

Über die letzten Jahre ist das von der Security KAG betrachtete Universum stetig gewachsen. Mittlerweile befinden sich rund 18.300¹ Anleihen in der Datenbank, die zur Analyse bereitstehen. Dabei werden durch das Setzen von Filtern gezielt Wertpapiere gewählt, die für unsere Strategien von Interesse sind. So beschränken wir uns beispielsweise auf ein für uns relevantes Durationsband, welches im Zeitverlauf aufgrund veränderter Zinsstrukturkurven variieren kann und sich innerhalb der Anleihenkategorien unterscheidet. Im Wesentlichen befinden sich im für uns relevanten Universum aber keine Anleihen mit einer Duration, die größer als 15 Jahre ist. Außerdem liegt der Fokus im Universum auf nicht strukturierte, liquide und erstrangige Forderungen.

In einem für die Auswertungen ersten Schritt werden diejenigen Anleihen eliminiert, die vermeintliche Datenfehler aufweisen oder aus sonstigen Gründen zu stark von den Mittelwerten abweichen. Die Ergebnisse der einzelnen Auswertungen sollen nicht durch mögliche Liquiditätsprämien beeinflusst werden, weshalb nur Titel mit einem Emissionsvolumen bzw. ausstehenden Volumen von über 300 Mio. Euro berücksichtigt werden. Außerdem werden Ratings, die schlechter als CCC+ sind, aus den Daten gestrichen, da aus diesen keine brauchbaren Aussagen mehr abzuleiten sind.

Nach der Bereinigung bleiben in Summe 13.243 Anleihen bei 3.015 Emittenten übrig, die auch die Grundgesamtheit der folgenden Auswertungen darstellen. Im Universum befinden sich verschiedene Arten von Anleihen, die in folgende Kategorien aufgeteilt wurden. Die höchste Anzahl an Emissionen befinden sich in der Gruppe der Corporates & Financials, mit knapp über 10.000. Die zweitgrößte Gruppe stellen die Staaten dar, mit 1.365 Emissionen. Danach folgen Agencies mit 1063, regionale Staaten mit 336, internationale öffentlich rechtliche Organisationen mit 290, andere Supranationale mit 140 und Kommunen mit 28 Emissionen.

¹ Alle in dieser Studie angeführten Auswertungen beziehen sich auf Daten von April 2018

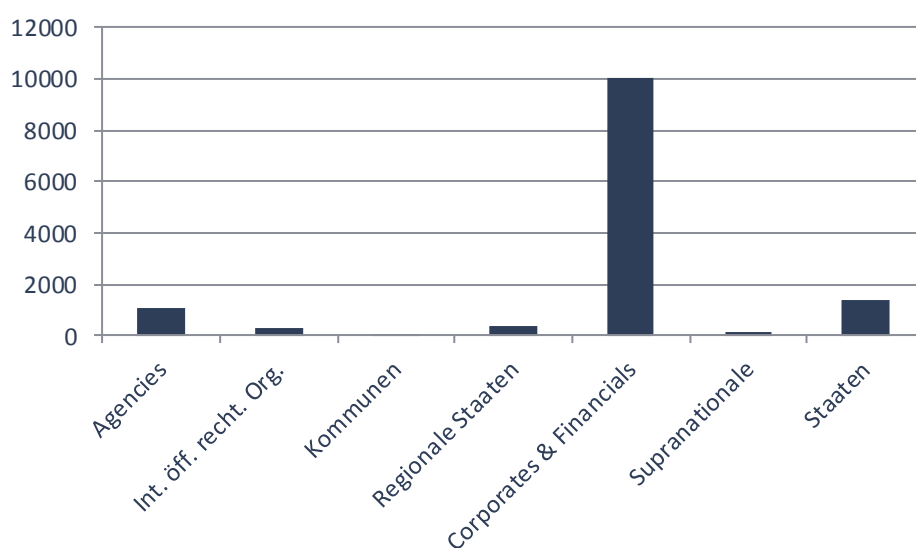


Abbildung 3: Anzahl der Emissionen je Anleihentyp

Bei der Betrachtung der Kapitalisierung in Abbildung 4 ändert sich dieses Bild deutlich. Die Anzahl der Emittenten bei Staaten ist zwar gering, das Volumen der Emissionen ist aber ein Vielfaches der anderen. Über 60% des Emissionsvolumens ist den Staaten zuzuordnen. Corporates & Financials vereinigen noch knapp 30% der Kapitalisierung. 10% fallen auf die restlichen Kategorien.

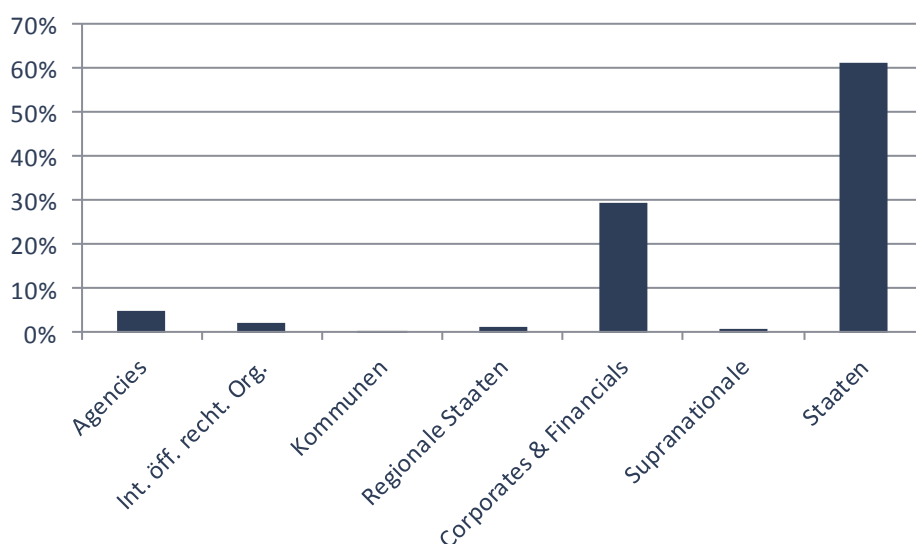


Abbildung 4: Kapitalisierung der Anleihentypen

Bei den Bonitäten wird in Abbildung 5 die Anzahl der Emittenten dargestellt. Wenn man den AAA Bereich ausklammert, sieht man fast eine Normalverteilung.

Die große Anzahl der Emittenten im Bereich Corporates & Financials ist der Grund für dieses Ergebnis. Im schwachen Investment Grade und starken High-Yield Bereich ist die Bonität der Mehrheit der Unternehmen angesiedelt.

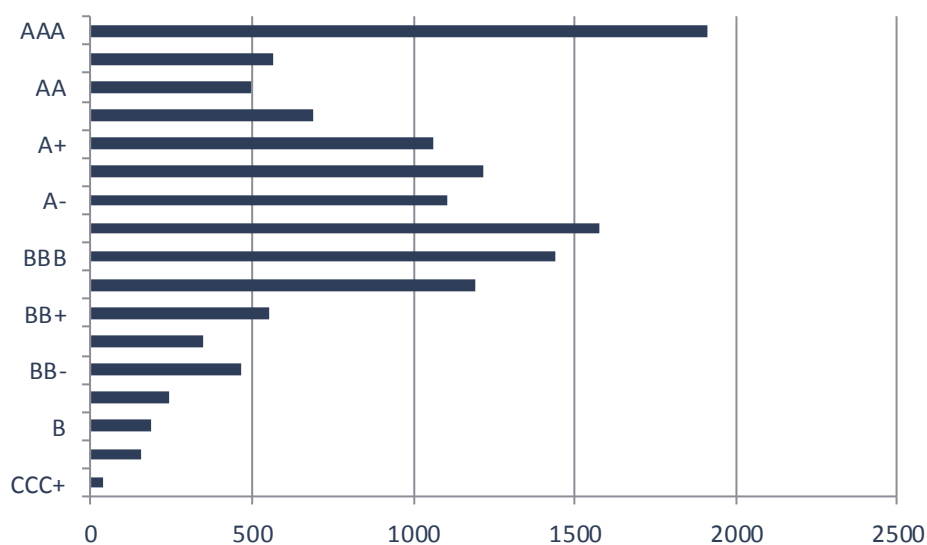


Abbildung 5: Bonitäten nach Anzahl der Emissionen

In Abbildung 6 wird wieder die Kapitalisierung mitberücksichtigt. Wie auch schon in Abbildung 4, verändert sich die Darstellung erheblich. Es wird deutlich, dass die große Mehrheit der AAA Emittenten dem Bereich der Staaten zuzuordnen sind. Interessant dabei ist auch der Ausreißer bei „A“, der auf Japan zurückzuführen ist. Das asiatische Land ist einer der weltweit größten Emittenten. Eine detailliertere Analyse der Bonitäten ist in den nächsten Kapiteln zu finden.

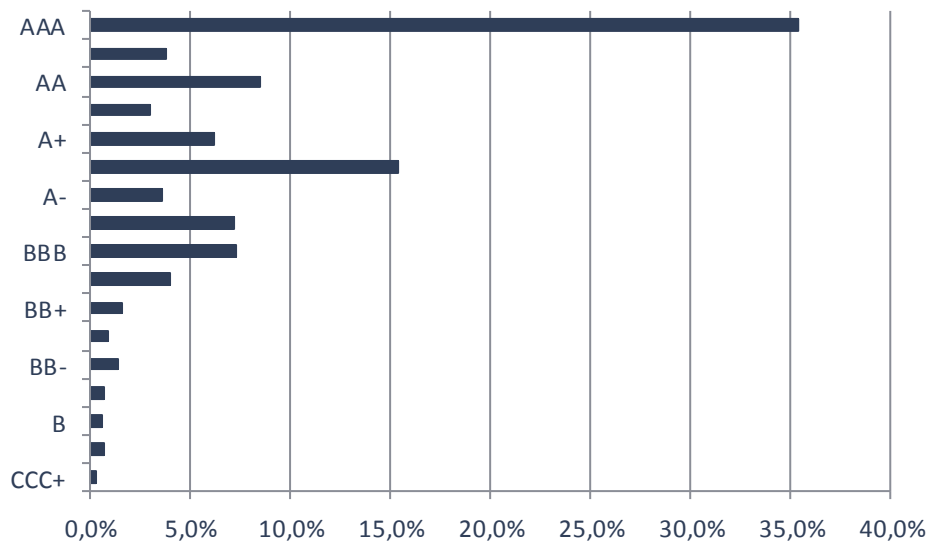


Abbildung 6: Bonitäten nach Kapitalisierung

Dann sind die Studienautoren einen Schritt weiter gegangen und haben das Gesamtuniversum in Hinblick auf Unternehmensgruppen bzw. Muttergesellschaften durchleuchtet. Jeder Emittent wird einer übergeordneten Muttergesellschaft zugeordnet, folglich bilden auch Staaten eine Unternehmensgruppe. Es werden somit alle 3.015 Emittenten zur passenden Muttergesellschaft zugeordnet, wodurch sich rund 2.070 Unternehmensgruppen ergeben.

Abbildung 7 macht deutlich, dass auch bei Anleihen die Ungleichheit sehr stark ausgeprägt ist. Wenige Staaten und Unternehmen vereinigen einen Großteil des Universums auf sich. Ein ähnlicher Zustand ist in vielen Bereichen des Lebens und auch in der Finanzwelt zu beobachten. Das Vermögen aller Menschen ist ähnlich verteilt, wie die Kapitalisierung bei Unternehmen und offensichtlich auch bei der Anzahl der Emissionen pro Emittent.

Die Vereinigten Staaten von Amerika haben knapp über 350 Emissionen² begeben. Auf Platz zwei und drei befinden sich China mit 269 und Frankreich mit 233 Emissionen. Der erste tatsächliche Konzern ist die Credit Agricole Group mit 77 Emissionen. Österreich liegt mit 45 Emissionen auf Platz 26 aller Emittenten. Die Top 100 Emittenten vereinigen über 5.000 Emissionen und somit mehr als 35% auf sich.

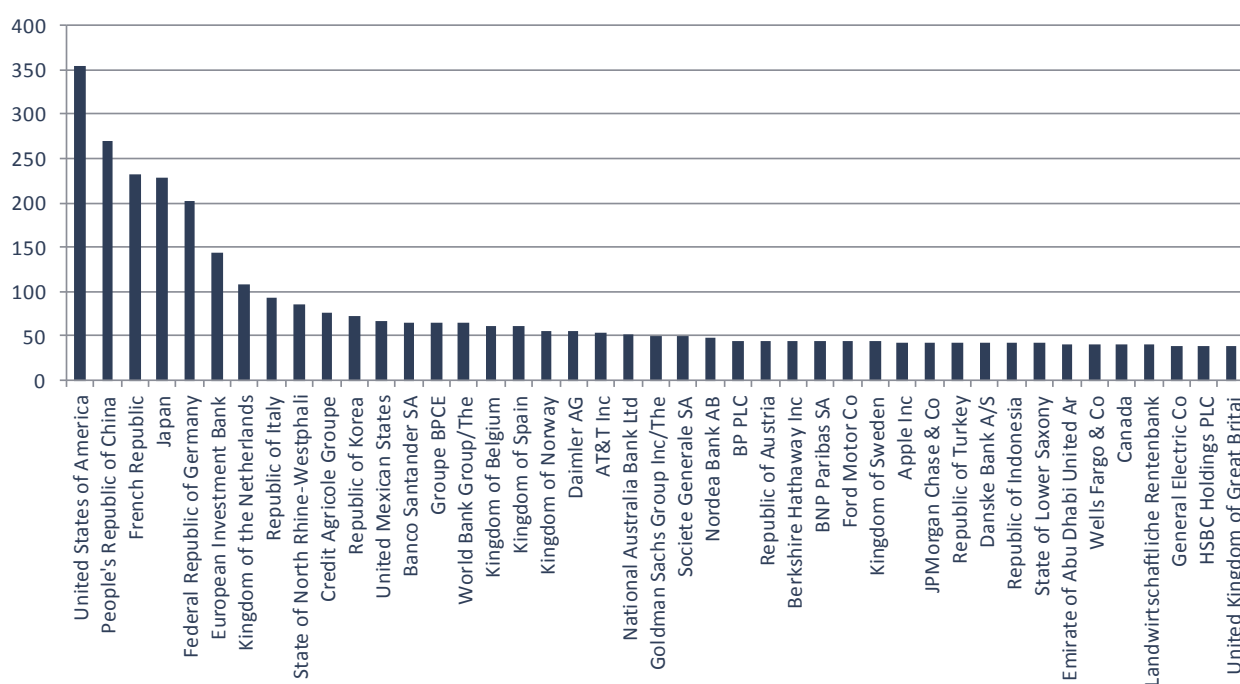


Abbildung 7: Anzahl der Emissionen von Staaten und Konzernen

² An dieser Stelle sei nochmals darauf hingewiesen, dass die Anzahl der Emissionen in der bereinigten Datenbasis nicht mit der Anzahl aller Emissionen übereinstimmen wird, da der Fokus auf Anleihen liegt, die für die Security KAG potentiell von Interesse sind.

Der nächste Blick geht nun wieder Richtung Kapitalisierung. Die reine Anzahl der Emissionen ist nicht immer so aussagekräftig, weil das Emissionsvolumen nicht mitberücksichtigt wird. Das Ergebnis ist, wie zu erwarten war, noch deutlicher im Hinblick auf die Ungleichverteilung.

Die Top 5 Emittenten Vereinigte Staaten von Amerika, Japan, Frankreich, Deutschland und Italien haben in Summe über 50% des Emissionsvolumens emittiert. Die USA sind mit rund 23% deutlich auf Platz 1 zu finden, gefolgt von Japan mit 15%. In dieser Darstellung befindet sich Österreich auf Platz 12 mit 0,72% des Emissionsvolumens. Die ersten Konzerne Credit Agricole Group und AT&T Inc. sind mit 0,29% auf Platz 22 und 23 zu finden. Spannend ist, dass diese Emittenten mehr Volumen auf den Markt gebracht haben, als zum Beispiel Griechenland (0,27%), Norwegen (0,26%) oder Russland (0,19%).

Die Top 100 Emittenten vereinigen 78,30% des Emissionsvolumens auf sich. Die nächsten 100 (Platz 101-200) haben in Summe nur 6,70% des Volumens begeben. Mit der Unicredit, BMW, Coca-Cola, Wal-Mart, Johnson&Johnson, Amazon, Kolumbien, Ungarn, Israel, Südafrika, Kroatien und Slowenien sind auch hier einige namhafte Vertreter vorhanden. Die Top 500 haben schon eine Kapitalisierung von 92,84% und die Top 1000 97,26%. Nur rund 2,74% entfallen auf die letzten 1060 Emittenten.

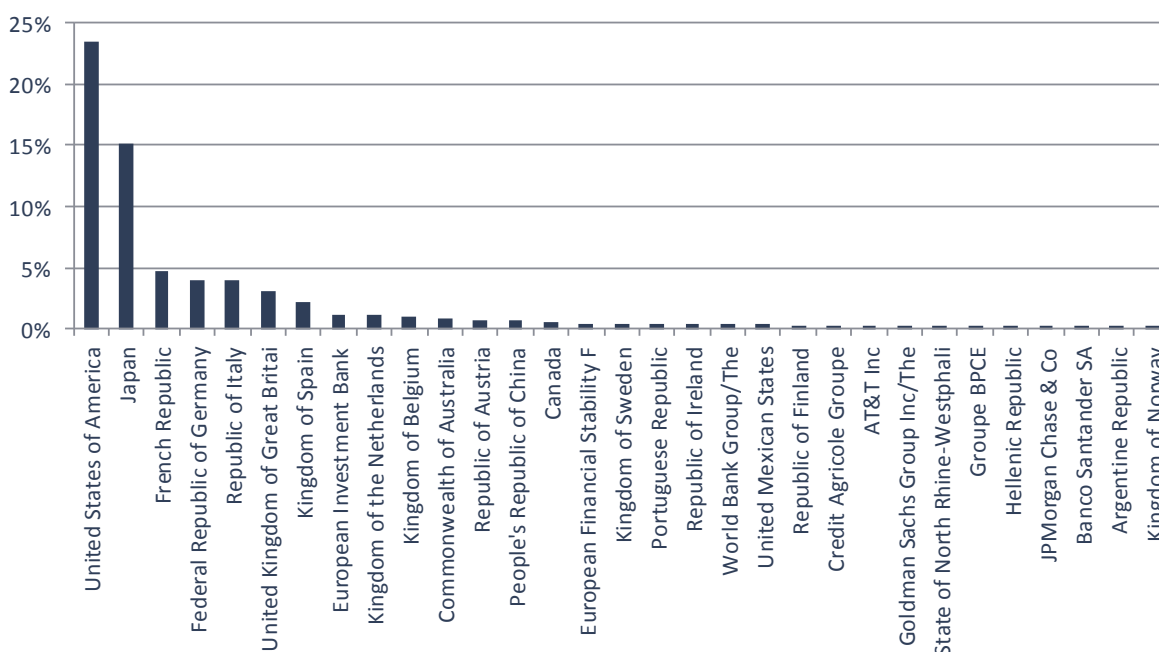


Abbildung 8: Kapitalisierung von Staaten und Konzernen

2.1. Globale Ertragserwartungen (EE)

Die Security KAG hat über die letzten Jahre und Jahrzehnte intensiv ihre Expertise im Bereich des Anleihenmanagements ausgebaut. Als Versicherungstochter, die auch für die Verwaltung des Deckungsstockes mitverantwortlich ist, ist dies eine unbedingte Notwendigkeit. Im Laufe der Zeit wurde die E-Fixis (Enhanced Fixed Income) Strategie entwickelt und immer weiter verfeinert. Das Zentrum stellt die alternative Berechnung der Ertragserwartungen dar. So werden neben der Rendite (YTM) noch weitere Faktoren berücksichtigt, wie die Steilheit der Zinskurve (Roll-Down-The-Curve-Effekt), Währungsabsicherungskosten, die in der jüngsten Vergangenheit eine immer bedeutendere Rolle spielen, Ausfallswahrscheinlichkeiten (Defaults) und ein paar weitere Aspekte, die aber eine untergeordnete Rolle spielen. Wenn in dieser Studie Ertragserwartungen erwähnt werden, beziehen sich diese immer auf die Summe dieser vier Aspekte, die auch in Abbildung 9 dargestellt sind und ermöglichen so eine bessere Vergleichbarkeit von Anleihen verschiedener Typen und Bonitäten aus Sicht eines Euro-Investors.



Abbildung 9: Ertragsbestimmende Faktoren bei einer Anleihe

In Abbildung 10 ist die Verteilungsfunktion der Ertragserwartungen dargestellt. Die Funktion erinnert eventuell an den Hut eines Zauberers, primär aber an eine Normalverteilung, mit einer Rechtsschiefe und sogenannten Fat-Tails. Eine große Mehrheit der Ertragserwartungen ist positiv, wobei nicht vergessen werden darf, dass der Roll-Down-The-Curve-Effekt mitberücksichtigt ist. Das tatsächliche Ausmaß negativer Renditen ist deutlich höher anzusiedeln, als hier ersichtlich. Die Rechtsschiefe ergibt sich dadurch, dass auch die Verteilung der Bonitäten nicht symmetrisch ist und es einen starken Überhang bei AAA Anleihen gibt, die eine sehr niedrige Ertragserwartung aufweisen. Die mittlere Ertragserwartung aller Anleihen liegt bei 0,93%. In der Abbildung sind die Quartile eingetragen. So wird ersichtlich, dass 50% aller Daten eine Ertragserwartung zwischen 0,37% (1. Quartil) und 1,4% (3. Quartil) haben und bei 50% die Ertragserwartung geringer als 0,83% (Median) ist.

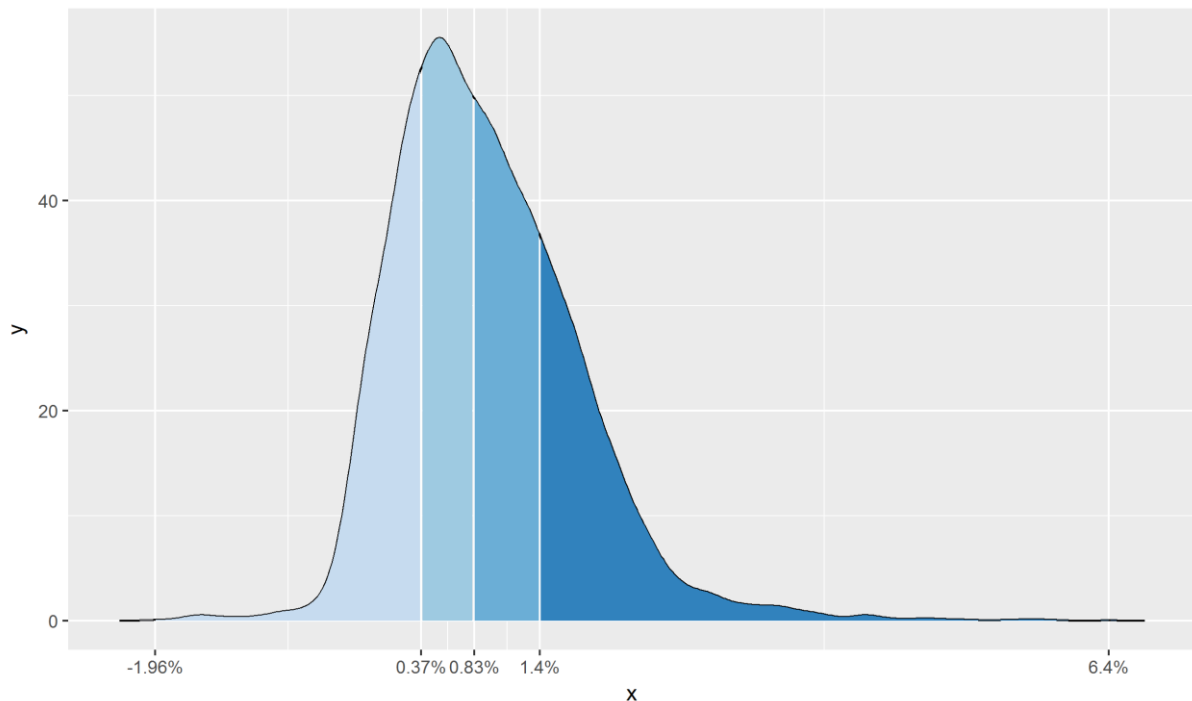


Abbildung 10: Verteilungsfunktion Ertragserwartung

Abbildung 11 geht einen Schritt weiter und lässt einen Blick auf die Verteilung der Ertragserwartungen innerhalb der jeweiligen Ratingkategorie zu. Man kann die klare Tendenz zu höheren Ertragserwartungen mit fallender Bonität erkennen. Interessanterweise gibt es beim „A“ und „BBB“ Rating einen kleinen Knick, der auf die zwei sehr großen Emittenten Japan und Italien³ zurückzuführen ist. Diese beiden Länder genießen scheinbar bessere Konditionen, als Emittenten vergleichbarer Bonität. In Japan mag das darauf zurückzuführen sein, dass ein Großteil der Schuldner die eigene Bevölkerung ist und in Japan der Patriotismus in diesem Zusammenhang stark ausgeprägt ist bzw. institutionelle Investoren, wie zum Beispiel Pensionskassen, gezwungen werden, in japanische Staatsanleihen zu investieren. Italien ist aufgrund der Eingliederung in die Eurozone und des italienischen EZB-Präsidenten auch als Ausnahme zu betrachten.

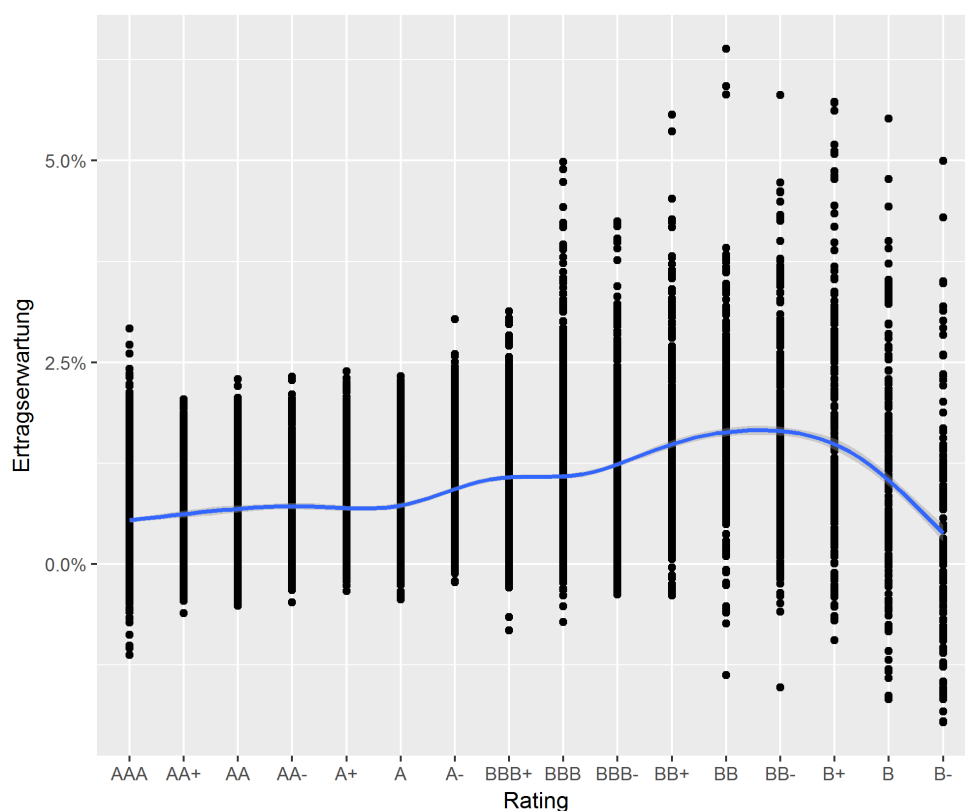


Abbildung 11: Ertragserwartung nach Ratingkategorie

³ Die Daten basieren auf Basis Ultimo April. In Italien hat sich die Situation durch die aufgetretenen politischen Turbulenzen deutlich verändert.

Es ist zu beobachten, dass bei stark fallender Bonität die Ertragserwartungen überproportional fallen. Das bedeutet, dass bei abnehmender Bonität der aktuelle Spread den zugrundeliegenden historischen Default⁴ nicht mehr überkompensiert bzw. überhaupt kompensiert.

2.2. Globale Spreads⁵

Die Spreads sind Teil der Ertragserwartungen und ein wesentlicher Aspekt für die Asset Allokation. Es wird immer wieder über das Korrelationsverhalten von Spreads gesprochen und spekuliert, wie sich dieses verhalten wird. Der Mittelwert der Spreads der in dieser Studie betrachteten Anleihen liegt bei 68 Basispunkten (BP). Der Median ist mit 38 BP deutlich niedriger, was auch in Abbildung 12 deutlich wird, da die Verteilung nicht sehr symmetrisch, sondern deutlich rechtsschief ist. Bei der Betrachtung der Quartile zeigt sich, dass im derzeitigen Marktumfeld (April 2018) das Spreadniveau relativ gering ist.

So gibt es für 25% aller Wertpapiere keine zusätzliche Prämie für das Bonitätsrisiko (1. Quartil: 1 BP). Anhand dieser Verteilung zeigt sich auch, dass – ähnlich wie bei den Ertragserwartungen – die mittleren 50% (3. Quartil: 96 BP) durch eine enge Bandbreite abgebildet werden.

⁴ Default: Ratingagenturen veröffentlichen historischen Defaultdaten aus welchen Ausfallswahrscheinlichkeiten je Ratingkategorie abgeleitet werden können.

⁵ Der Spread wird in dieser Studie als Abstand zu einer interpolierten Swapkurve gemessen.

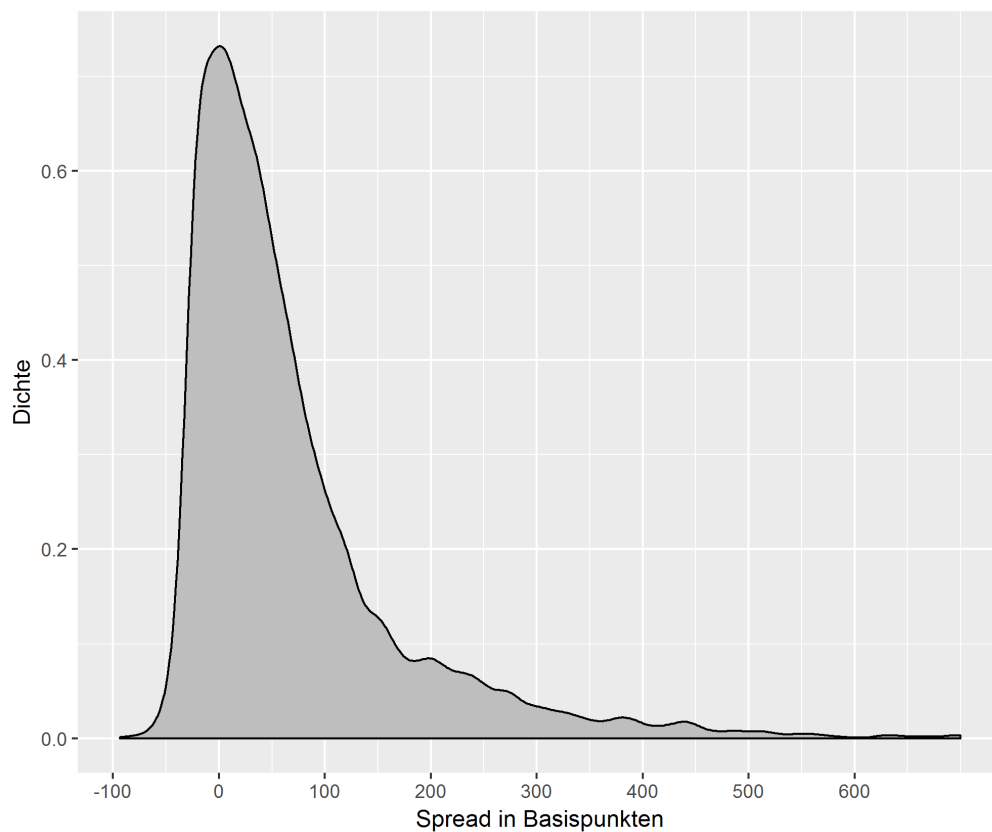


Abbildung 12: Verteilungsfunktion Spreads Universum

Vergleicht man die Abbildung 12 mit der Abbildung 5 auf Seite 10, wird deutlich, dass die große Mehrheit der Anleihen aus dem Investment Grade Bereich sind. Abbildung 12 bekräftigt, dass die Mehrheit der Anleihen mit IG Rating sich zwischen -100 BP und +100 BP Risikoaufschlag bewegen. Umso niedriger die Bonität im High-Yield Segment, desto weniger Anleihen sind auch verfügbar. Hier stimmen Abbildung 5 und 12 überein.

Bei Abbildung 13 sieht man, wie sich die Spreads je Rating verhalten. Die Eindrücke von Abbildung 11 werden hier jedoch nicht voll wiedergegeben. Der Knick beim „A“ und „BBB“ Rating ist hier nicht oder deutlich schwächer zu erkennen. Das wiederum lässt den Schluss zu, dass bei Abbildung 11 der Roll-Down-The-Curve-Effekt, also eine Schlechterstellung aufgrund der Laufzeitenstruktur, eine weitere mögliche Ursache für diese Abweichung ist.

Eine deutliche Veränderung der Anstiege der Risikoaufschläge wird vom Investment Grade zum Non-Investment Grade Bereich (High-Yield, Speculative Grade, Ramsch) sichtbar. Die rote Linie zeigt den Spread-Anstieg ab High-Yield. Hier ist besonders interessant, dass die Steigung ab BB wieder leicht abnimmt. Generell korrelieren die Risikoaufschläge dabei mit den historisch gemessenen Defaultraten, die sich auch annähernd exponentiell entwickeln.

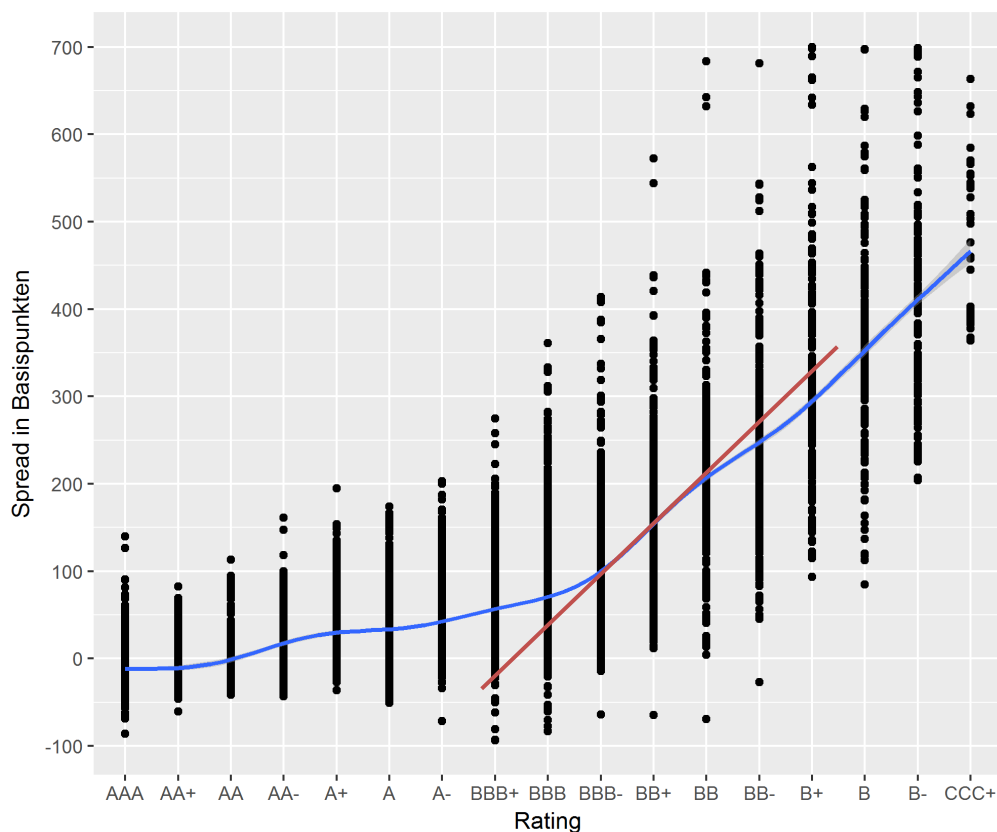


Abbildung 13: Spreads nach Ratingkategorie

3. Regionen

Die regionale Verteilung der Anleihen hat einen deutlichen Bias zur westlichen Welt. Auf Nordamerika entfällt mit über 5.300 Emissionen der größte Anteil, gefolgt von Mitteleuropa mit 1.920 und Westeuropa mit 1.787. Die Regionen Südeuropa, Nordeuropa, Ostasien, Japan, Australien, Westasien und Südamerika haben noch einen nennenswerten Anteil zwischen 283 und 711 Emissionen. Die restlichen Regionen sind nahezu nicht vorhanden, wie in Abbildung 14 sichtbar wird.

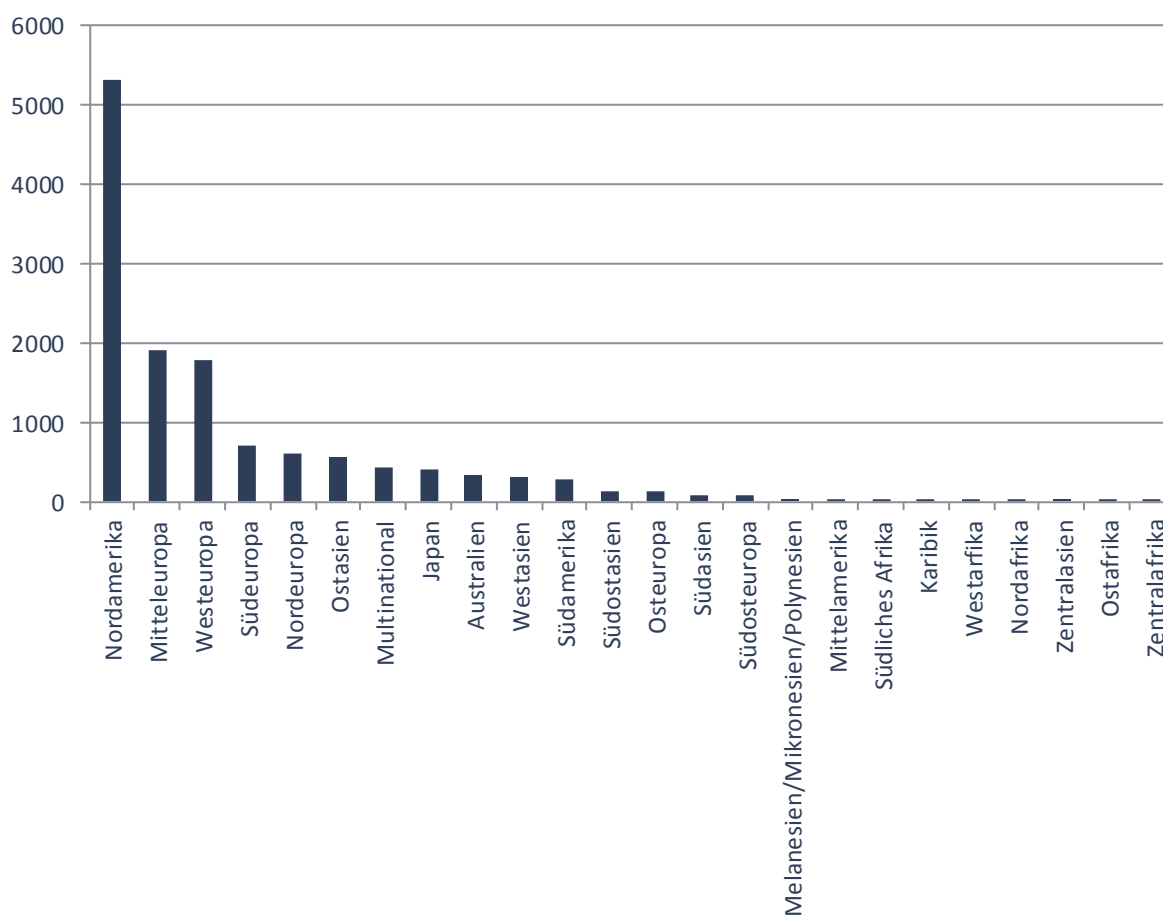


Abbildung 14: Anzahl der Emissionen je Region

Berücksichtigt man die Kapitalisierung, verändert sich das Bild leicht. Abbildung 15 zeigt, dass Nordamerika mit 39% nach wie vor deutlich an der Spitze zu finden ist. Danach folgen Japan mit rund 16%, Westeuropa 13%, Mitteleuropa 12%, Südeuropa 8% und Nordeuropa 3%. Die beiden größten Regionen vereinen mehr als 50% auf sich. Bei den Top 5 Regionen sind es schon 78,36% und bei den Top 10 96,79%. Es gibt hier natürlich auch einen Zusammenhang zwischen den Regionen und deren Bonität. Umso niedriger die Bonität, desto niedriger ist tendenziell auch die Gewichtung in Relation zum Gesamtmarkt.

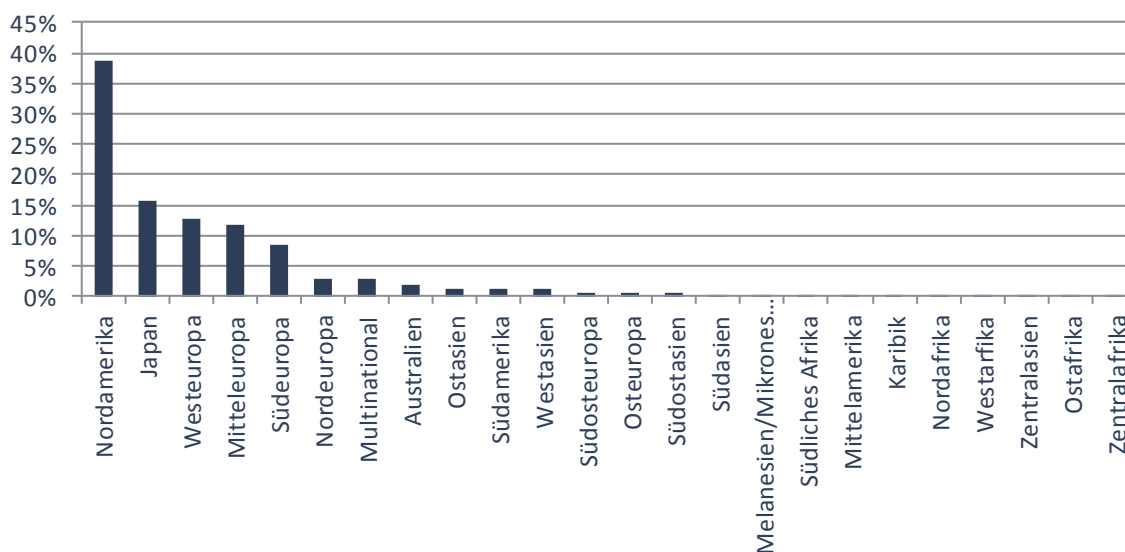


Abbildung 15: Kapitalisierung der Emissionen je Region

Fasst man die Regionen in Kontinente zusammen, sieht man die große Bedeutung, die (Nord-)Amerika und Europa für den Kapitalmarkt haben. Außer Asien, sind die anderen Regionen/Kontinente deutlich zu vernachlässigen, wie in Abbildung 16 ersichtlich.

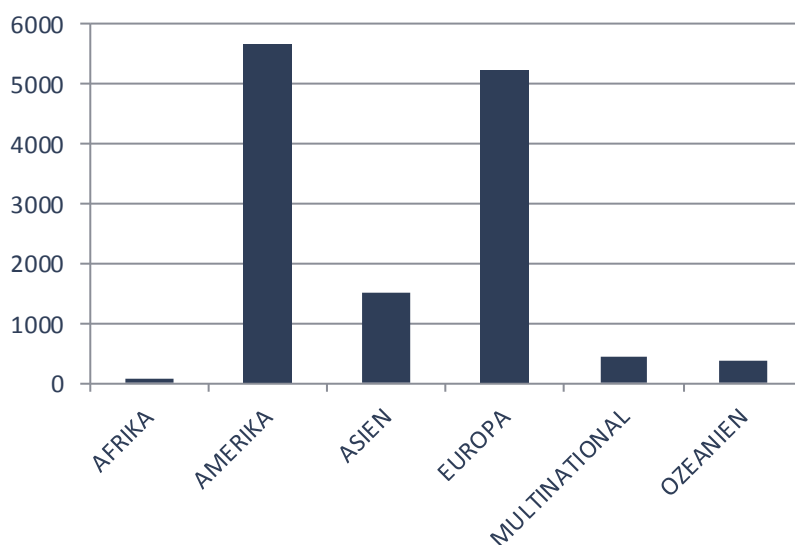


Abbildung 16: Anzahl der Emissionen je Kontinent

Betrachtet man die Kapitalisierung, wird das Ungleichgewicht zwischen den Developed Markets und den Emerging Markets noch deutlicher. Asien hat mit Japan einen sehr großen und prominenten Vertreter, der dieses Bild etwas verfälscht. Wenn man Japan abzieht, reduziert sich die Anzahl der Emissionen um etwas mehr als 30%. Die Kapitalisierung schrumpft um 84% auf schlanke 3% der Kapitalisierung.

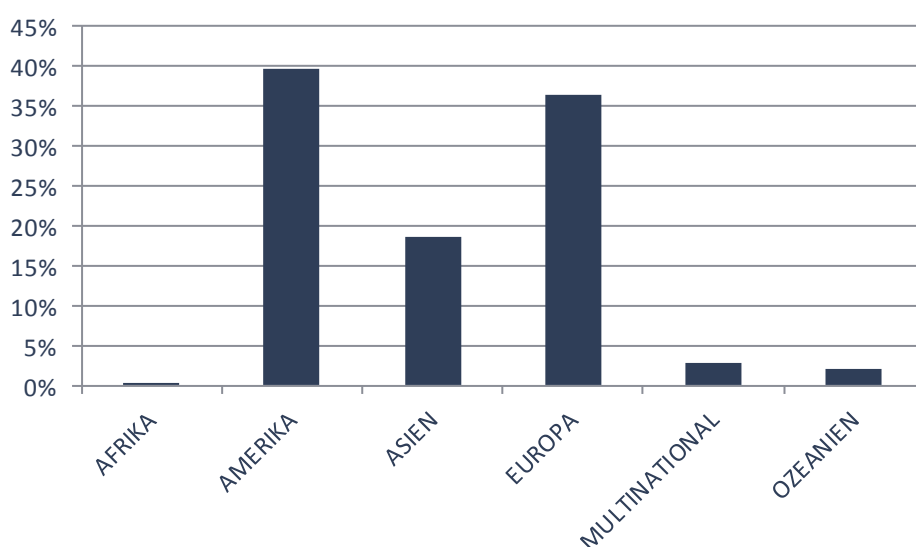


Abbildung 17: Kapitalisierung je Kontinent

3.1. Bonität

In diesem Abschnitt werden die Ratings der verschiedenen Regionen gegenübergestellt. Abbildung 18 zeigt die Anzahl der Emissionen je Ratingkategorie je Region. Auch hier wird auf den ersten Blick die Dominanz Europas und Amerikas offensichtlich. Es zeigt sich, dass bei den „*High grade Ratings*“ (bis AA-) Europa den Großteil der Emissionen stellt und erst danach Amerika mehr Emissionen beigt. Ein Hauptgrund liegt sicherlich im Europäischen Covereds-Markt⁶: So gibt es in Europa 831 Covereds, die fast ausschließlich über ein *High grade Rating* verfügen. Im Vergleich dazu sind es in Amerika gerade einmal 63. Dafür gibt es in Amerika in jeder anderen Ratingkategorie mehr Emissionen. Dies kann u.a. über den deutlich größeren Corporate-Markt erklärt werden, welcher meistens ein Rating unter *High grade* hat. Bei der Analyse des

⁶ Covereds: Pfandbriefe oder besicherte Anleihen

Gesamtuniversums ist hier besonders interessant, dass der afrikanische Anleihenmarkt nach wie vor äußerst klein ist. So sind die diesem Markt zugeteilten Anleihen nur sehr schwer in der Grafik erkennbar, da es verhältnismäßig wenige Emissionen in den einzelnen Ratingklassen gibt. Die multinationalen Anleihen seien an dieser Stelle noch extra genannt, zumal diese fast ausschließlich in der AAA Kategorie angesiedelt sind.

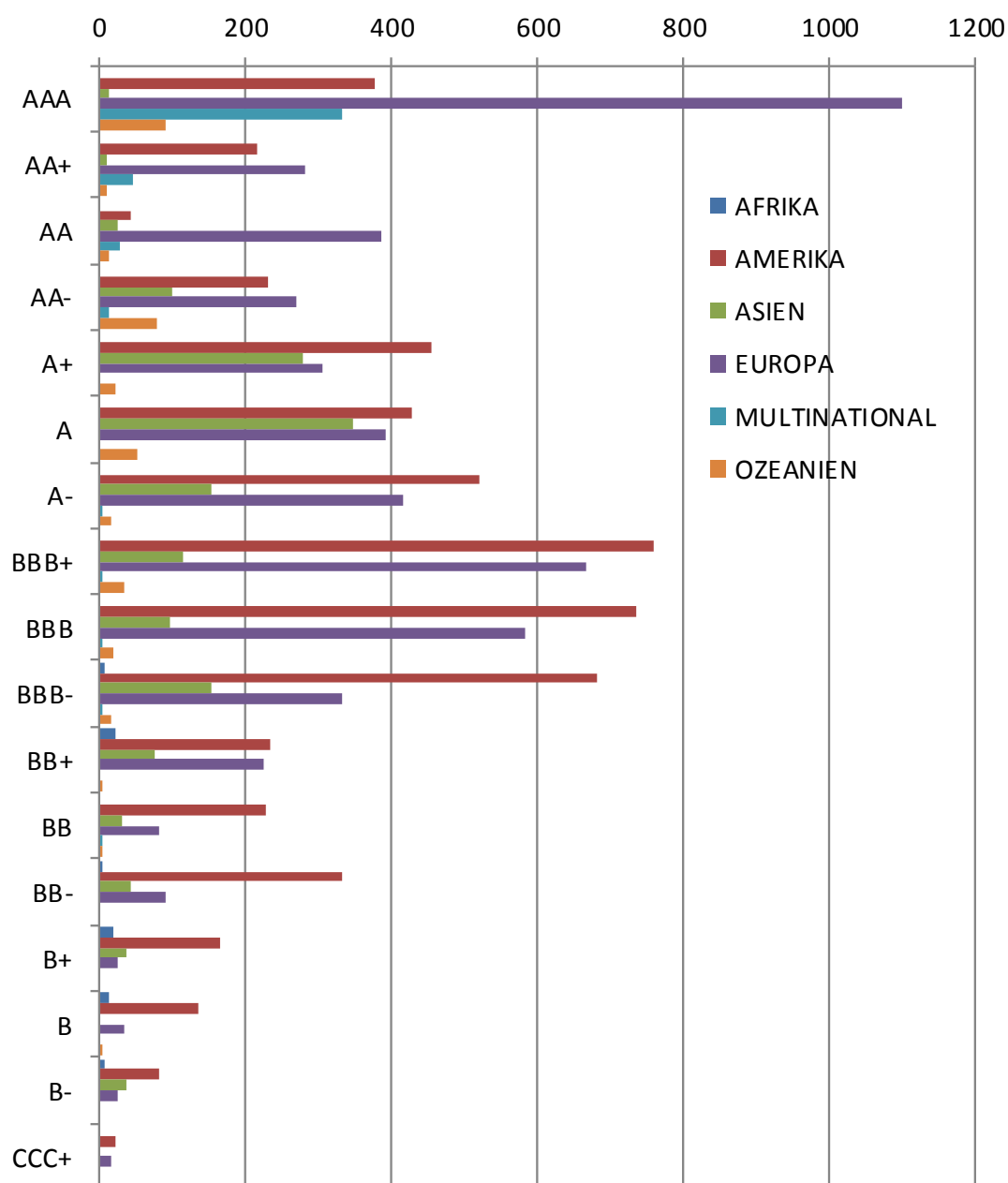


Abbildung 18: Bonitäten der Regionen

3.2. Spreads

Bei einigen Charts haben die Autoren Boxplots als geeignete Form der Darstellung gewählt. Ein Boxplot besteht aus einer Box, welche die mittleren 50% der Daten darstellt. Diese Box wird durch den Median geteilt. Das obere Ende bildet das 3.Quartil ab, das untere Ende das 1. Quartil. Die Ausprägung über und unter der Box ist bis maximal 150% der Boxlänge gekennzeichnet. Darüber und darunter werden die Daten als Punkte dargestellt (häufig ein Anzeichen für Ausreißer). Diese sollen dabei helfen, einen möglichst präzisen Eindruck von der Verteilung der Daten in den jeweiligen Kategorien zu erhalten.

Bei der Spreadbetrachtung in Bezug auf die Regionen gibt es einiges zu beobachten. Zwischen Europa und Amerika gibt es deutliche Unterschiede in Median und auch Schwankungsbreite zu beobachten. Europa und Ozeanien mit einem Median von knapp über Null scheinen eine ähnliche Kategorie zu sein, sowie auch Amerika und Asien, mit einem Median von etwas über 50 BP. Afrika sticht in der Abbildung 19 hervor. Man muss jedoch betonen, dass es nur sehr wenige Emittenten und Emissionen aus dieser Region gibt. Das niedrigste Risiko ist bei den Multinationalen Anleihen eingepreist, was primär auf die Bonität zurückzuführen ist, die in dem Segment extrem hoch ist.

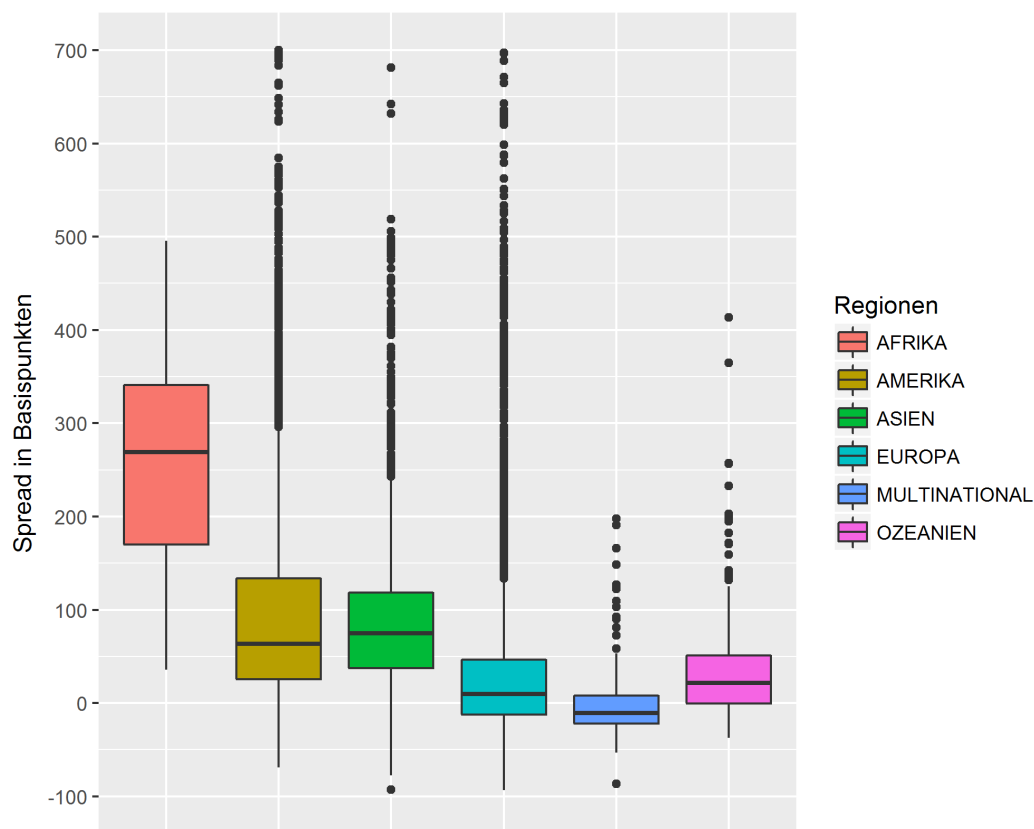


Abbildung 19: Spreads der Regionen

Mit Hilfe von Abbildung 20 kann noch ein Blick in die Tiefe gemacht werden. Hier werden sehr deutliche Unterschiede im Hinblick auf die verschiedenen Subregionen ersichtlich. Die Ausreißer nach oben sind die Karibik, Mittelamerika, Nordafrika, Ostafrika, Südamerika, südliches Afrika, Südosteuropa, Westafrika, Zentralafrika und Zentralasien. Diese Subregionen haben entweder sehr hohe durchschnittliche Spreads oder eine starke Schwankungsbreite, die durch eine große Box sichtbar wird. Der direkte Zusammenhang mit der Bonität wird auch hier wieder deutlich.

Regionen mit einer durchschnittlich guten Bonität haben deutlich geringere Risikoaufschläge zu bezahlen, was auch dem erwarteten Bild entspricht.

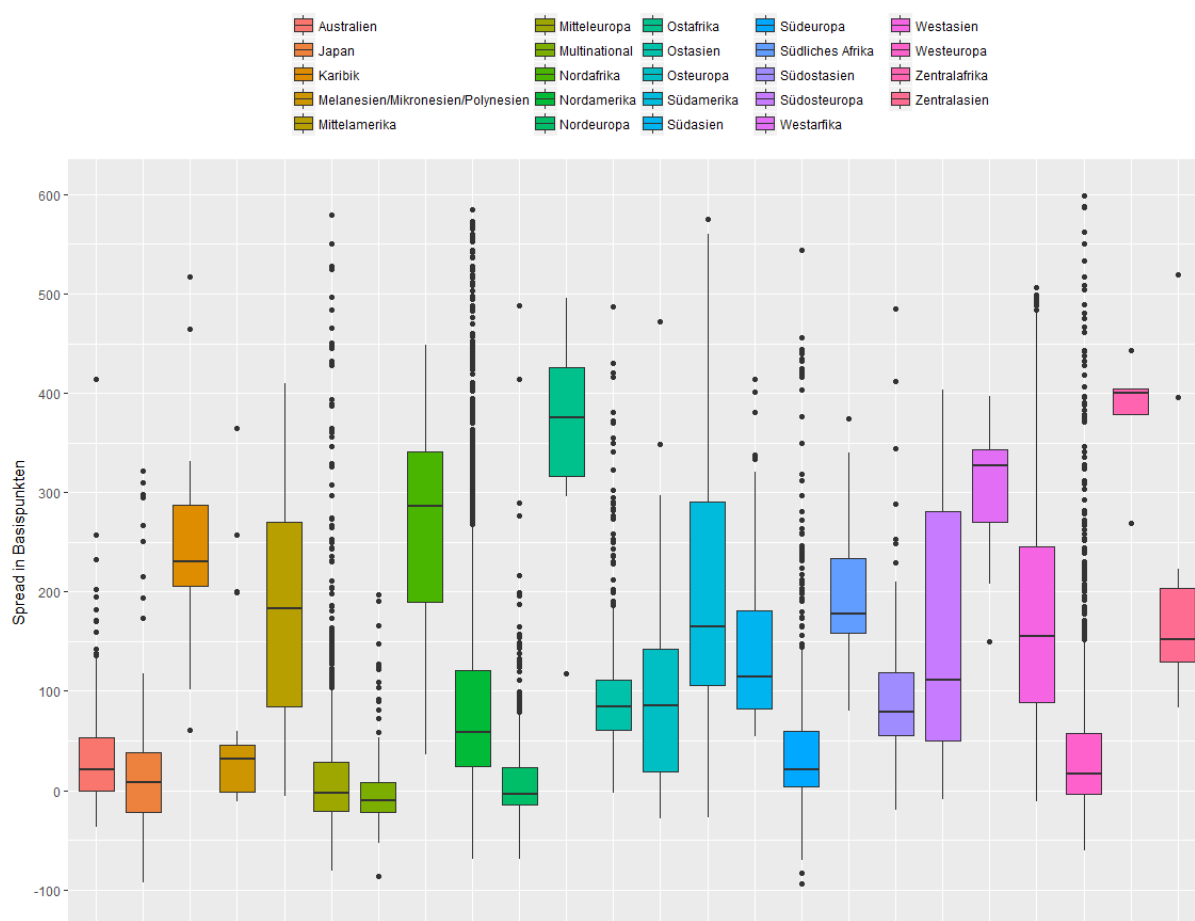


Abbildung 20: Spreads der Subregionen

3.3. Ertragserwartung

Um spezifische Unterschiede innerhalb der Regionen herauszuarbeiten, haben sich die Autoren dazu entschieden, in diesem Unterkapitel einen Vergleich der Regionen ausschließlich in Bezug auf Anleihen mit „AA-“ Rating (High grade) durchzuführen. Abbildung 22 zeigt, dass Asien in diesem Vergleich mit knapp über 0,50% eine deutlich höhere Rendite nach Hedgekosten hat, als die anderen Regionen. Amerika und die Multinationals bewegen sich auf einer Ebene rund um die 0%. Die deutlich höheren Renditen nach Währungssicherung der asiatischen High-Grade Anleihen sind auf einzelne Länder wie Südkorea oder China zurückzuführen. Bei Emittenten aus diesen Ländern ist der Risikoaufschlag teilweise wesentlich höher, als dies das Rating vermuten lässt.

Weiters können Unterschiede eventuell auf die Laufzeitenstruktur zurückgeführt werden, da der Chart hier nicht zwischen unterschiedlichen Durationen unterscheidet. Nicht zu vergessen sind außerdem die in diesem Zusammenhang teils sehr hohen Absicherungskosten, wie Abbildung 21 veranschaulicht. Im USD sind die Absicherungskosten per 30. April 2018 bei 2,69% gelegen, was zur zusätzlichen Verzerrung der Daten führt. Für Euroinvestoren ist es jedoch die geeignete Darstellung.

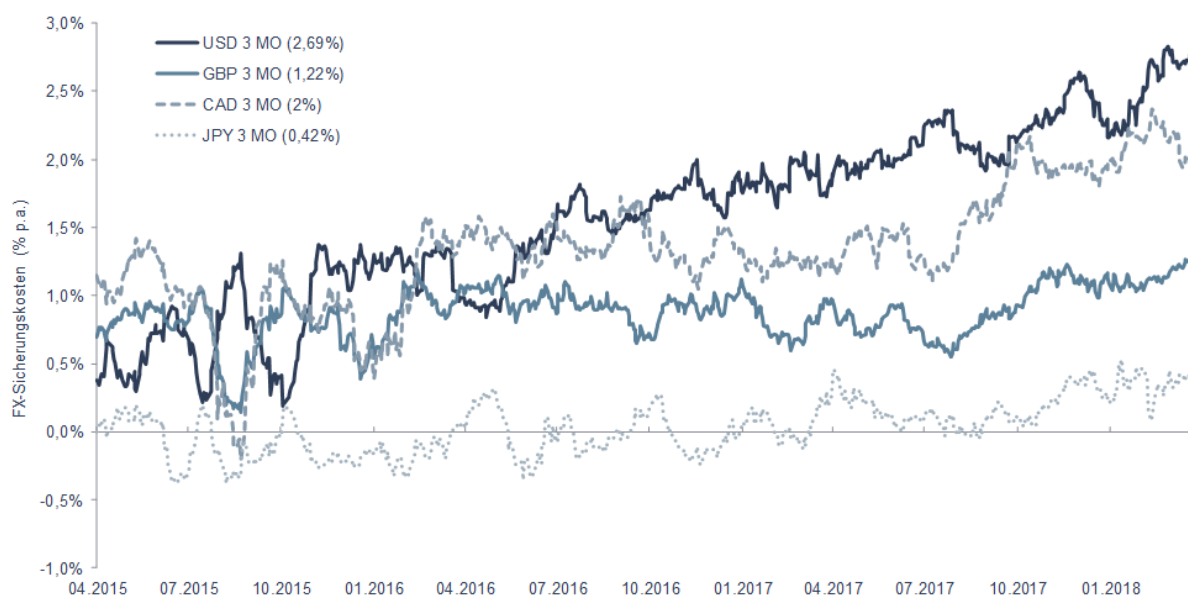


Abbildung 21: Währungsabsicherungskosten in Euro, Quelle: Bloomberg, 30.4.2018

Der in Abbildung 22 gezeigte Vergleich hebt noch einmal die Ähnlichkeiten zwischen Europa und Ozeanien hervor, die schon bei den Spreads (Abb. 19) zu beobachten waren. Es wird auch deutlich, dass im hohen Investment Grade Bereich es nur noch schwer bis unmöglich geworden ist, eine Ertragserwartung von über 2% zu erreichen. Hinzu kommt noch die niedrige Liquidität am Markt, was eine Investition in ausgewählte attraktive Anleihen oft verunmöglicht.

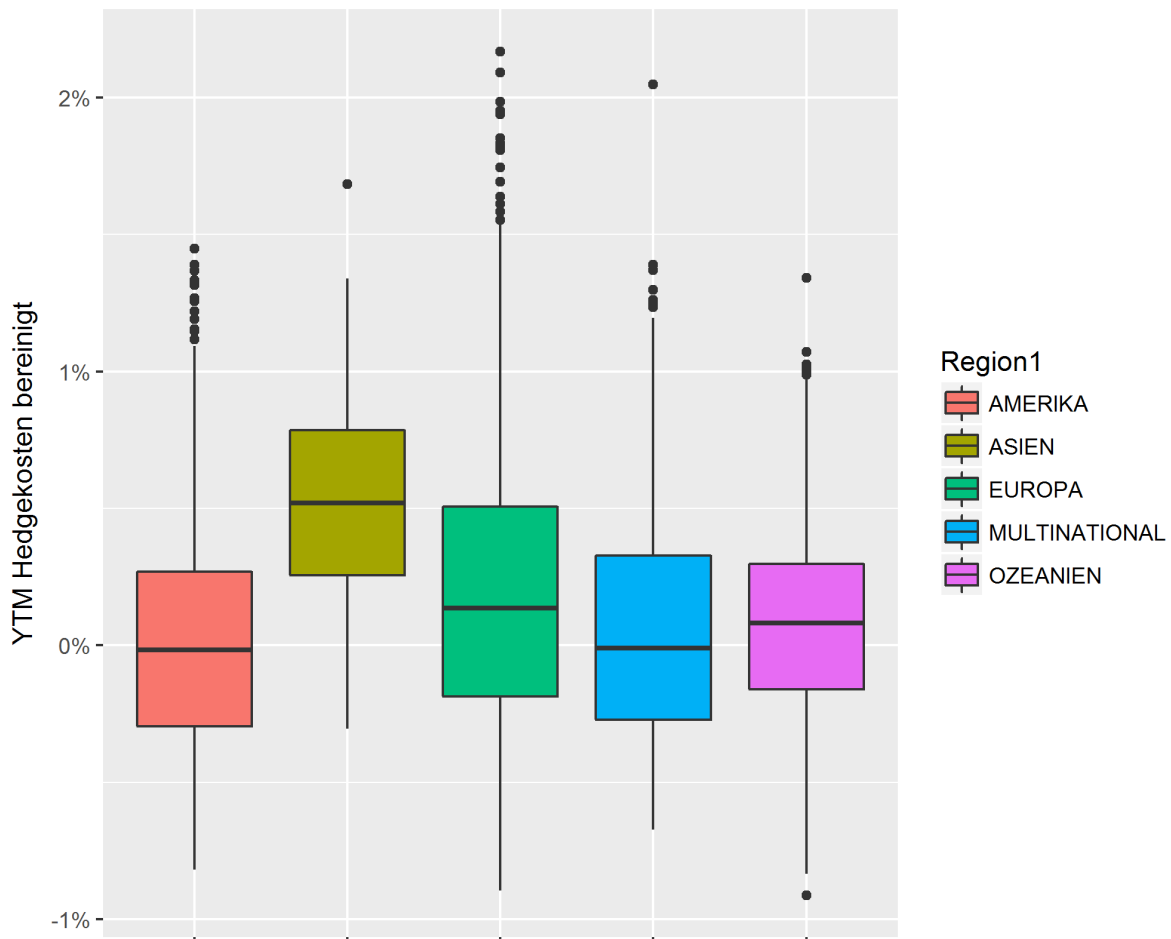


Abbildung 22: Rendite inkl. Währungsabsicherungskosten mit mindestens AA- Rating

Im nächsten Schritt haben die Studienautoren einen zusätzlichen Filter eingebaut und das Universum auf Rendite inkl. Währungsabsicherungskosten mit „AA-“ Rating und einer Duration von 6 beschränkt, um eventuelle Laufzeitenunterschiede zu identifizieren.

Abbildung 23 zeigt das Ergebnis und macht deutlich, dass der relative Vergleich der Regionen sich nicht verändert hat. Berücksichtigt man die aktuellen Zinskurven, lässt sich aufgrund der Reduktion der Renditen daraus ableiten, dass die Regionen in Summe eine höhere Duration als 6 haben. Die Anzahl der Anleihen mit einer Duration > 6 ist in der Überzahl oder es gibt überproportional viele lang laufende Emissionen.

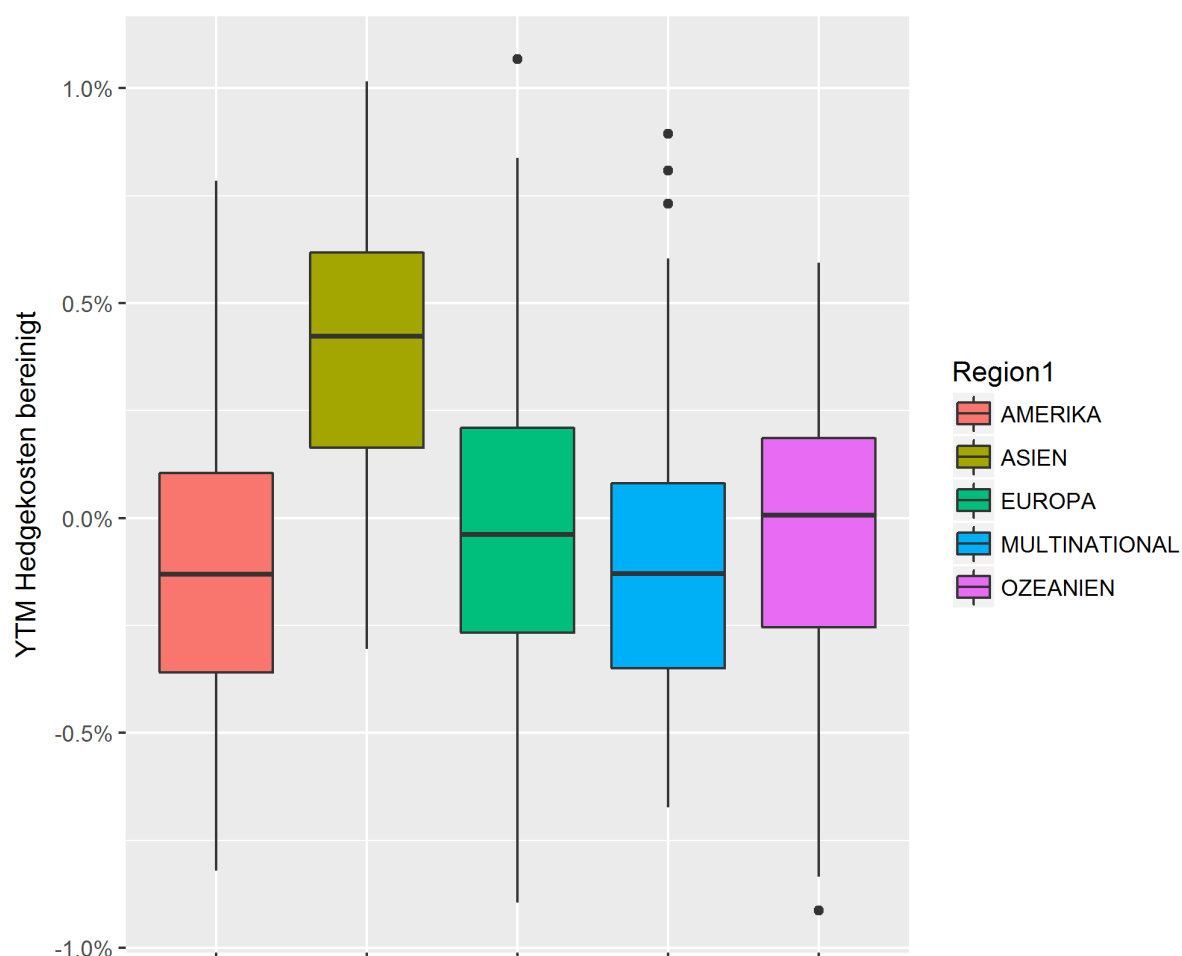


Abbildung 23: Rendite inkl. Währungsabsicherungskosten mit Rating AA- und Duration 6

4. Sektoren

Abbildung 24 verdeutlicht, dass die Sektoren primär von zwei Gruppen geprägt werden, wenn man nur die Anzahl der Emissionen betrachtet. Staatsanleihen und Financials sind schon bei anderen Auswertungen ins Blickfeld gekommen und tun es auch hier wieder. Financials mit fast 4.000 Emissionen folgen Staatsanleihen mit 2.778. Danach kommen nicht-zyklische Konsumgüter mit 1.363 Emissionen, Kommunikation 915 und Energie mit 892. Technologie und Diversified haben am wenigsten Emissionen mit 349 bzw. 53.

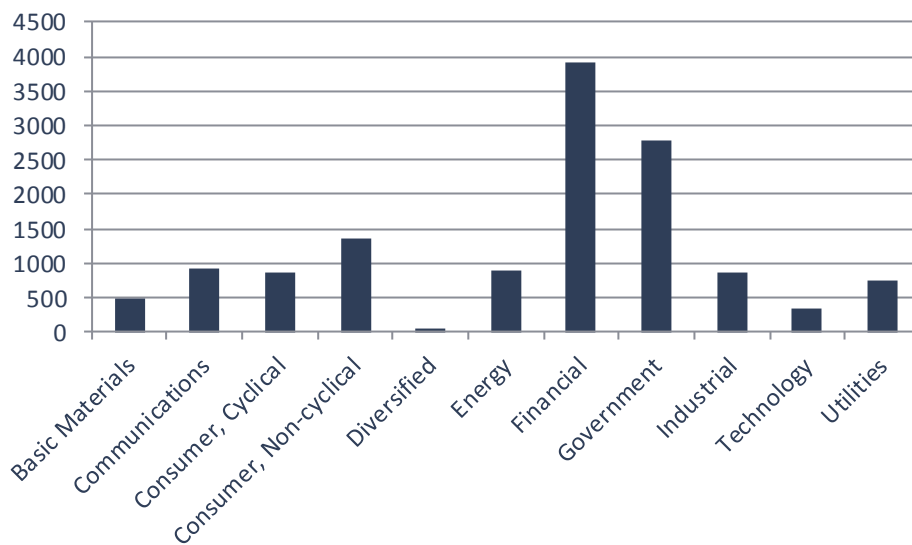


Abbildung 24: Anzahl Emissionen der Sektoren

Wenn die Kapitalisierung mitberücksichtigt wird, kommt wieder der starke Bias Richtung Staatsanleihen zum Vorschein. Mit knapp 70% ist dieser Sektor deutlich am stärksten ausgeprägt. Die Financials haben mit 13,55% noch einen zweistelligen Anteil in Prozent am Gesamtmarkt. Alle anderen Sektoren subsummieren 18,14% der Kapitalisierung auf sich, wie Abbildung 25 zeigt.

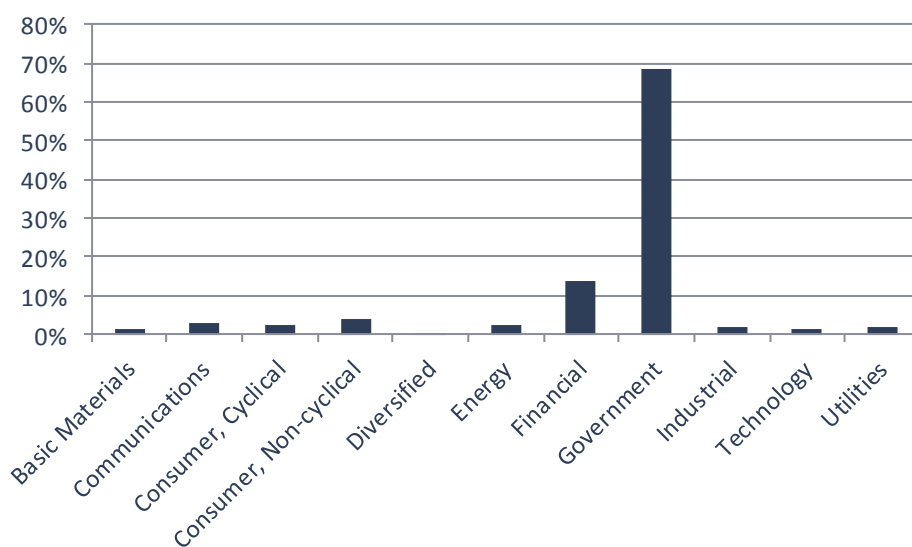


Abbildung 25: Kapitalisierung der Sektoren

Blickt man in die Tiefe und spaltet die Sektoren etwas feiner in Subsektoren auf, gibt es eine Vielzahl an Bereichen, die investierbar sind. Aus Gründen der Übersicht haben sich die Studienautoren entschieden, nur die Top 20 darzustellen.

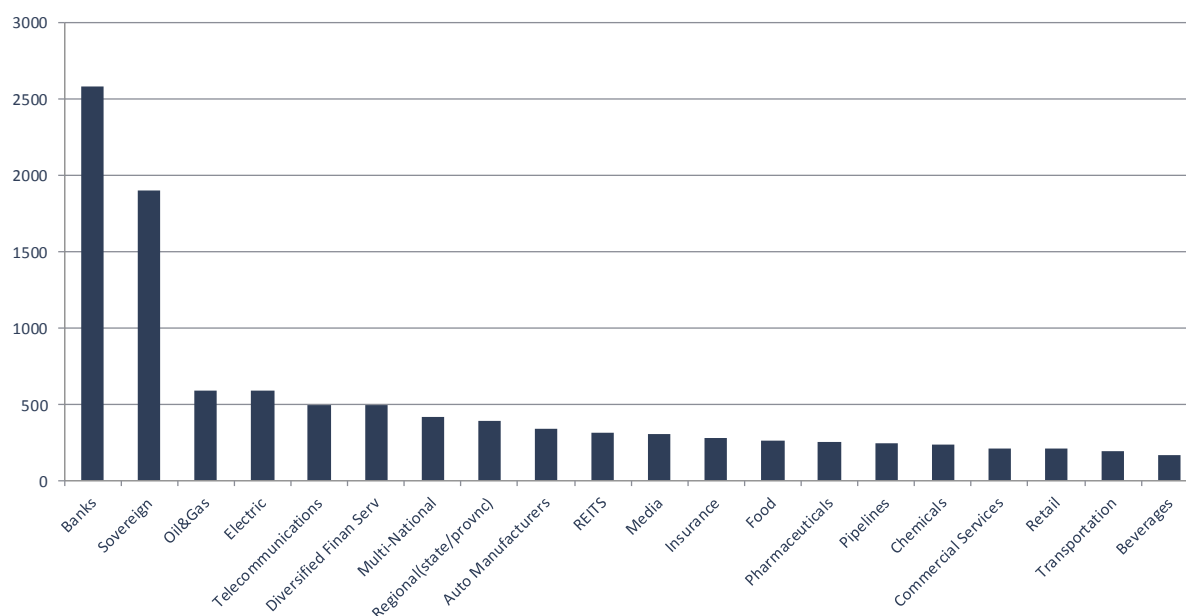


Abbildung 26: Anzahl der Emissionen der Subsektoren im Detail

Die beiden größten Subsektoren sind hier natürlich wieder Banken (2.588) und Staaten (1.901). Danach folgen Öl&Gas (591), Elektrizität (589), Telekommunikation (499), div. Finanzdienstleistungen (493), Multinationals (417), Regionale Staaten (Provinzen, Bundesländer, etc.) (390), Automobilhersteller (344). Auf den Rest der Top 20 fallen noch 2497 Emissionen.

4.1. Bonität

Abbildung 27 zeigt die Verteilung der Bonitäten der Sektoren. Auffällig ist die hohe Konzentration der Staatsanleihen und der Financials im „AAA“ Bereich. Die große Mehrheit der Unternehmensanleihen hat eine Bonität rund um den „BBB“ Bereich, wobei eine Normalverteilung im Ansatz zu beobachten ist. Der Mittelwert liegt zwischen „BBB+“ und „BBB“. Das High-Yield Segment ist nicht so stark präsent. Sichtbar wird auch die hohe Anzahl an Titeln, die den Financials zugeordnet sind. Auf diese Untergruppe wird im Kapitel 5.3 noch näher eingegangen.

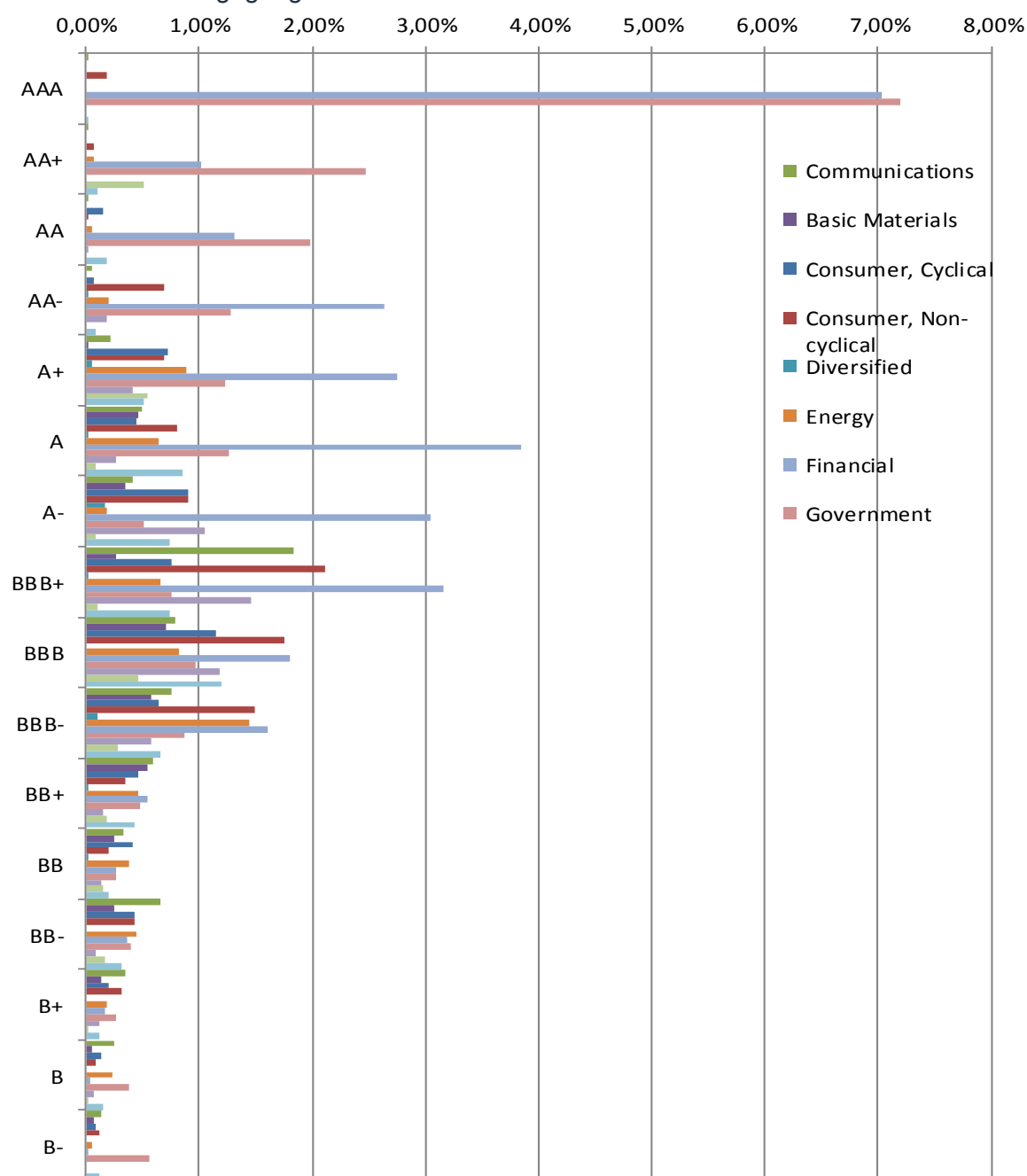


Abbildung 27: Bonitäten der Sektoren

4.2. Spreads

Die Spreads der Sektoren gestalten sich sehr unterschiedlich. Abbildung 28 zeigt die Ausprägung der verschiedenen Bereiche. Klammert man die Staatsanleihen aus, haben in jedem Sektor deutlich mehr als 75% einen positiven Spread. Bei den Financials ist die untere Kante der Box knapp unter der Nulllinie, was bedeutet, dass knapp über 25% der Anleihen einen negativen Spread haben, was vor allem durch die Covereds erklärbar ist. Die attraktivsten Spreads sind bei Basiswerkstoffen (Basic Materials) und Energie zu finden. Der Median dieser Sektoren befindet sich auf fast 100 BP. Vergleicht man diese Sektoren mit Abbildung 27, sieht man die starke Präsenz der Basic Materials im High-Yield Segment, was auch beantwortet, warum die Risikoaufschläge so hoch sind. Es ist auch die Tendenz zu erkennen, dass mit besser werdender Bonität auch die Bandbreite der Spreads abnimmt.

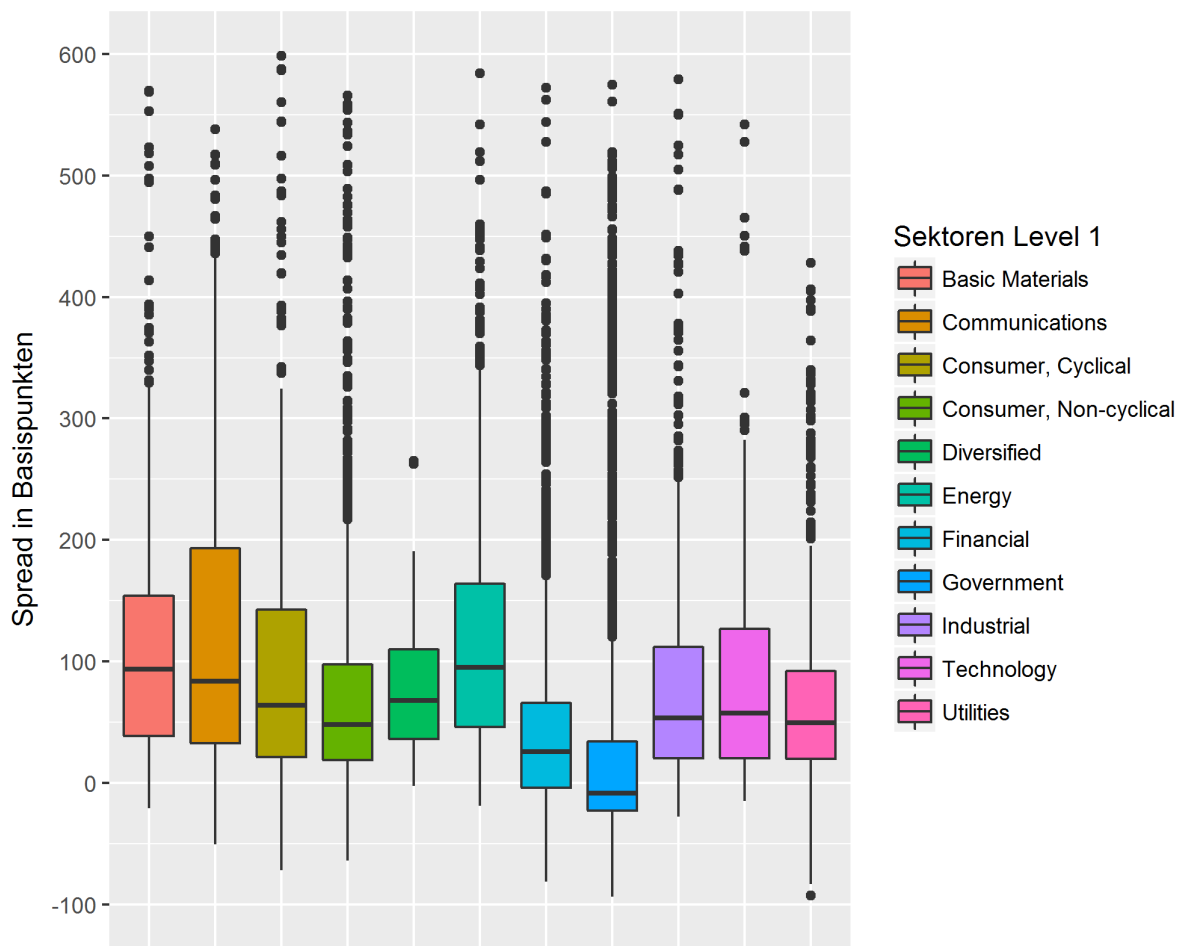


Abbildung 28: Spreads der Sektoren

4.3. Ertragserwartung

Bei den Ertragserwartungen ist interessanterweise ein anderes Bild als bei den Spreads zu entdecken. Die Boxen sind von der Größe fast durchgehend auf einem ähnlichen Niveau. Auch die Mediane unterscheiden sich nur marginal, wenn man den Ausreißer der Staaten einmal ausklammert. Dies ist darauf zurückzuführen, dass bei der Berechnung der Ertragserwartungen die historischen Default-Raten abgezogen werden und somit eine Bereinigung des Risikoaufschlages stattfindet. Das hat zur Folge, dass verschiedene Ratingkategorien deutlich besser miteinander vergleichbar werden, wie auch hier in Abbildung 29 wieder ersichtlich wird.

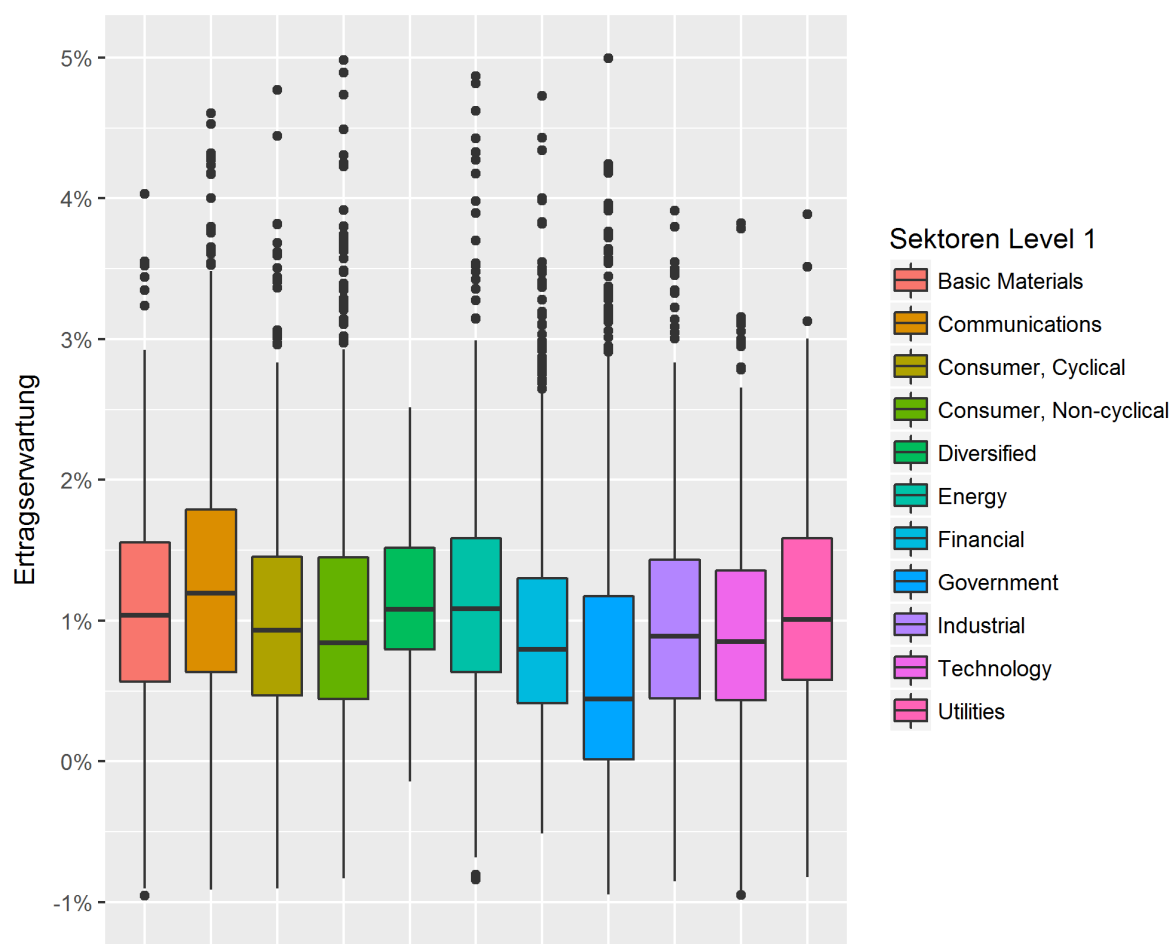


Abbildung 29: Ertragserwartungen der Sektoren

5. Anleihen-Typen

In diesem Kapitel werden die verschiedenen Anleihtypen im Detail unter die Lupe genommen. Neben Staatsanleihen werden auch Agencies, andere Supranationale und internationale öffentlich-rechtliche Organisationen bzw. Corporates & Financials und Covered Bonds als dritte Kategorie beleuchtet. Es wird dabei, wie schon in den Kapiteln zuvor, jeweils auf die Bonität, den Spread und die Ertragserwartung eingegangen.

5.1. Staaten

Die Kategorie Staaten wurde von den Autoren etwas weiter gefasst und inkludiert neben klassischen Staatsanleihen noch die regionalen Staaten und Kommunen. Diese werden in Unterkapiteln separat behandelt. In Summe umfasst das Universum 1.365 Staatsanleihen bzw. 336 Emissionen aus regionalen Staaten und 28 aus Kommunen. In Summe ergibt sich ein Universum von 1.729 Titel, die in diesem Kapitel betrachtet werden.

5.1.1. Bonität

Abbildung 30 zeigt die Anzahl der Emissionen pro Ratingkategorie. Der größte Anteil der Staatsanleihen ist im „AAA“ Bereich zu finden. Die Ausreißer bei „A“, „BBB+“, „BBB“, „BBB-“ und „B-“ sind auf Japan, Spanien, Italien, Portugal und Argentinien zurückzuführen. Ansonsten kann auch hier wieder beobachtet werden, dass bei abnehmender Bonität die Anzahl der Emissionen sinkt.

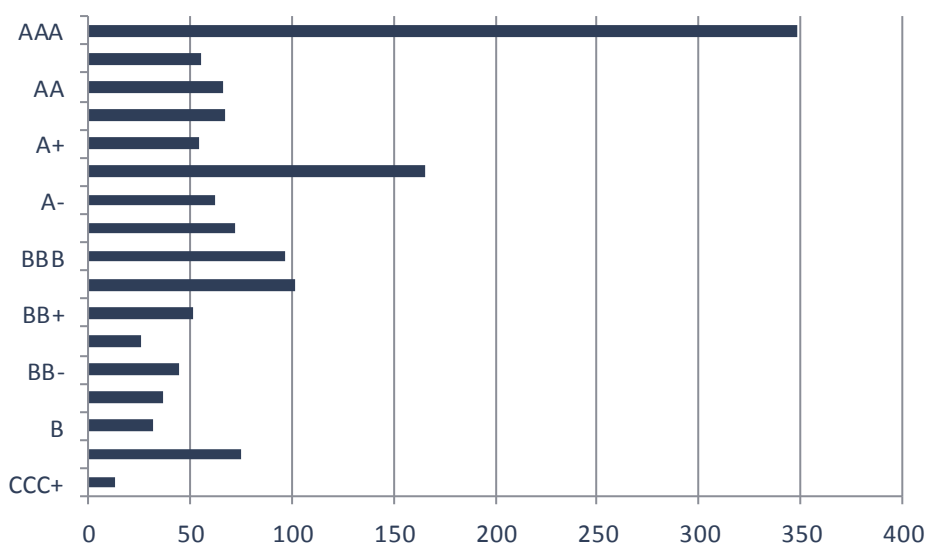


Abbildung 30: Anzahl Emissionen pro Ratingkategorie

5.1.2. Spreads

In Abbildung 30 sind die Spreads der Staatsanleihen je Bonität dargestellt. Bei der Ratingkategorie „A“ ist ein leichter Knick zu erkennen, der auf Japan zurückzuführen ist, das zwar hoch verschuldet ist, aber wie in Kapitel 2.1 schon erwähnt, primär bei der eigenen Bevölkerung. Das mag ein Mit Grund dafür sein, dass Japan etwas geringere Risikoaufschläge zahlen muss, als Länder mit einer vergleichbaren Bonität. Ansonsten ist das typische exponentielle Wachstum zu beobachten, das mit der Ausfallswahrscheinlichkeit gut übereinstimmt. Zusätzlich kann auch hier der überproportionale Anstieg ab High Yield und der darauf folgende leichte Rückgang ab „BB“ wahrgenommen werden.

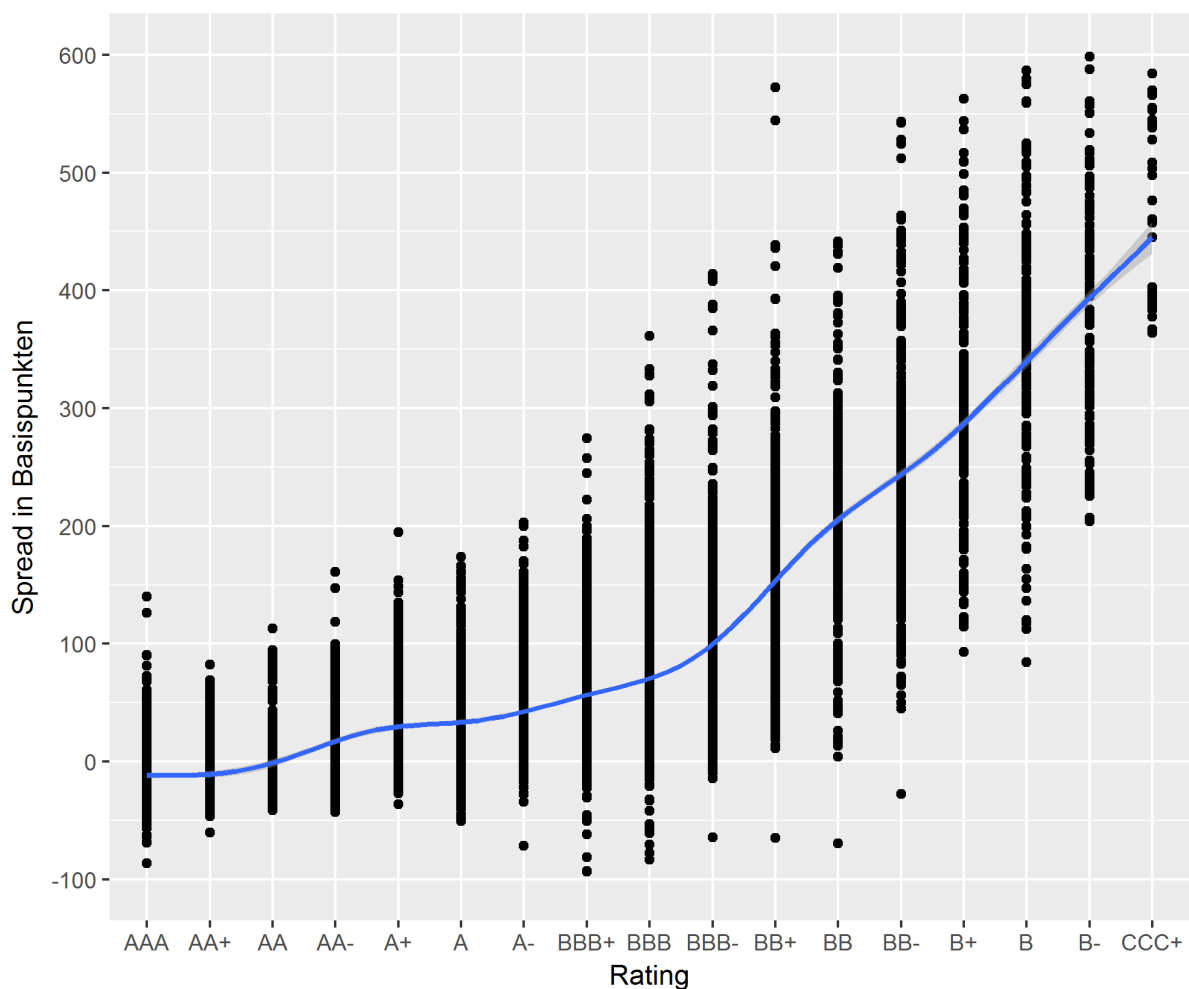


Abbildung 31: Spreads der Staaten

5.1.3. Ertragserwartung

Die in Abbildung 32 dargestellten Ertragserwartungen der Staaten bringen ein eher untypisches Bild hervor. Es gibt starke Verwerfungen im Vergleich der verschiedenen Bonitäten. Im High-Yield Bereich nimmt die Ertragserwartung sukzessive ab, was darauf schließen lässt, dass die bezahlten Risikoprämien die historischen Ausfallwahrscheinlichkeiten nicht mehr kompensieren. Dies mag unter Umständen auch darauf zurückzuführen sein, dass aufgrund der Niedrigzinsphase und des unveränderten Ertragsdrucks von Seiten der Investoren verstärkt in risikoreiche Assets investiert wurde und dementsprechend die Risikoprämien gesunken sind. Der Knick im Investment Grade Bereich mag darauf zurückzuführen sein, dass Staaten wie Japan, die sich im Bereich zwischen „A-“ und „AA-“ befinden, eine tendenziell flachere Zinskurve haben und der Roll-Down-The-Curve-Effekt dementsprechend nicht so stark ausgeprägt ist bzw. die Währungsabsicherungskosten in diesen Staaten sehr hoch sind. Aufgrund dieser beiden Effekte sind diese Staaten aus Eurosicht deutlich unattraktiver. Dies wird bei einer reinen Yield to Maturity Betrachtung nicht sichtbar.

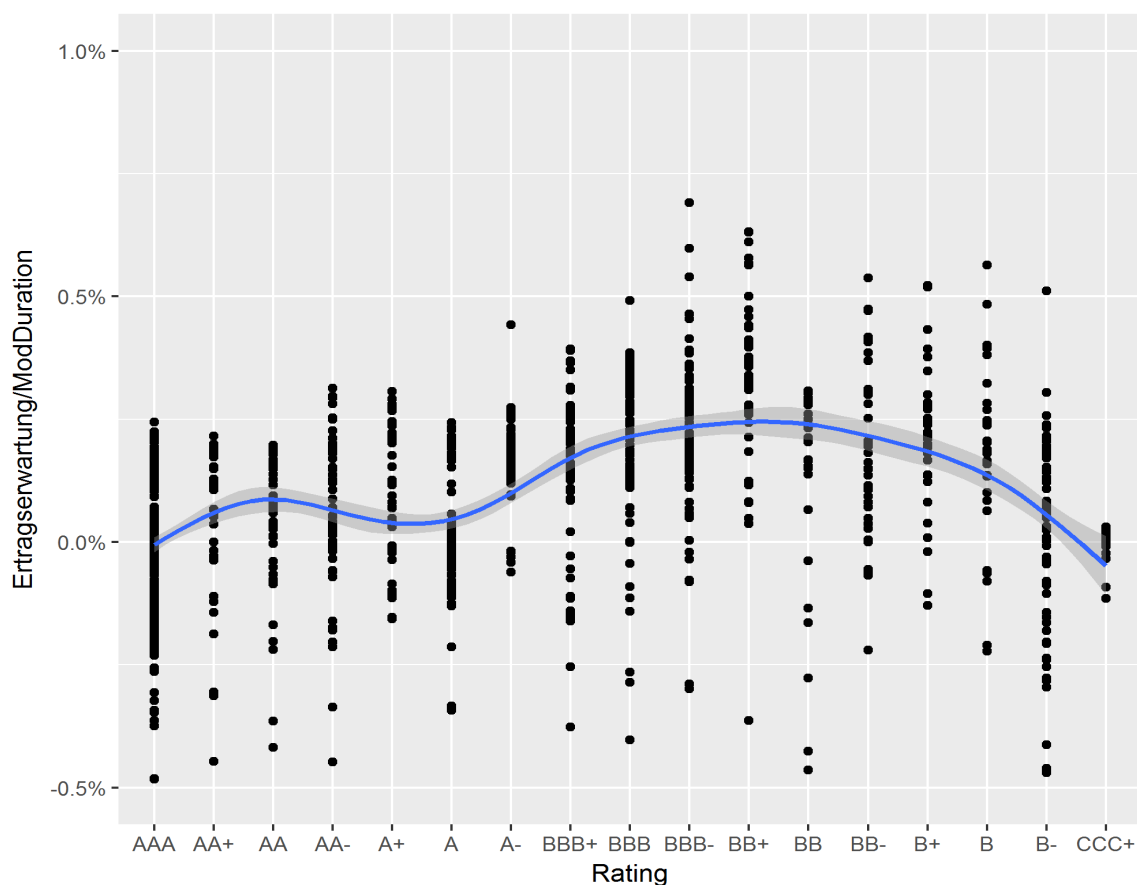


Abbildung 32: Ertragserwartungen der Staaten

5.1.4. Regionale Staaten und Kommunen

Eine Unterkategorie der Staaten sind regionale Staaten wie Bundesländer, Provinzen, Kommunen, etc. Das Unterkapitel ist diesem Anleihentyp gewidmet. Diese Wertpapiere unterscheiden sich zwar vom Rating oder der rechtlichen Kategorisierung her (Pensionskassengesetz) kaum von klassischen Staatsanleihen, allerdings ist die Liquidität wesentlich geringer, woraus auch ein höherer Bid-Ask-Spread resultiert.

5.1.4.1. Bonität

Bei der Betrachtung von Abbildung 33 fällt auf, dass die große Mehrheit der Emissionen von regionalen Staaten bei den Top-Bonitäten zu finden ist. 313 Emissionen sind dem Investment Grade Bereich zuzuordnen und nur 23 den High-Yields. 267 davon sind alleine zwischen „AA-“ und „AAA“ zu finden.

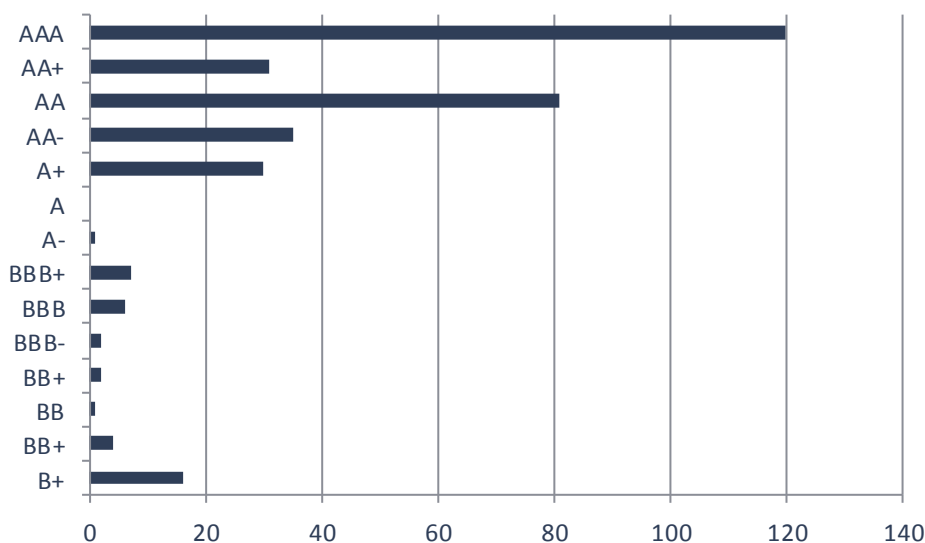


Abbildung 33: Bonitäten der regionalen Staaten

5.1.4.2. Spreads

Die Verteilung der Spreads von regionalen Staaten und Kommunen in Abbildung 34 sieht auf den ersten Blick nachvollziehbar und wenig aufregend aus. Aufgrund der niedrigen Anzahl an Emissionen kann jedoch im Bereich „A“ bis „B+“ keine wirkliche Aussage getroffen werden. Wie auch bei anderen Kategorien ersichtlich scheint es jedoch für Investoren keinen oder sehr geringen Unterschied auszumachen, ob ein Emittent ein „AAA“, „AA+“ oder „AA“ Rating hat. Erst danach beginnen die Risikoaufschläge anzusteigen.

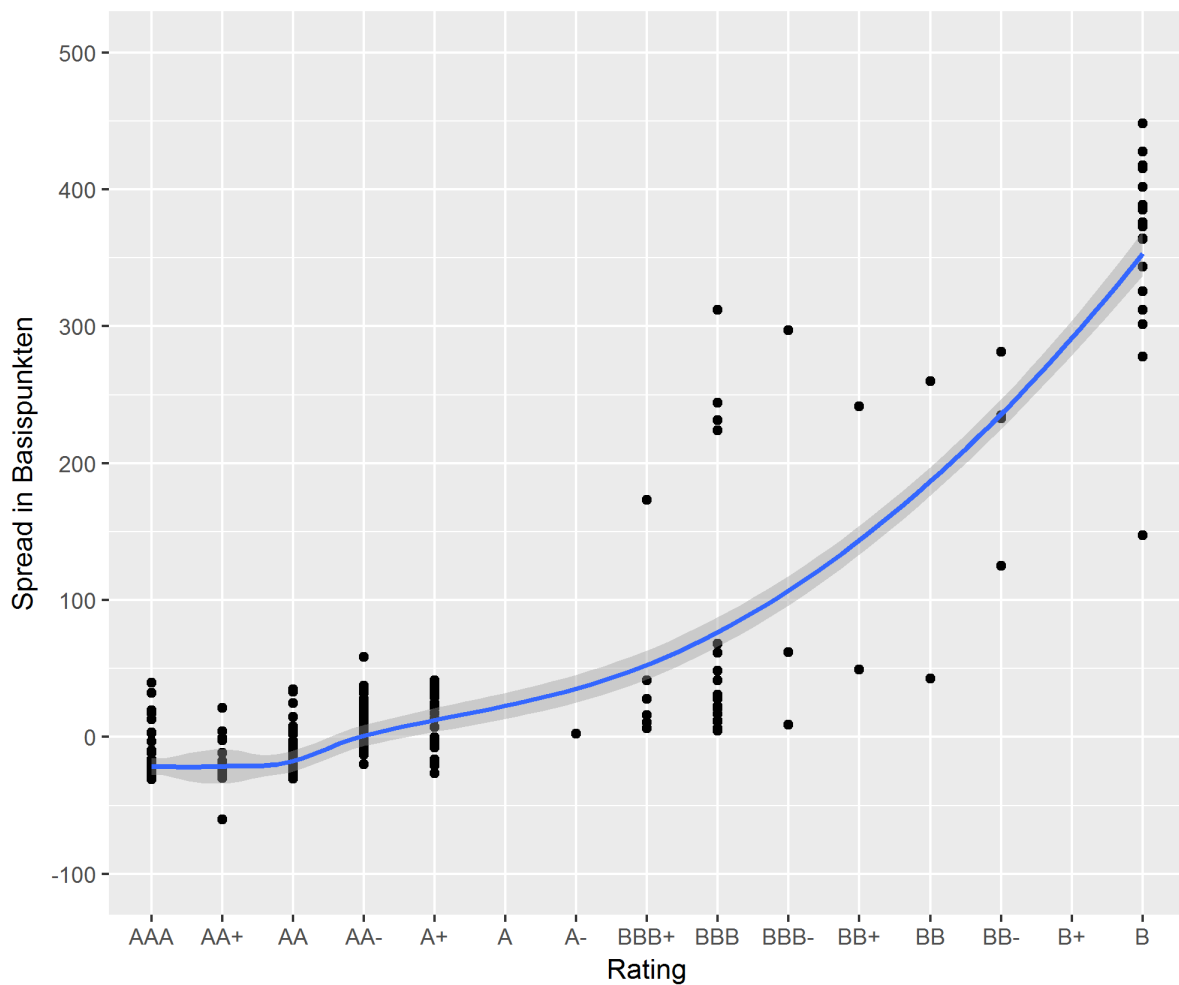


Abbildung 34: Spreads der Regionalen Staaten und Kommunen

In Abbildung 35 werden regionale Staaten und Kommunen mit Staatsanleihen in Hinblick auf deren Risikoaufschläge verglichen. Bei Staatsanleihen verhalten sich diese Aufschläge so, wie erwartet. Zwischen „AAA“ und „A“ gibt es wenig Unterschiede, danach beginnen die Spreads zu steigen. Bei Regionalen Staaten und Kommunen beginnt der Anstieg etwas früher und nähert sich dann bis „BBB“ wieder den Aufschlägen von Staatsanleihen an. Aufgrund der niedrigen Anzahl an Emissionen ist das Ergebnis aber stark von einzelnen Emittenten beeinflusst. Generell kann dennoch festgehalten werden, dass wie bereits zu Beginn des Kapitels angemerkt, der Spread leicht über den von Staatsanleihen liegt, was durch eine zusätzliche Liquiditätsprämie erklärt werden kann.

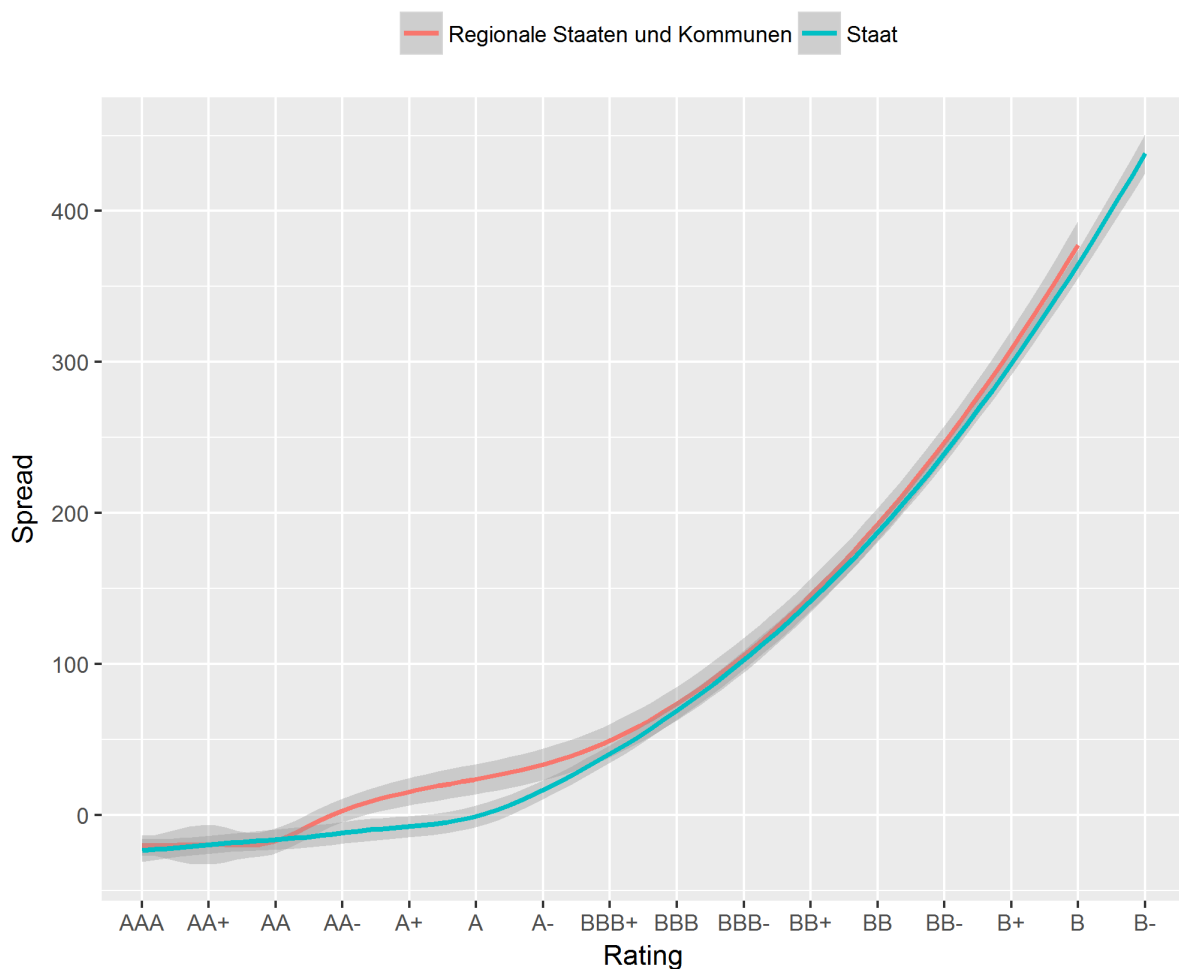


Abbildung 35: Spreads der Regionalen Staaten und Kommunen im Vergleich mit Staaten

5.1.4.3. Ertragserwartung

Die Ertragserwartungen von regionalen Staaten und Kommunen verhalten sich jedoch etwas anders, als die der Staatsanleihen, wie in Abbildung 36 sichtbar wird. In Abbildung 35 war noch kaum ein Unterschied vorhanden, wenn man jedoch die Laufzeiten mitberücksichtigt, verändert sich das Bild. Auch hier ist eine Interpretation fehleranfällig, da sie stark von einzelnen Emittenten beeinflusst wird. Diese Darstellung bestätigt aber, dass regionale Staaten und Kommunen einen höheren Risikoaufschlag als Staaten bezahlen.

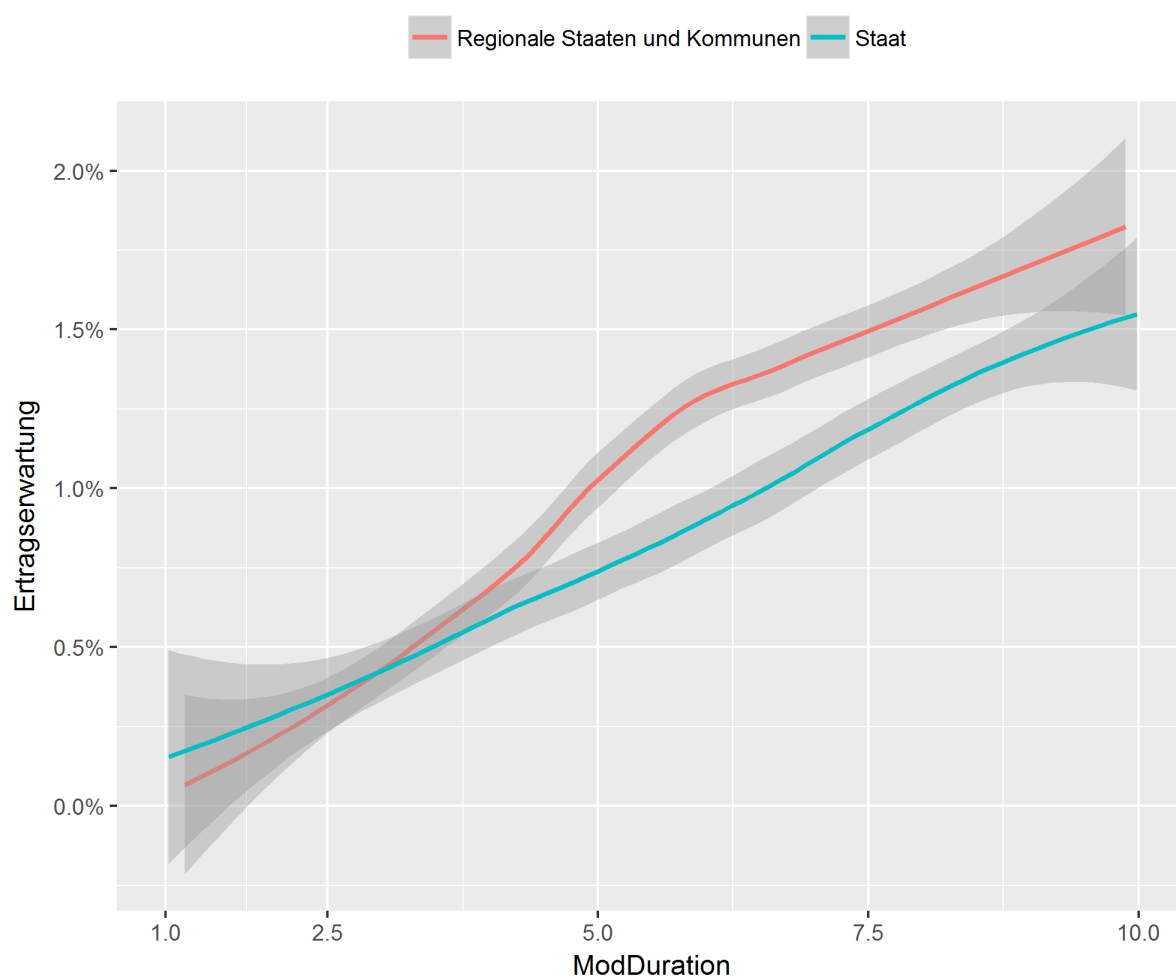


Abbildung 36: Ertragserwartung der Regionalen Staaten und Kommunen im Vergleich mit Staaten

5.2. Agencies, international öffentlich rechtliche und sonstige supranationale Organisationen

Die Gruppe der Agencies, Supranationalen und internationalen öffentlich-rechtlichen Organisationen besteht in Summe aus 1.493 Anleihen. Da die jeweiligen Untergruppen teils sehr klein sind, haben sich die Studienautoren entschieden, diese drei Typen zusammenzufassen. Ein weiterer Grund ist die unmittelbare Vergleichbarkeit was Bonität, Spread und Ertragserwartung betrifft. Mit 1.063 entfällt der größte Anteil auf die Agencies. Die internationalen öffentlich-rechtlichen Organisationen sind mit 290 Anleihen vertreten, gefolgt von den sonstigen Supranationalen mit 140 Emissionen.

5.2.1. Bonität

Abbildung 37 zeigt die Verteilung der Bonitäten der ganzen Gruppe. Mit über 650 Anleihen ist der „AAA“ Bereich am stärksten präsent. Dieser untergliedert sich in 327 Agencies, 217 int. öff.-rech. Organisationen und 114 sonstige supranationale Anleihen. In Summe sind 1450 Anleihen dem Investment Grade Bereich zuzuordnen. Nur 43 Anleihen sind aus dem High-Yield Segment, wobei diese bis auf eine Ausnahme (Supranationals) ausschließlich bei den Agencies zu finden sind. 1.386 Anleihen haben ein Rating von „A+“ oder besser.

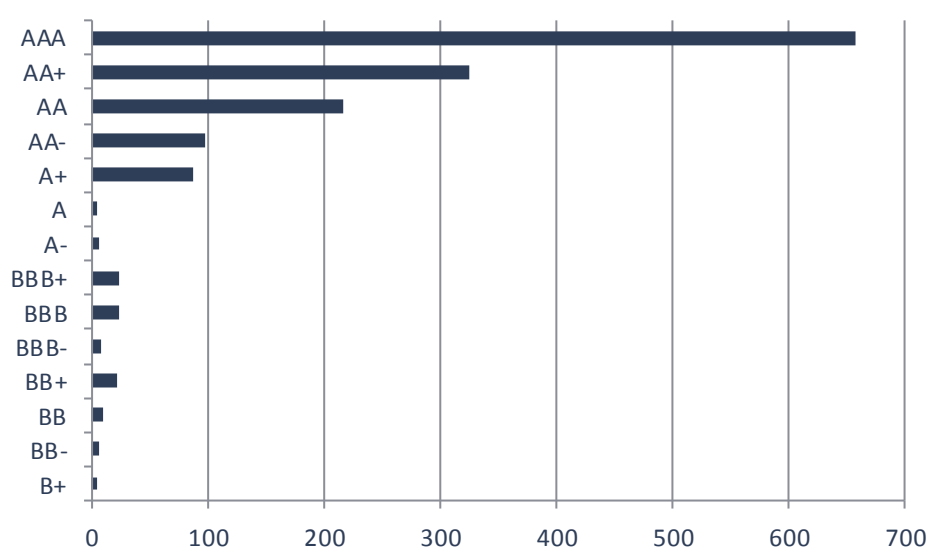


Abbildung 37: Bonitäten von Agencies, Supranationals und int.öff.rech.Org.

5.2.2. Spreads

Da bei dieser Kategorie das Rating fast ausschließlich „A+“ oder höher ist, werden im ersten Schritt nur Anleihen mit Investment Grade in Bezug auf ihre Spreads betrachtet. In Abbildung 38 wird sichtbar, dass internationale öffentlich-rechtliche Organisationen den deutlich niedrigsten Median und auch die geringste Schwankungsbreite haben. Obwohl über 80% der Supranationalen Anleihen ein „AAA“ Rating besitzt, ist der Median dieser Kategorie trotzdem leicht höher, als bei den Agencies, die in Summe nur knapp über 30% „AAA“ Anleihen haben. Wenn man „AA“ und „AA+“ Anleihen noch miteinbezieht haben beide in etwa den gleichen Prozentanteil. Eine Abstufung auf „AA+“ bzw. „AA“ hat hier scheinbar keine oder kaum Auswirkungen auf den Risikoaufschlag. Das beantwortet auch die Frage, warum int. öff-recht. Organisationen einen so niedrigen Spread haben. 100% der Anleihen notieren mit „AA“ oder höher. Trotzdem gibt es nach oben einige Ausreißer, die für ein Investment interessant erscheinen.

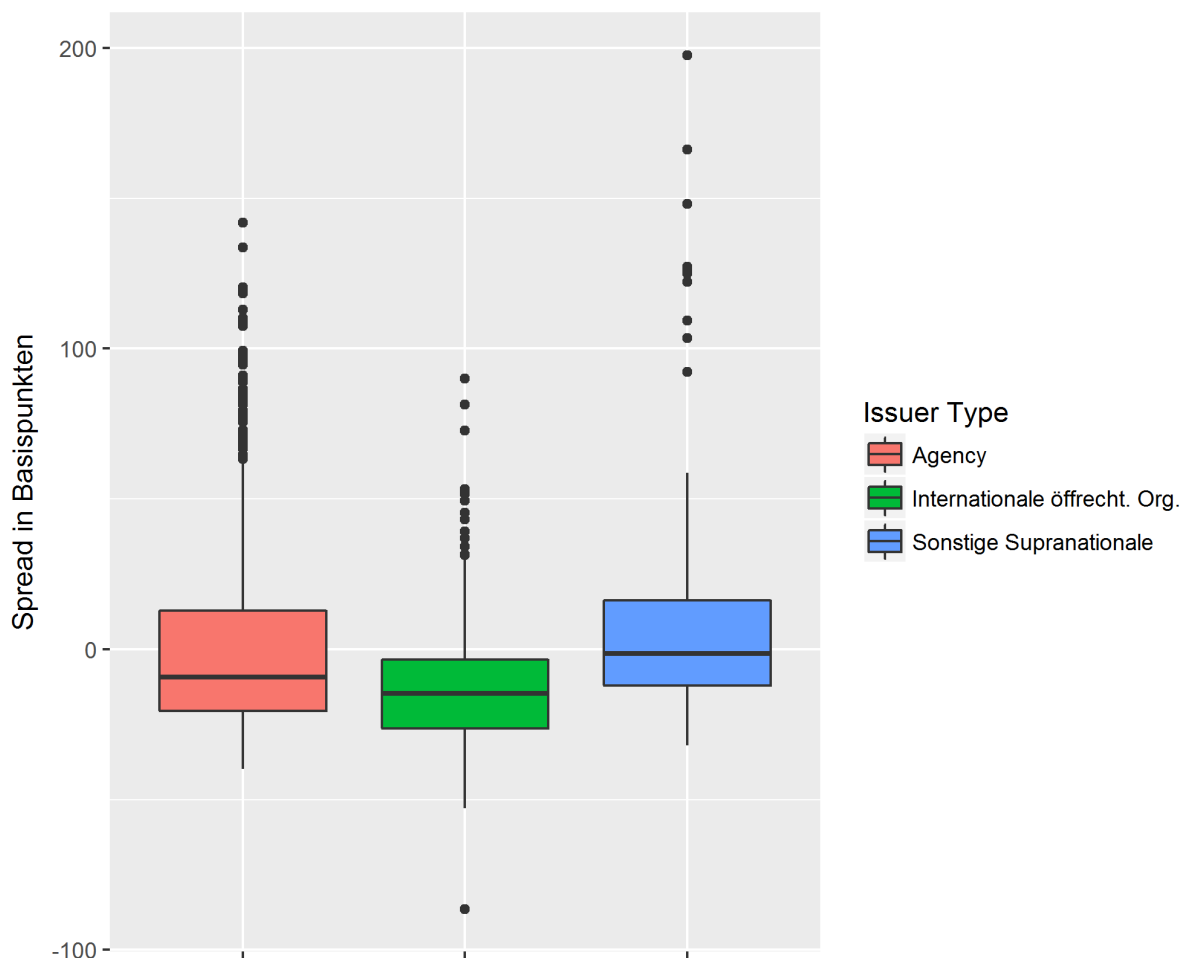


Abbildung 38: Spreads von Agencies, Supranationals und int.öff.rech.Org. mit IG Rating

Bei der Gesamtbetrachtung pro Ratingkategorie in Abbildung 39 wird der nichtvorhandene Unterschied zwischen „AA“, „AA+“ und „AAA“ noch deutlicher. Es gibt bei „AA+“ sogar einen leichten Knick nach unten. Danach erhöhen sich die Risikoaufschläge systematisch. Ab dem „A“ Rating wird eine Aussage immer unmöglicher, da es einfach zu wenige Anleihen gibt, um eine klare Aussage zu formulieren. Das wird auch im Signifikanzband deutlich, das ab diesem Rating deutlich auseinander geht.

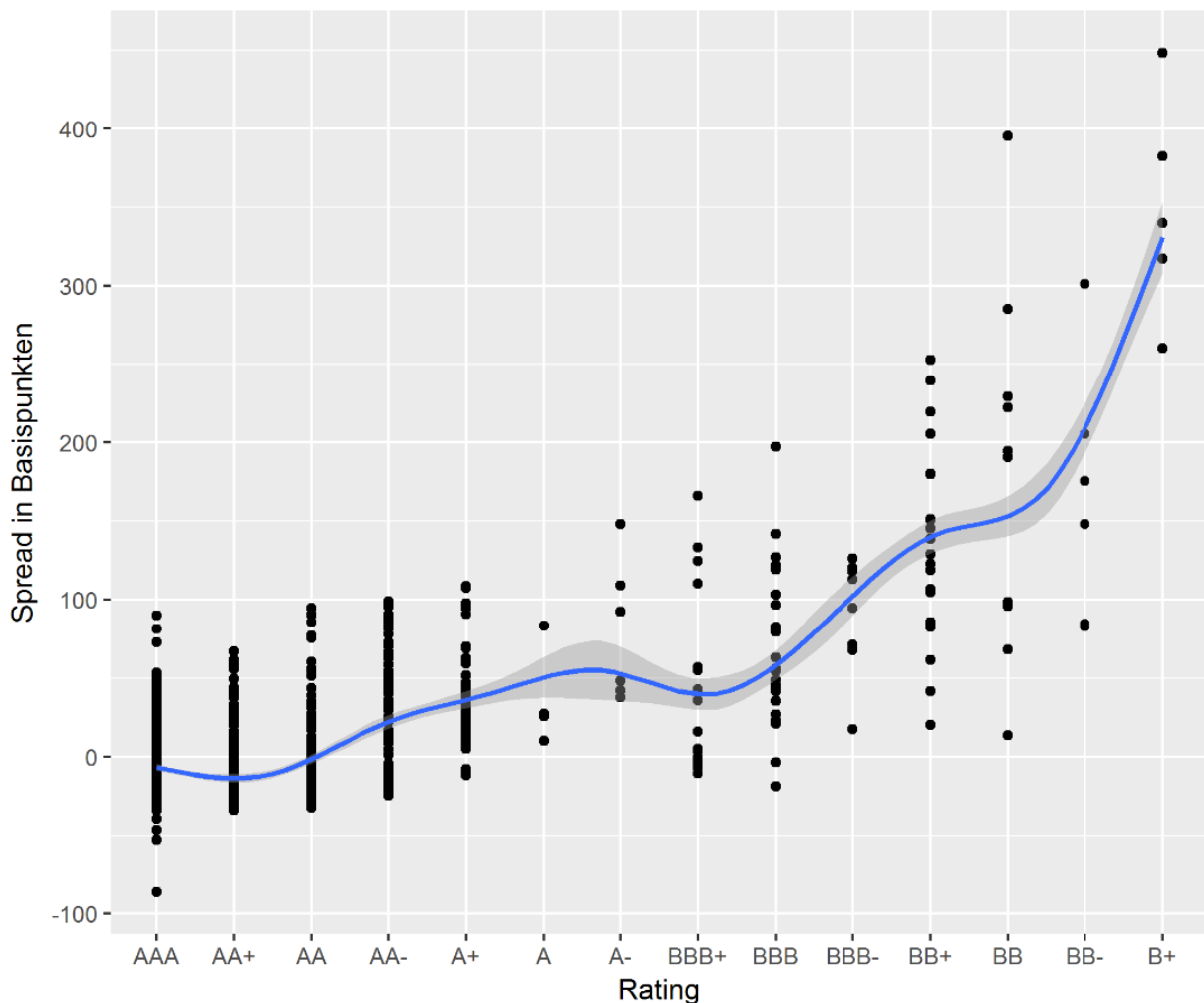


Abbildung 39: Spreads nach Bonitäten von Agencies, Supranationals und int.öff.rech.Org.

5.2.3. Ertragserwartung

Die Betrachtung der Ertragserwartungen kann auch hier nur sinnvoll bis zur Rating-Kategorie „A+“ vorgenommen werden. Interessanterweise ist hier ein systematischer Anstieg bis hin zu „AA-“ zu beobachten. Dies ist in diesem Zusammenhang ausschließlich durch Währungsabsicherungskosten verursacht, da es in diesem Bonitätenbereich keine nennenswerten Defaultabschläge gibt. Aus der Abbildung 40 ergibt sich, dass im Schnitt mit einer maximalen Ertragserwartung von 1% zu rechnen ist. Wenn man einige wenige Ausreißer ausklammert, sind 2% eine Obergrenze auf Einzeltitelebene.

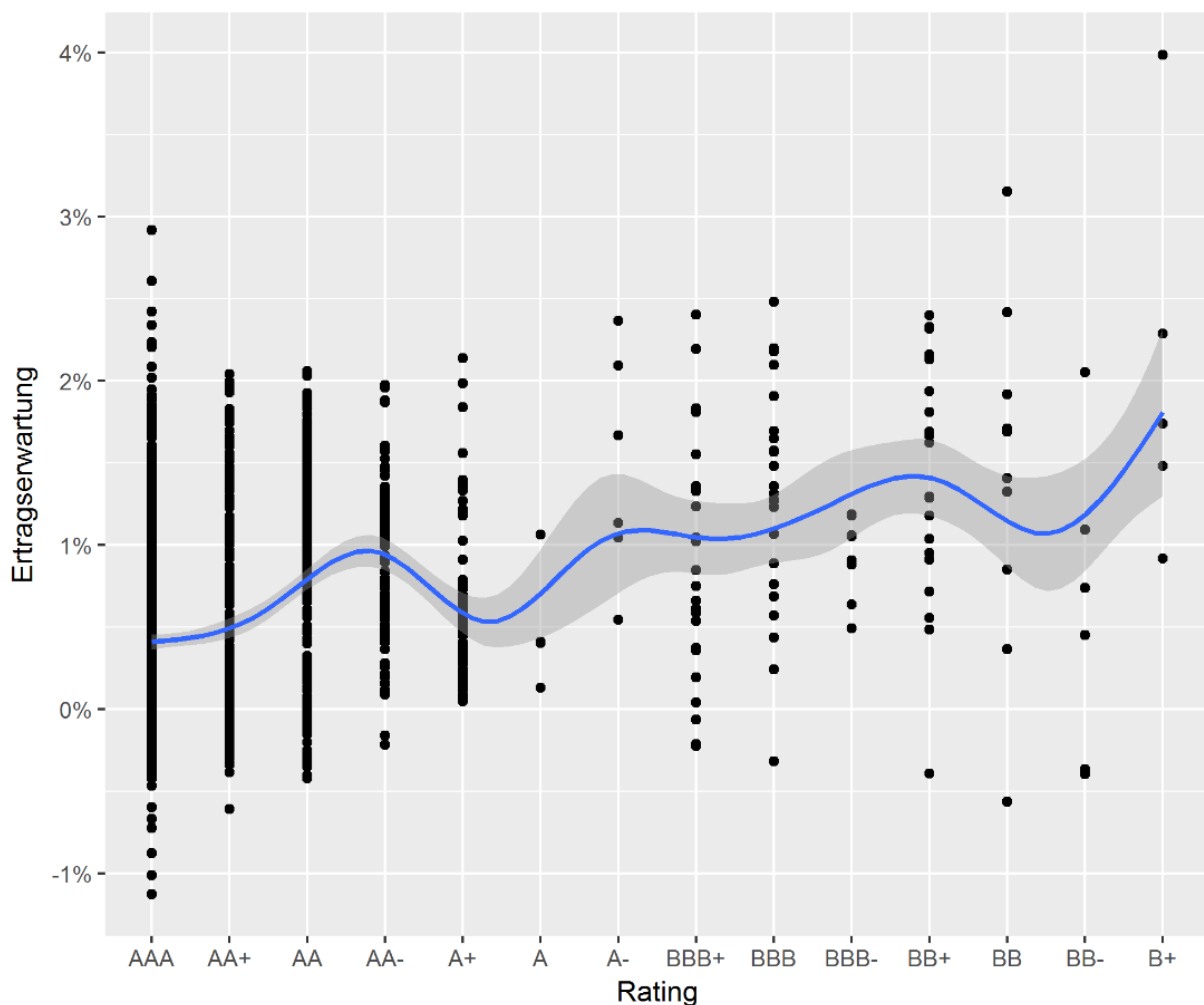


Abbildung 40: Ertragserwartungen nach Bonitäten von Agencies, Supranationals und int.öff.rech.Org.

In Abbildung 41 werden die drei Kategorien in Bezug auf deren Ertragserwartungen und Laufzeiten miteinander verglichen. Bei allen Kategorien steigt mit der Laufzeit auch die Ertragserwartung mit. Bei den Supranationalen gibt es ab einer mod. Duration von ca. 6,5 einen Knick nach unten. Agencies und int. öff-recht. Organisationen entwickeln sich nahezu ident. Agencies haben aber einen erhöhten Risikoaufschlag zu bezahlen. Dieser leitet sich hauptsächlich aus der etwas tieferen Bonität ab.

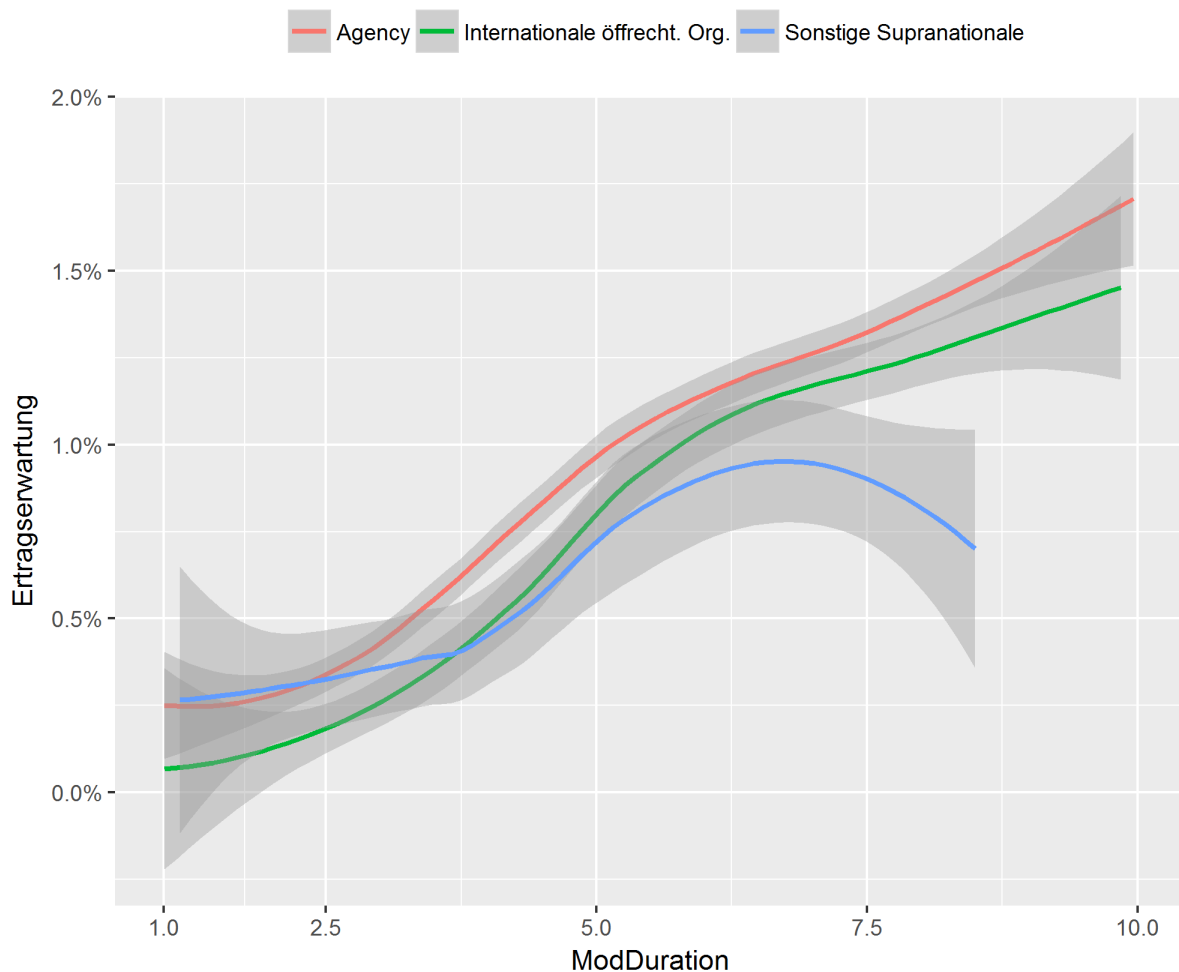


Abbildung 41: Ertragserwartungen von Agencies, Supranationals und int.öff.rech.Org.

5.3. Corporates & Financials

Der größte Teil an Emissionen fällt in die Kategorie Corporates & Financials. In Summe sind es 10.021, wobei der Bereich Financials mit 3.921 auch alleinstehend sehr groß ist. Der Großteil der Financials gehört zur Kategorie Banken, welche alleine 2.588 Emissionen enthält. Die restlichen verteilen sich in weitere Subkategorien, von denen noch Finanz diversifiziert mit 493 Emissionen erwähnt werden sollte. Darüber hinaus sind in den Financials insgesamt 920 Coverds enthalten, welche den Hauptteil der „AAA“ Anleihen dieser Kategorie ausmachen.

5.3.1. Bonität

Bei den Bonitäten der Corporates & Financials in Abbildung 42 ist fast eine Normalverteilung zu beobachten. Die Kategorien BB+ und BB sind etwas unterrepräsentiert. Der „AAA“ ist dafür deutlich stärker aufgestellt, was auf die Covered Bonds zurückzuführen ist. 8.377 Emissionen sind im Investment Grade Bereich zu finden. Nur 1.644 sind auf Ramsch-Niveau. Mit 774 sind „AAA“ Emissionen sehr stark präsent. Diese Ratingklasse setzt sich primär aus Covered Bonds zusammen, die in einem Unterkapitel separat betrachtet werden.

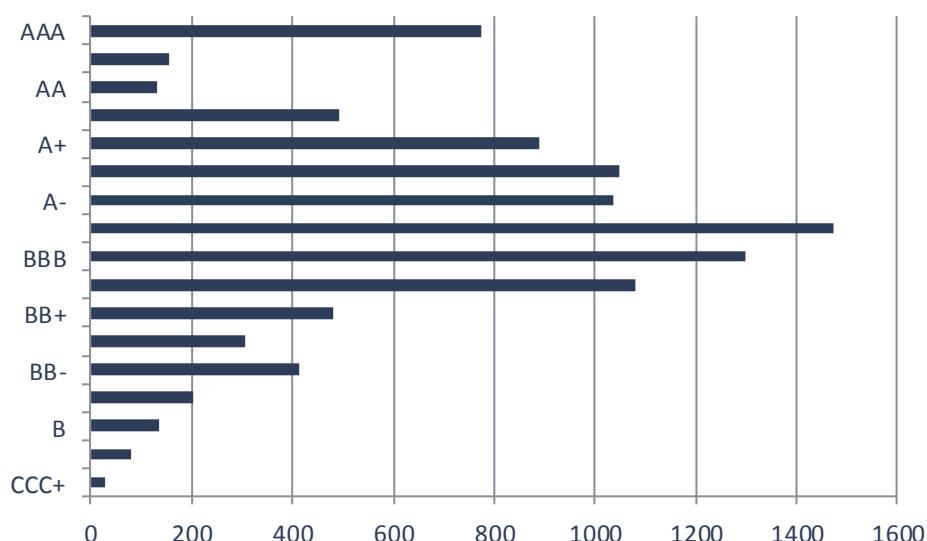


Abbildung 42: Bonitäten der Corporates & Financials

5.3.2. Spreads

Abbildung 43 gibt die Verteilung der Spreads innerhalb der verschiedenen Sektoren wieder. Die meisten Sektoren haben einen Median zwischen 50 und 100 BP. Die größten Schwankungsbreiten haben Telekommunikation und Energie. Am wenigsten schwanken die Financials, Health Care und Utilities.

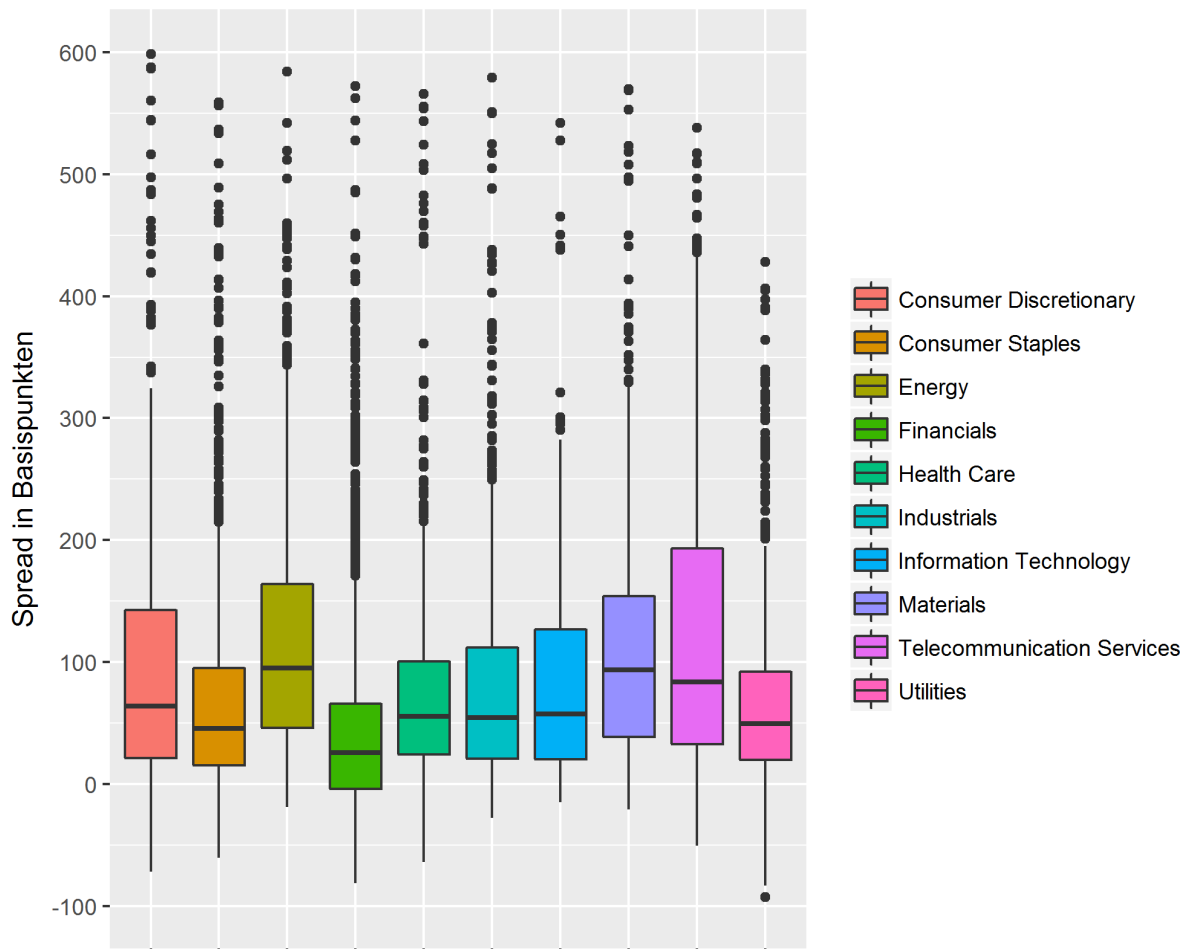


Abbildung 43: Spreads der Sektoren

In Abbildung 44 sind alle Corporates & Financials in der jeweiligen Rating-Kategorie zusammengefasst und dargestellt. Bei den Unternehmensanleihen gibt es keine wahrnehmbaren Ausreißer, wie bei den Staatsanleihen. Unternehmen scheinen sehr rigoros nach ökonomischen Kriterien beurteilt zu werden bzw. die Marktteilnehmer akzeptieren die vorgegebenen Ratings bei Unternehmen etwas mehr, als bei Staaten. Das mag nicht zuletzt auch darauf zurückzuführen sein, dass es Staaten mitunter leichter fällt, die Gesetze nach ihren Vorstellungen zu gestalten. Bei großen Volkswirtschaften kann das zu einer Wettbewerbsverzerrung führen.

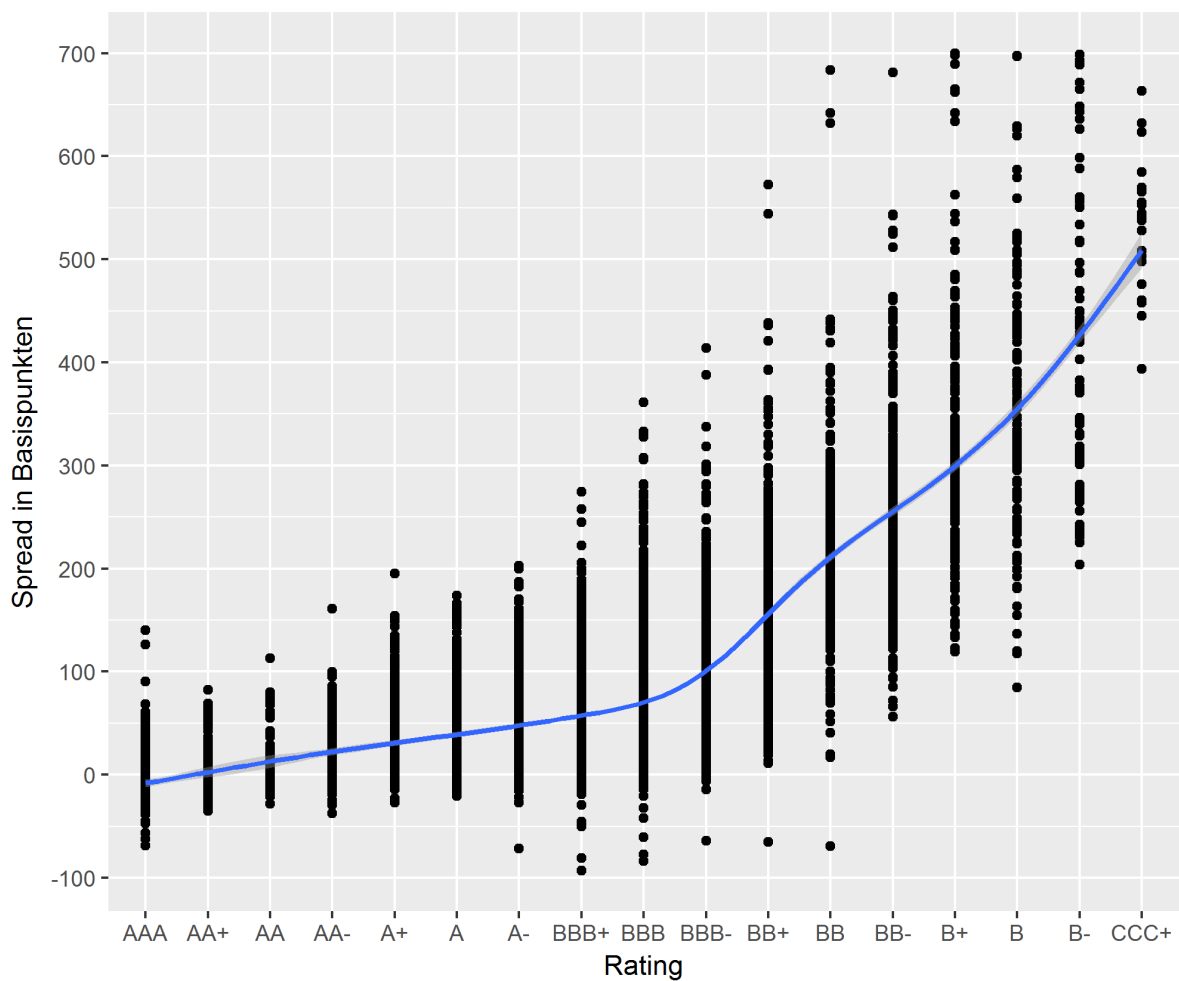


Abbildung 44: Spreads der Corporates & Financials

Im direkten Vergleich zwischen den Unternehmensanleihen (Corporates) und den Financials wird in Abbildung 45 deutlich, dass Financials einen deutlich niedrigeren Risikoaufschlag bezahlen, als Unternehmensanleihen. Diese Darstellung ist nicht ganz fair, weil die zugrundeliegenden Bonitäten nicht mitberücksichtigt werden. Ein Vergleich zwischen den beiden Kategorien ist hier noch nicht möglich.

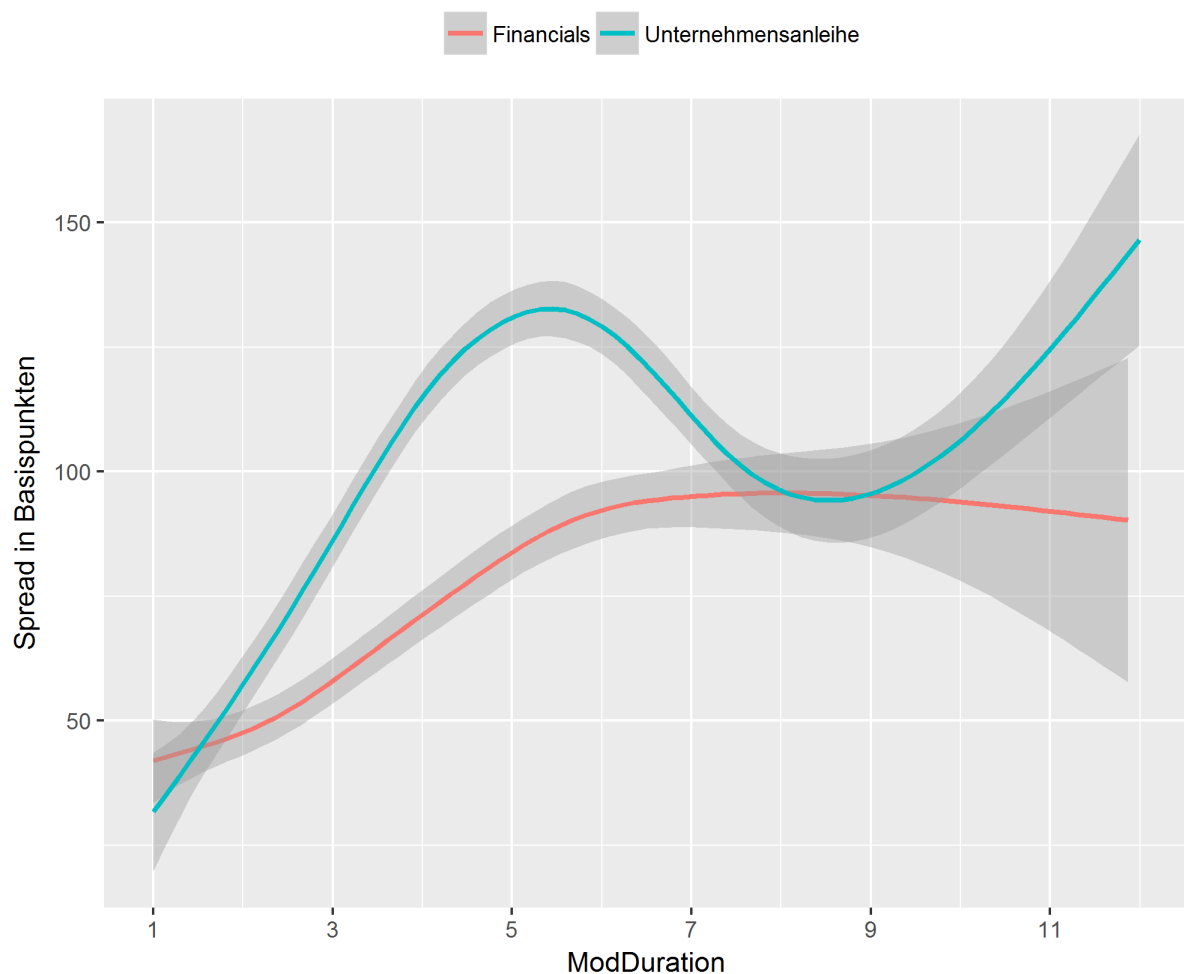


Abbildung 45: Spreadvergleich zwischen Corporates und Financials

Im nächsten Schritt haben die Autoren das Universum auf Investment Grade reduziert und die Ergebnisse in Abbildung 46 dargestellt. Durch diese Modifikation verändert sich das Bild deutlich. Der Unterschied in den Spreads reduziert sich auf quasi Null, wobei die Financials in Summe sogar einen höheren Risikoaufschlag zu bezahlen haben. Doch selbst in dieser Darstellung sind deutliche Schwankungsbreiten aufgrund der unterschiedlichen Ratingstruktur noch möglich.

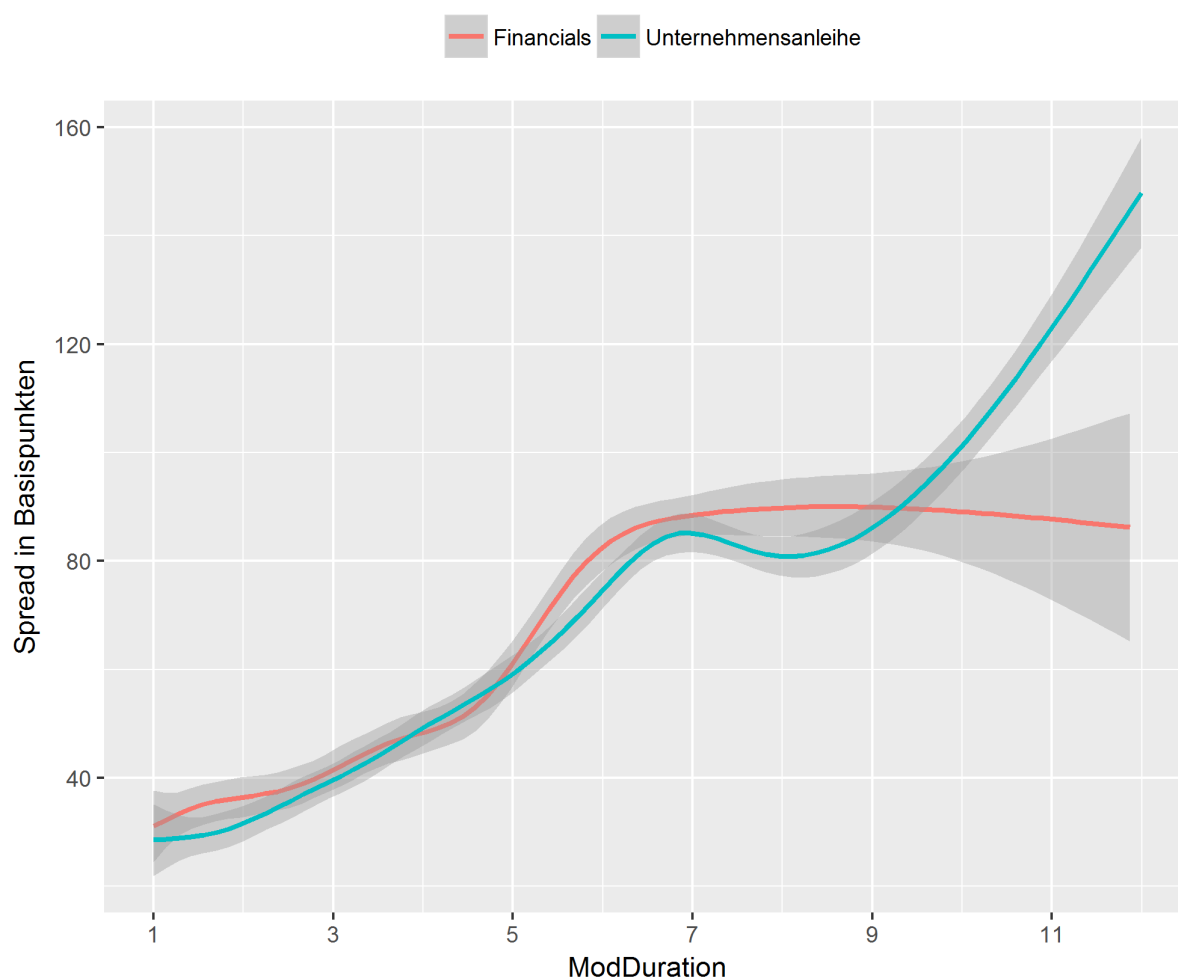


Abbildung 46: Spreadvergleich zwischen Corporates und Financials IG

Dieser letzte Bias wurde in Abbildung 47 eliminiert, wo nur noch Corporates und Financials mit mindestens Rating „A-“ dargestellt sind. Das Verhalten der beiden Kurven ist nahezu ident und deutet darauf hin, dass hier ein fairer Vergleich möglich ist. Bei gleicher Bonität und gleicher Laufzeit haben Financials einen deutlich höheren Spread, als vergleichbare Unternehmensanleihen. Das kann auch daher rühren, dass Banken seit der Finanzkrise 2008 und auch aufgrund der jüngsten Negativschlagzeilen (Banken in Italien, Deutsche Bank, etc.) nicht mehr ein so großes Vertrauen bei Investoren besitzen. Es kann an dieser Stelle die Frage aufgeworfen werden, ob Ratingagenturen bei der Erstellung von Ratings für Financials weniger strenge Kriterien anwenden, als dies bei klassischen Corporates der Fall ist. Schließlich werden Financials vom Markt eher um ein bis zwei Ratingstufen schlechter gepreist. So bezahlt beispielsweise eine Bank mit einem „A“ Rating tendenziell eher dieselbe Risikoprämie wie ein „A-“ bis „BBB+“ Industrial (klassischer Corporate). Dies mag an der geringeren Eigenkapitalquote von Banken liegen, allerdings stellt sich dann die Frage ob sich diese nicht auch in den Ratings stärker auswirken sollten.

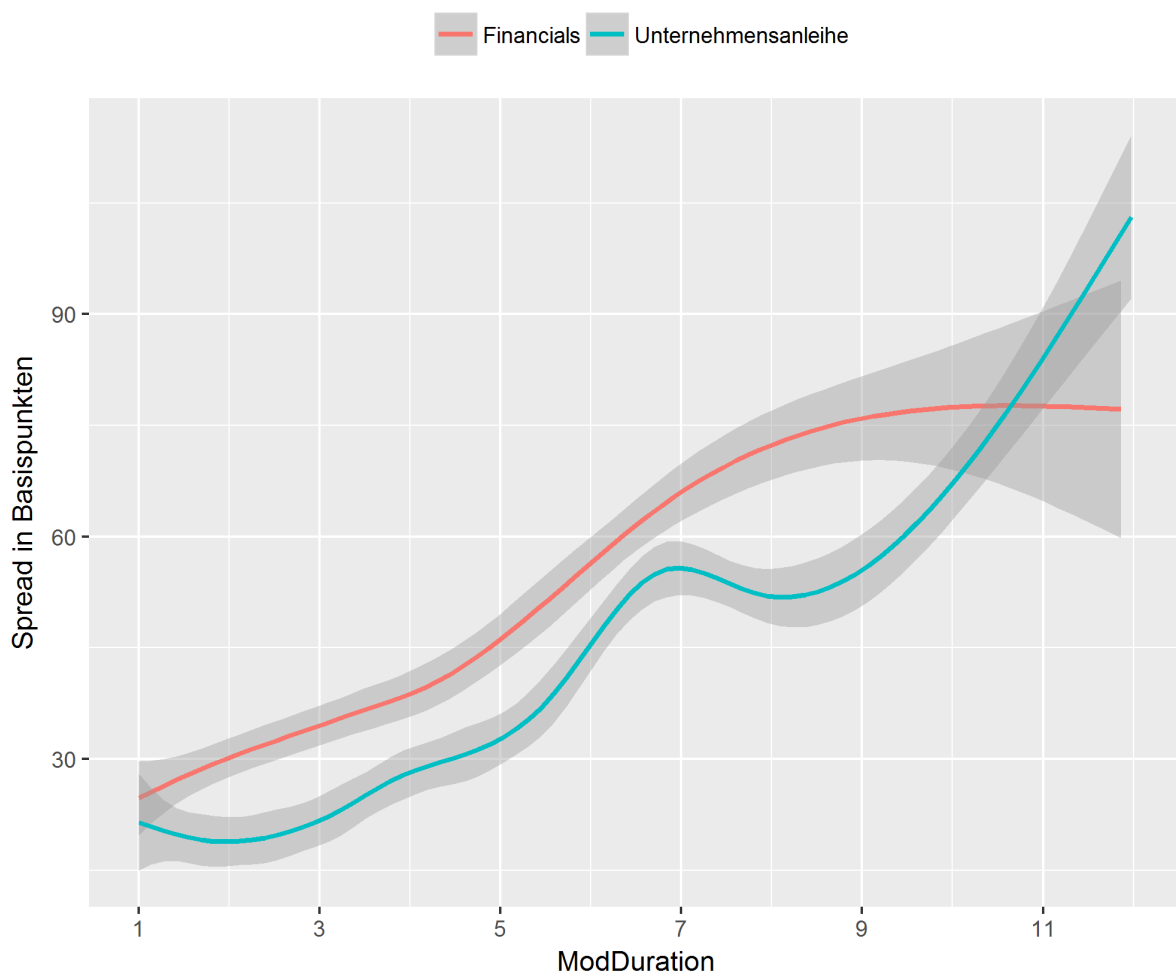


Abbildung 47: Spreadvergleich zwischen Corporates und Financials mit Bonität A-

5.3.3. Ertragserwartung

Abbildung 45 und 48 lassen eine Gemeinsamkeit sichtbar werden. Aufgrund der stark ausgeprägten Spreads bei Unternehmensanleihen im Bereich niedriger bis mittlerer Laufzeiten, ist auch bei den Ertragserwartungen ein Ausreißer zu beobachten. Dieses Phänomen ist auf den High-Yield Bereich zurückzuführen, die tendenziell kurzlaufende Anleihen emittieren. Umso länger die Duration, desto größer wird der Anteil an Anleihen mit Investment Grade Rating. Wie auch schon an anderen Stellen in dieser Studie beobachtet, heben sich die Risikoaufschläge und historischen Defaults weitestgehend auf, was zu einer besseren Vergleichbarkeit führt. Auch das wird in Abbildung 48 wieder sichtbar.

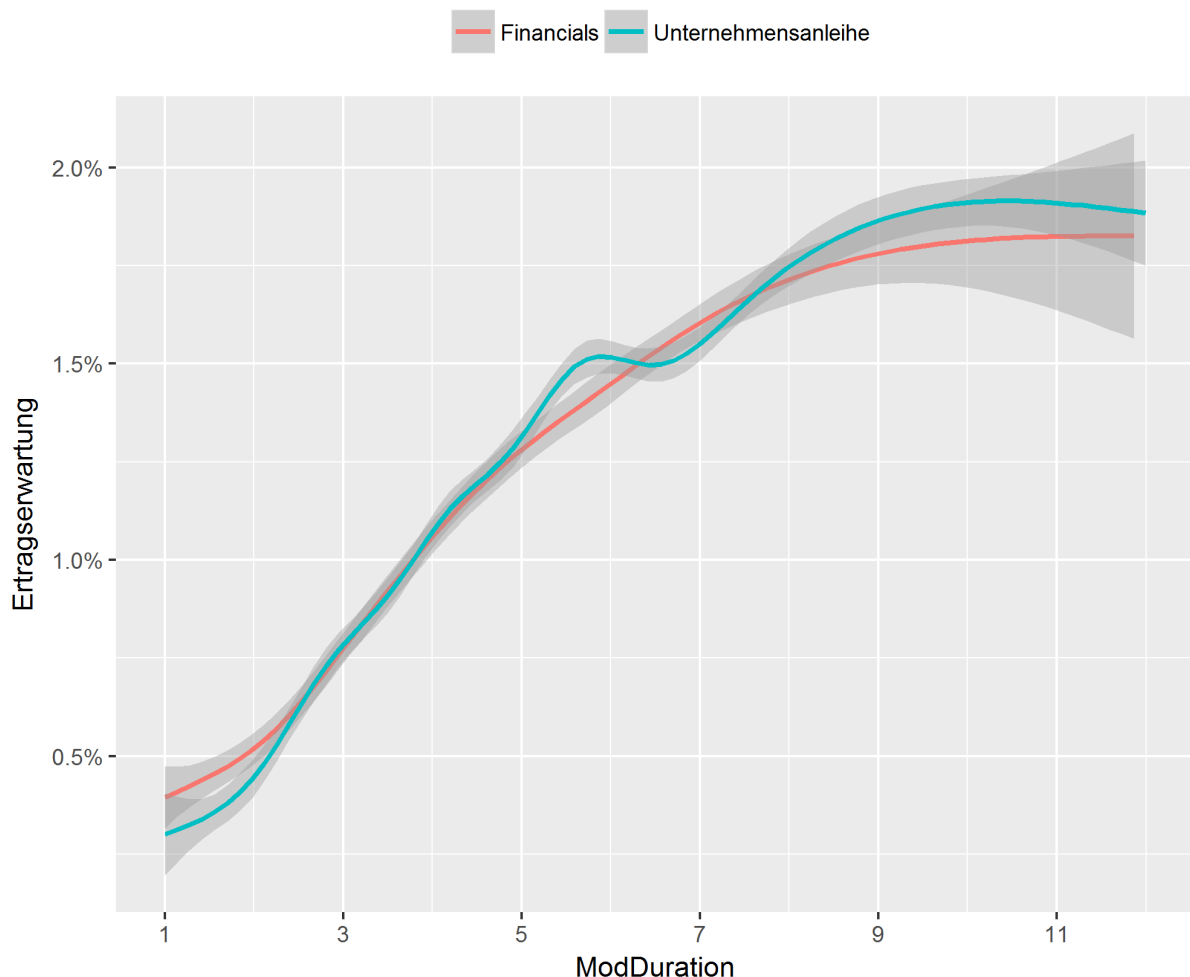


Abbildung 48: Ertragserwartungen der Corporates und Financials

Wenn man die High-Yield Anleihen eliminiert und nur die Investment Grade Anleihen der jeweiligen Typen miteinander vergleicht, wird der Aufschlag, den Financials bezahlen müssen, wieder sichtbar, wie in Abbildung 49 zu erkennen ist. Auffällig ist auch, dass sich die Kurve der Financials quasi nicht verändert, was darauf zurückzuführen ist, dass Financials fast ausschließlich im Investment Grade Bereich notieren.

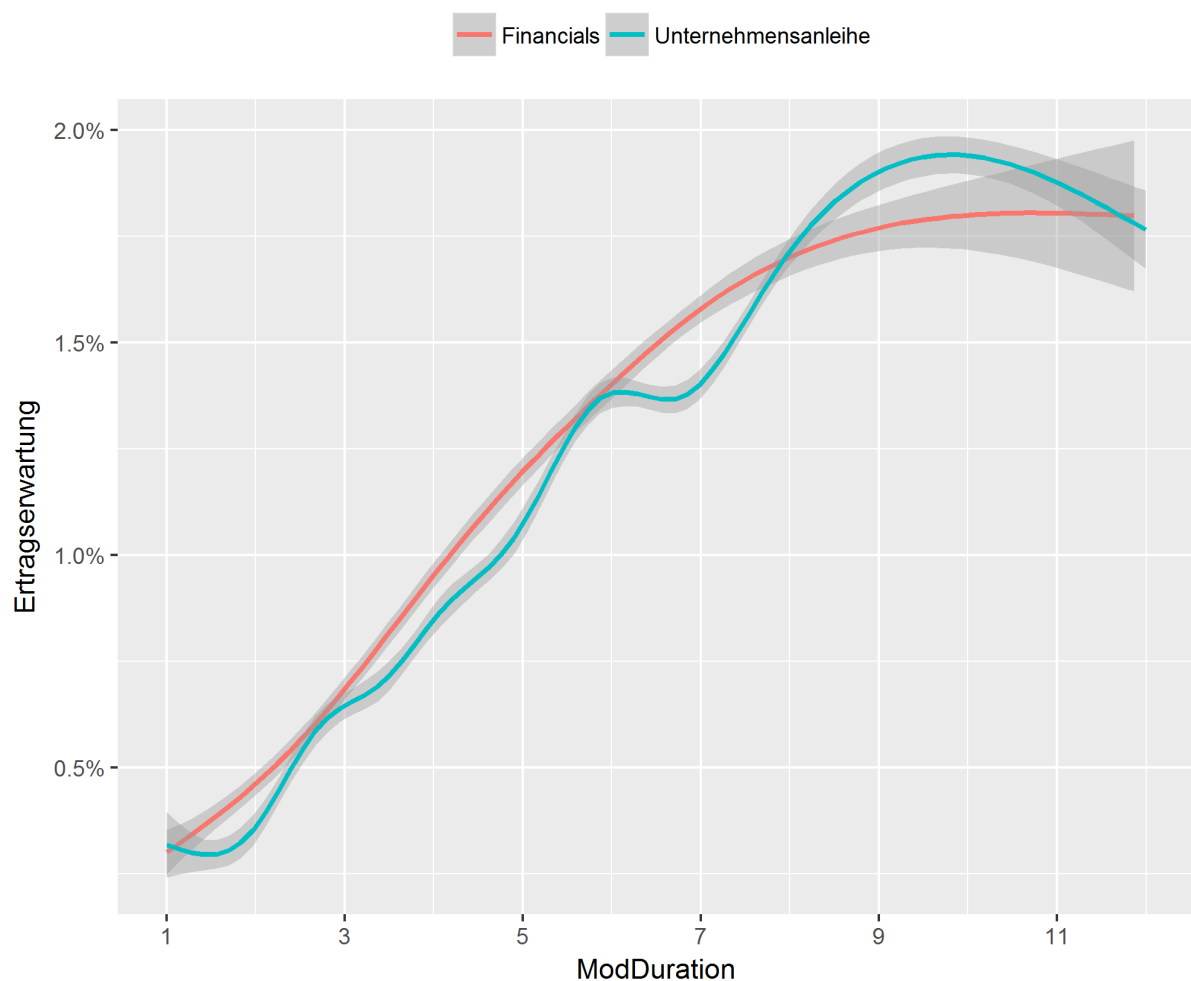


Abbildung 49: Ertragserwartungen der Corporates und Financials mit IG Rating

In Abbildung 50 sind die risikoadjustierten Ertragserwartungen aller Corporates & Financials dargestellt. Risikoadjustiert bedeutet dabei im Verhältnis zur mod. Duration. Diese Darstellung macht wieder deutlich, dass es im Investment Grade Bereich nur unwesentliche Unterschiede zwischen den Ratingkategorien gibt. Ein deutlicher Anstieg findet zwischen dem „BBB“ und „BB“ Ratings statt. Danach reduzieren die historischen Defaults den Mehrwert, den man durch Senkung der Bonität erreichen kann.

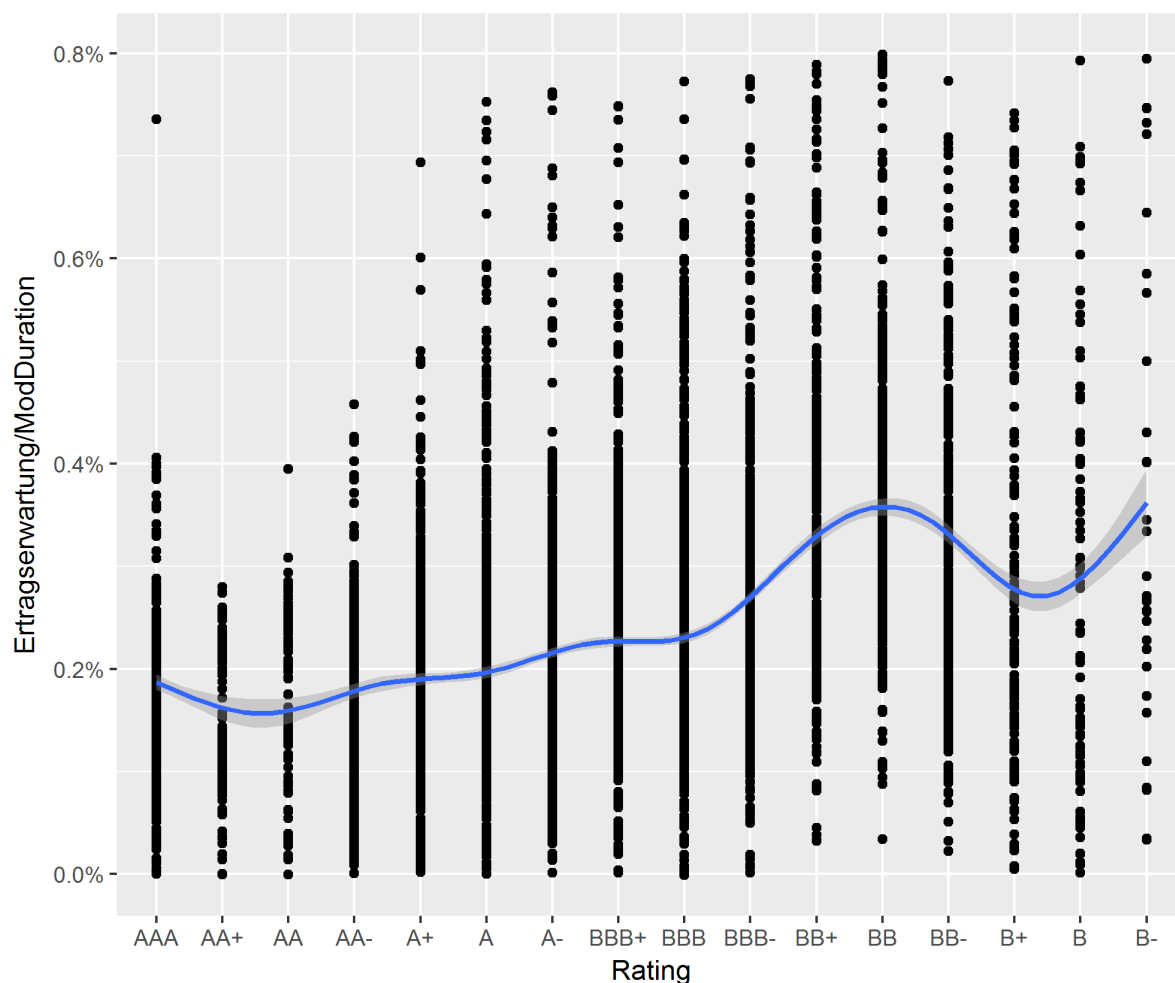


Abbildung 50: Risikoadjustierte Ertragserwartungen der Corporates & Financials

Ein nahezu identes Bild wird in Abbildung 51 sichtbar, in dem nur in Euro notierende Anleihen gezeigt werden. Ein systematischer leichter Anstieg bis zum High-Yield Bereich, wo dann ein abrupter Wechsel stattfindet und die Ertragserwartungen deutlich zu steigen beginnen. Im Gegensatz zur Gesamtdarstellung, gibt es bei Euroanleihen im High-Yield Bereich keinen Einbruch der Ertragserwartungen. Aufgrund der niedrigen Anzahl an Emissionen wird hier jedoch auf eine weitergehende Interpretation verzichtet.

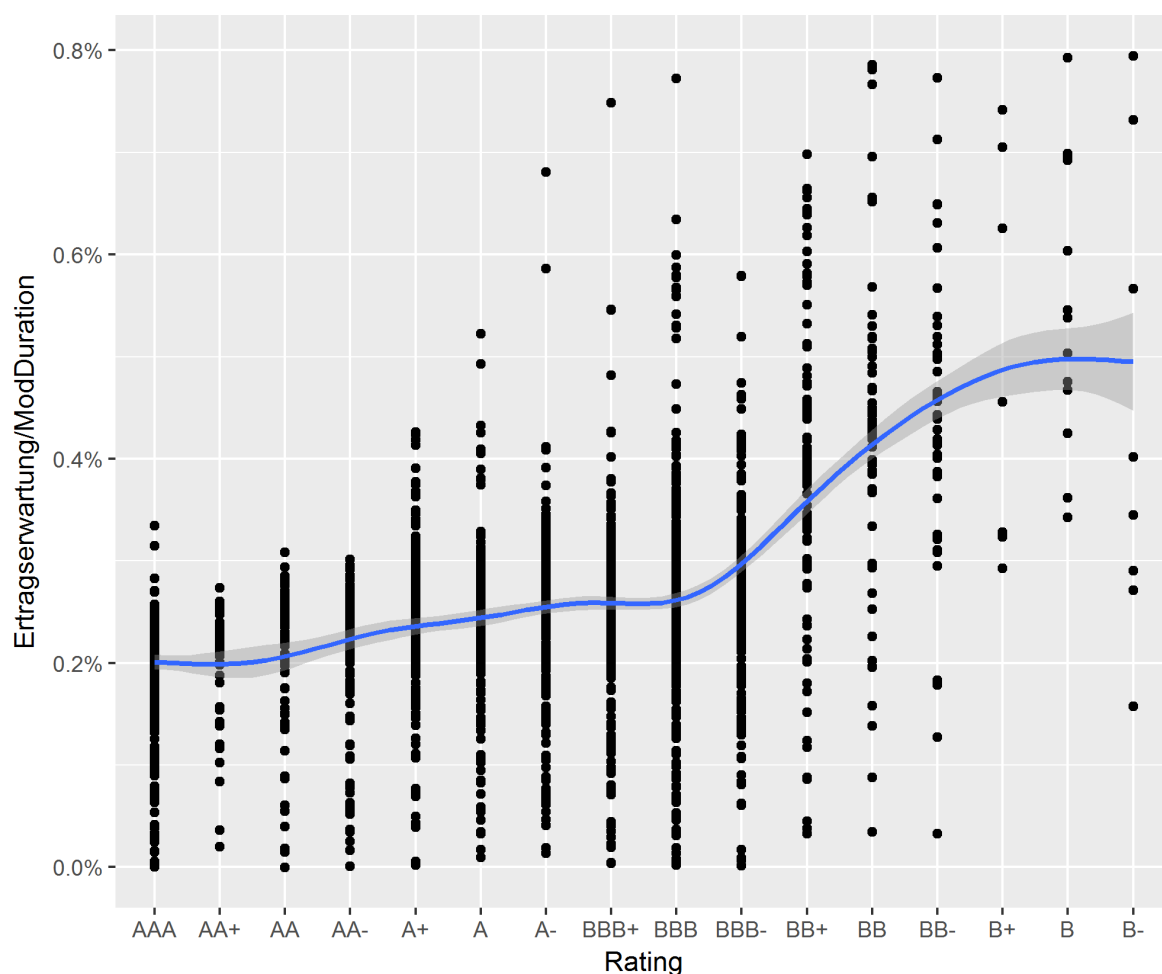


Abbildung 51: Risikoadjustierte Ertragserwartungen der in Euro notierenden Corporates & Financials

5.3.4. Covered Bonds und staatsnahe Titel

Diese Kategorie stellt den Großteil des Universums unserer erfolgreichen Fonds Apollo 2 Global Bond, Apollo New World oder auch Apollo Nachhaltig Global Bond dar. In Summe umfasst diese Kategorisierung 4.120 Emissionen, wobei davon 1.999 in Euro notieren und die restlichen in Fremdwährung.

Unter staatsnahen Titel werden klassische Staatsanleihen ergänzt um Anleihen von regionalen Staaten und Kommunen, Anleihen von Agencies, Anleihen von multinationalen Organisationen sowie Anleihen, die von solchen garantiert werden.

5.3.4.1. Spreads

Abbildung 52 zeigt die Risikoaufschläge, die für staatsnahe Titel und Covered Bonds fällig werden. Die Spreadniveaus sind bis auf eine Ausnahme sehr niedrig und im Schnitt immer unter Null. Einzig Afrika sticht aus der Betrachtung heraus. Aufgrund der niedrigen Anzahl der Emittenten und Emissionen ist dieser Ausreißer jedoch nicht oder nur in ganz geringem Umfang für die Praxis nutzbar. Spannend ist, dass es auch in den entwickelten Regionen, wie Europa punktuell Ausreißer nach oben gibt, wie man der Punktwolke über den Boxen entnehmen kann. Neben Afrika hat auch Asien eine relativ große Schwankung innerhalb der Region, was die große Box verdeutlicht.

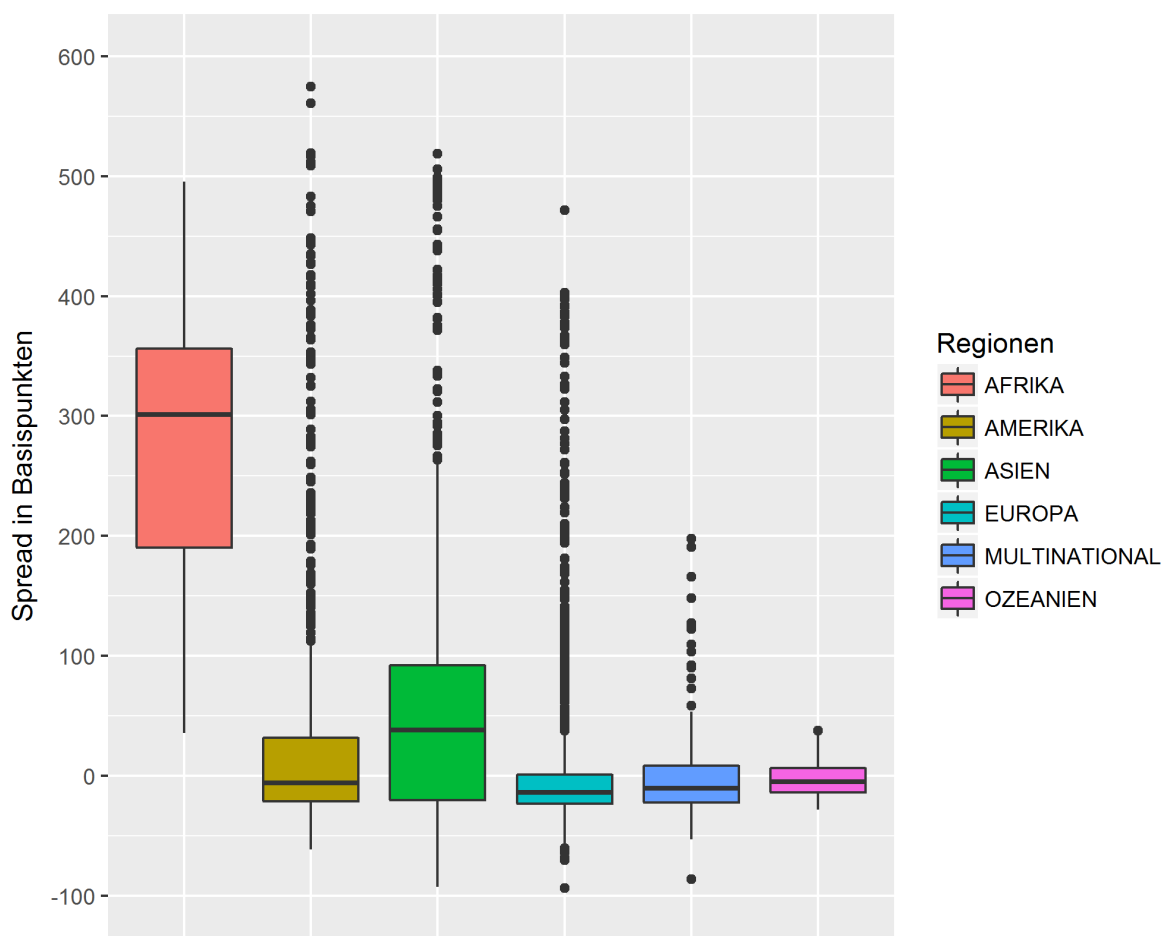


Abbildung 52: Spreads der staatsnahen Titel und Covered Bonds

Reduziert man das Universum auf die Ratingkategorie Investment Grade, verändern sich die Boxen eigentlich kaum. Auffällig ist aber die deutlich reduzierte Anzahl an Ausreißern nach oben. Größere Veränderungen sind bei Asien und bei Amerika zu beobachten, wo auch eine beträchtliche Anzahl an High-Yield Emittenten im ursprünglichen Universum war.

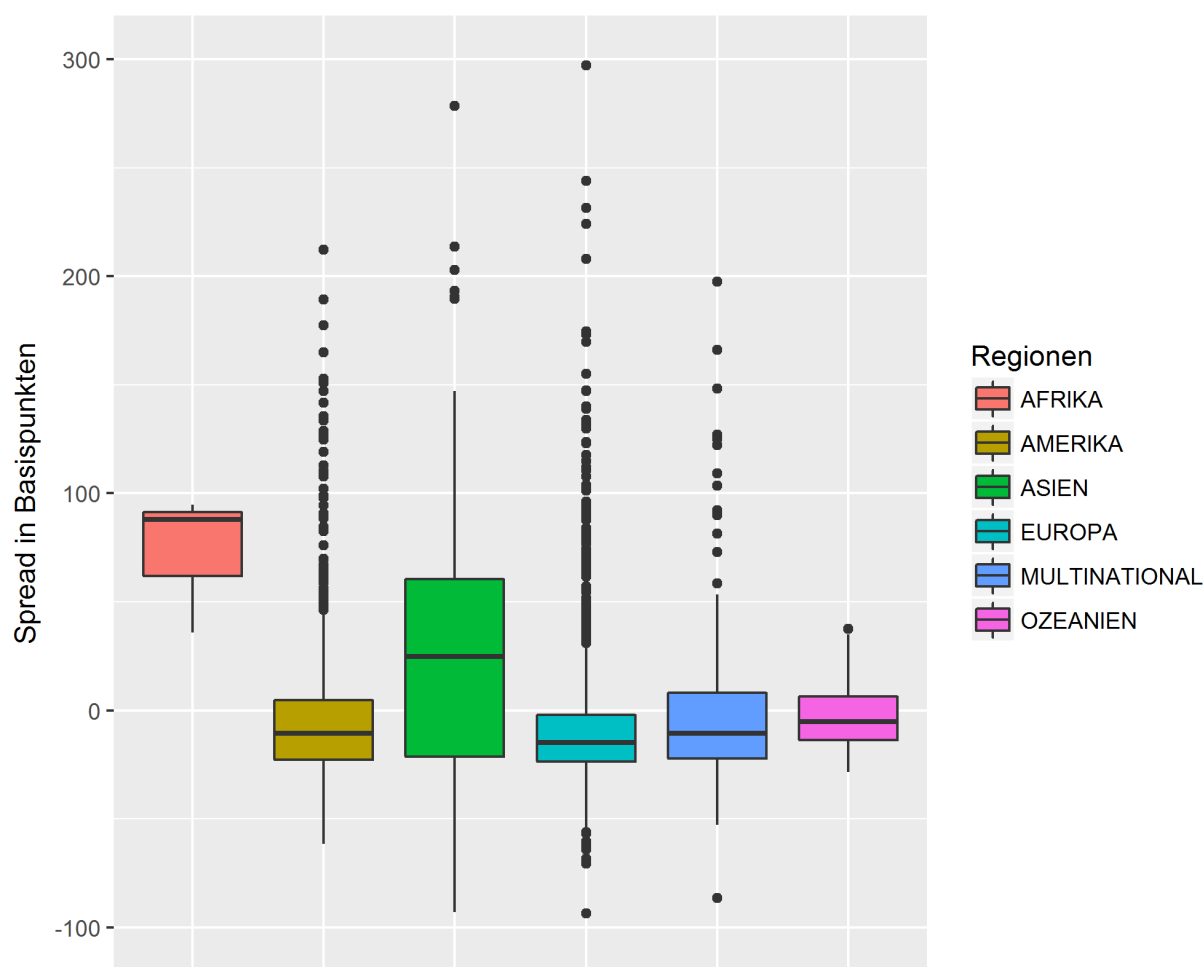


Abbildung 53: Spreads der staatsnahen Titel und Covered Bonds IG

Betrachtet man die Spreads in der jeweiligen Ratingkategorie in Abbildung 54, springt vor allem der Knick rund um „A+“ und „A“ ins Auge. Diese leichte Übertreibung ist auf große Emittenten in der jeweiligen Kategorie zurückzuführen, die aber aus verschiedenen Gründen eine veränderte Wahrnehmung von Investorensseite erfahren, als das Rating suggeriert. Wie schon in anderen Kapiteln geäußert ist Japan mit „A“ sehr dominant und hat deutlich niedrigere Spreads, als Emittenten mit einem vergleichbaren Rating. Dies führt zu dem optischen Knick in der Abbildung. Darüber hinaus entwickeln sich die durchschnittlichen Spreadniveaus, wie zu erwarten war.

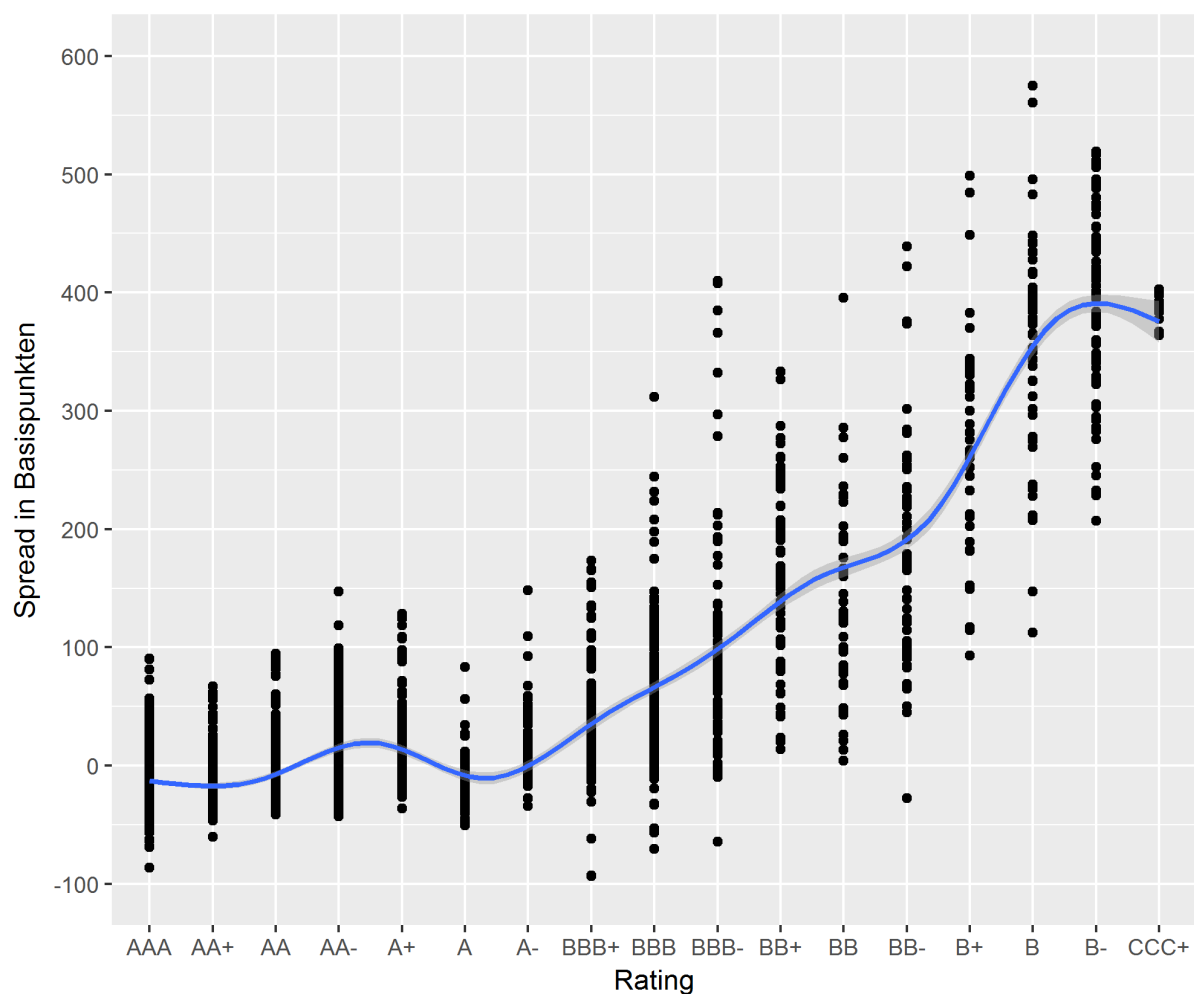


Abbildung 54: Spreads der staatsnahen Titel und Covered Bonds nach Rating

5.3.4.2. Ertragserwartung

Abbildung 55 und 56 geben einen Überblick über die Ertragserwartungen nach Ratingkategorien. Auch hier kann, wie bei der Analyse der Spreads zuvor, ein regelrechter Knick der Ertragserwartung im Bereich „A“ beobachtet werden. Dies ist wie bereits beschrieben auf gewisse Emittenten wie beispielsweise Japan zurückzuführen. Verstärkt wird dieser Effekt bei Betrachtung der Ertragserwartung noch zusätzlich durch die Emissionswährung. Japan und auch japanische Agencies machen den größten Teil der Emittenten der Kategorie „A“ aus. Diese emittieren fast ausschließlich in japanischen Yen. Wenn man sich nun die Zinsstrukturkurve in Yen vergegenwärtigt, wird ersichtlich, dass diese sehr flach ist, wodurch der Roll-Down-Beitrag nicht besonders ausgeprägt ist.

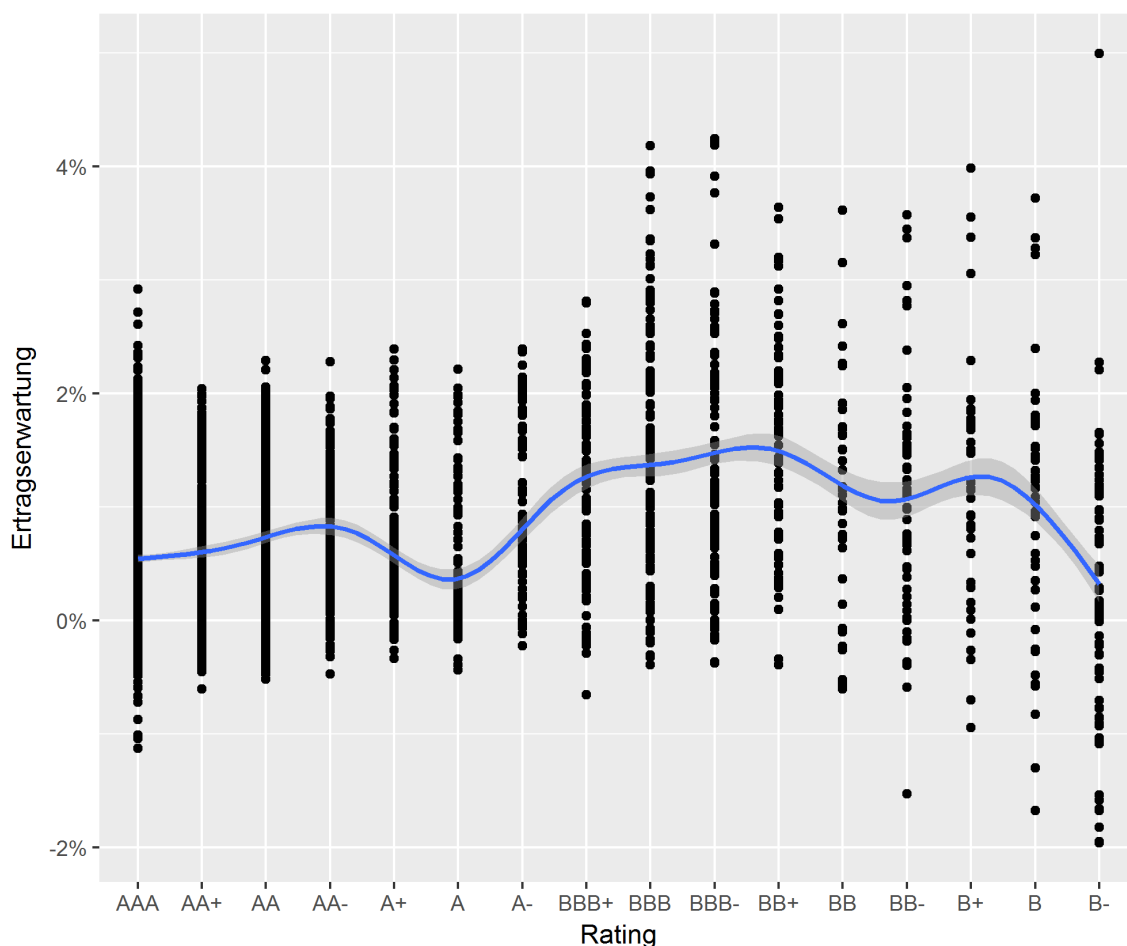


Abbildung 55: Ertragserwartung nach Ratingklassen

In Abbildung 56 wird die Ertragserwartung ins Verhältnis zur Modified Duration gesetzt. Diese risikoadjustierte Kennzahl ist ein sehr guter Indikator, um einzelne Wertpapiere miteinander zu vergleichen. Allerdings ist in der Gesamtbetrachtung zu berücksichtigen, dass gerade dabei die optimale Laufzeit sowie die Währung einen großen Einfluss nehmen. Das derzeitige Marktumfeld führt aufgrund des Roll-Down-Beitrages, aber vor allem aufgrund der durch die Zinsdifferenzen stark angestiegenen Hedgingkosten zu einer Dominanz des Euros im Vergleich zu den restlichen G7-Währungen. Der Anteil der Euro-Anleihen ist im High-Grade-Bereich deutlich höher als dies bei schlechteren Bonitäten der Fall ist. Auch in den schlechteren Bonitäten variiert der Anteil teils stärker, was speziell bei diesen Gegenüberstellungen zu einer Verzerrung führen kann. Dadurch entsteht hier dieses Bild der zwischenzeitlichen Auf-und-ab-Bewegungen.

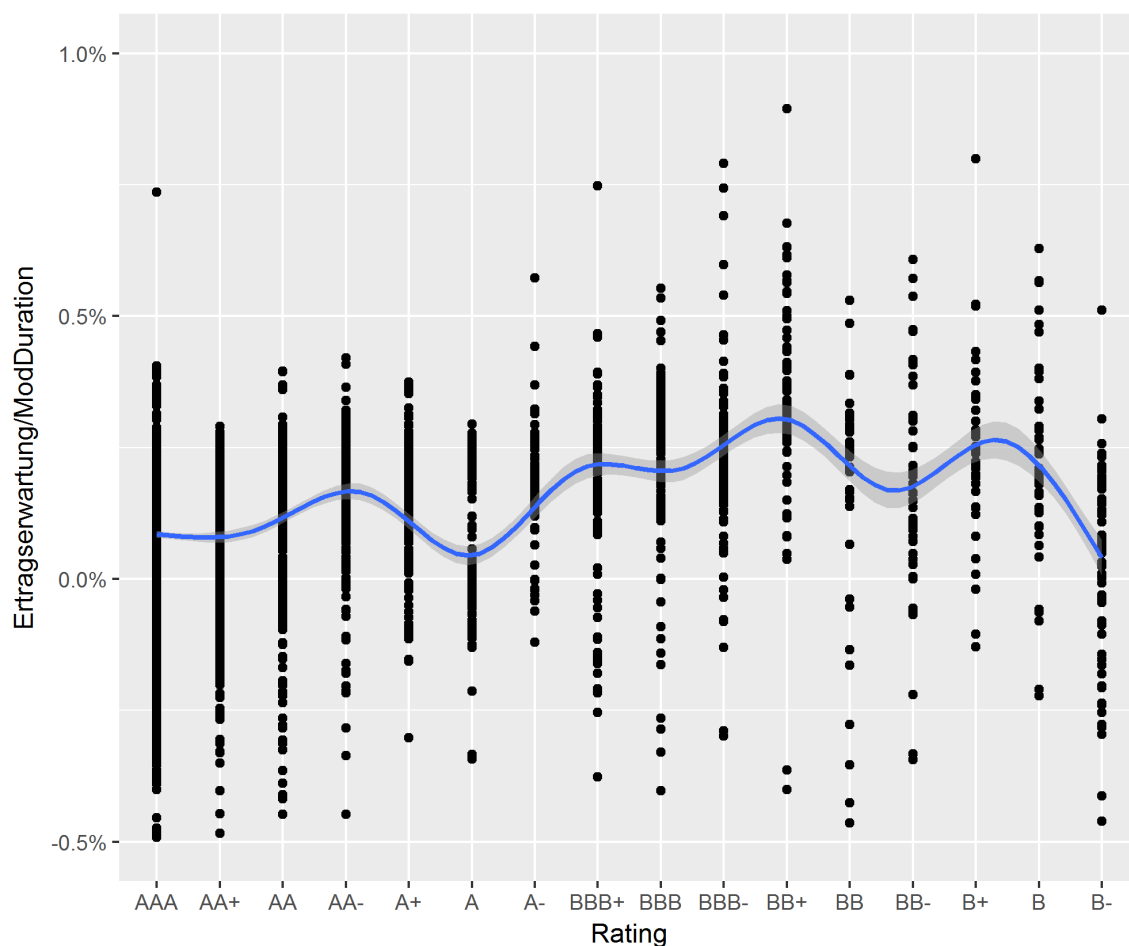


Abbildung 56: Verhältnis Ertragserwartung zur ModDuration nach Ratingklassen

Wenn man nicht das ganze Universum, sondern nur den Bereich Investment Grade heranzieht wie in Abbildung 58, verändert sich das Gesamtbild nur marginal. Das hat unter anderem mit der Berücksichtigung der Defaults zu tun, die den größten Teil des Risikoaufschlags kompensieren. Sichtbar wird eine leichte Reduktion des Spreads zwischen Corporates & Financials und den Covered Bonds/Staatsnahen Titeln.

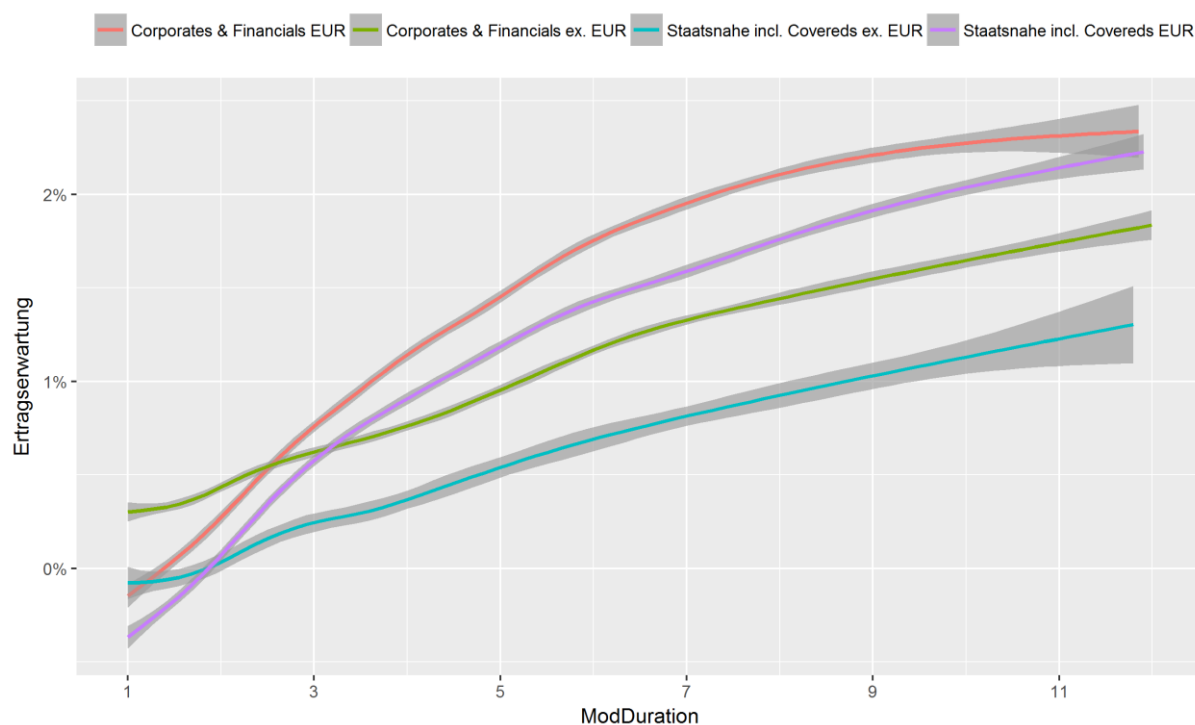


Abbildung 58: Ertragserwartungen der Strategien im Bereich IG

Geht man noch einen Schritt weiter und beschränkt das Universum auf entwickelte Länder, sinken die Ertragserwartungen. Ein wesentlicher Teil der Risikoaufschläge kommt dementsprechend aus den Emerging Markets, selbst wenn diese Investment Grade Ratings haben. Aus Abbildung 59 geht hervor, dass bei längerer Laufzeit der Risikoaufschlag zwischen Corporates & Financials und Covered Bonds/Staatsnahen Titeln deutlich größer wird. Im Wesentlichen kann aber eine annähernd parallele Verschiebung der unterschiedlichen Kurven in Euro bzw. ex Euro festgestellt werden.

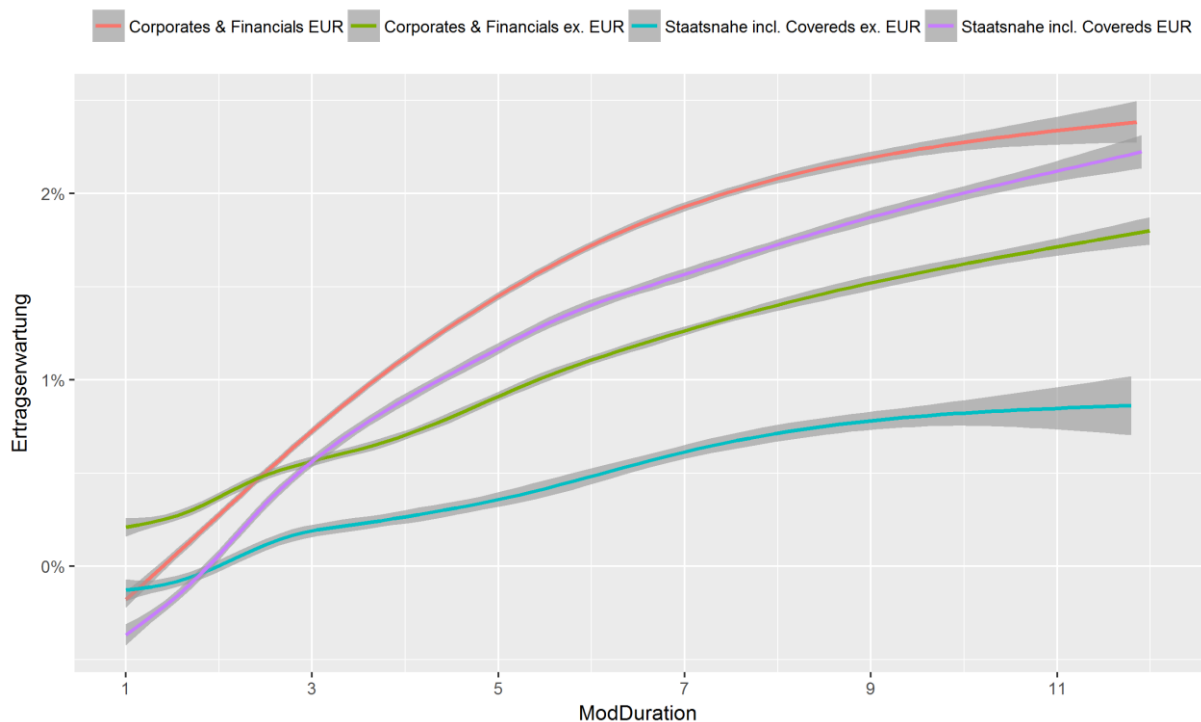


Abbildung 59: Ertragserwartung der Strategien im Bereich DM

7. Währungen

Im vorletzten Kapitel haben die Autoren noch einige Informationen zu der Verteilung der Währung in Bezug auf verschiedene Kategorien angefügt.

Anleihen in unterschiedlichen Währungen spielen aus mehreren Gründen eine zentrale Rolle. Einerseits bieten unterschiedliche Zinskurven Opportunitäten, die man im Hinblick auf eine mögliche Ertragssteigerung mitberücksichtigen sollte. Aufgrund der schwankenden Zinskurven und Währungsabsicherungskosten verändern sich diese Möglichkeiten allerdings ständig und verlangen ein systematisches Monitoring.

Ein weiterer Aspekt ist die Diversifikation, die durch Streuung bei Währungen generiert werden kann. Da die Zinskurven sich nicht ident bewegen, kann somit das Zinsänderungsrisiko reduziert werden. Dies hängt in erster Linie mit dem Korrelationsverhalten der Zinskurven zusammen. Je niedriger die Korrelation, desto stärker ist der Effekt der Diversifikation.

Ein dritter Punkt sind Fremdwährungsrisiken, die bei manchen Assetklassen systematisch eingesetzt werden können, um das Risiko zu minimieren. Bei Anleiheninvestments mit guter Bonität macht das keinen Sinn, weil durch Beimischung von Fremdwährungsrisiken die Volatilität signifikant erhöht wird und sich dadurch das Chancen/Risiko-Verhältnis verschlechtert. Umso volatiliter das Grundinvestment allerdings ist, desto mehr Sinn macht es, sich damit auseinanderzusetzen.

Abbildung 60 zeigt die Anzahl der Emissionen der entwickelten Länder (Developed Markets) in Bezug auf Bonität und Währung. Ersichtlich wird, dass im High-Yield Bereich ausschließlich USD und EUR Anleihen zu finden sind, mit ein paar wenigen Ausnahmen in GBP. Den größten Handlungsspielraum mit Währungen hat man im AAA Bereich. Umso niedriger die Bonität, desto niedriger ist auch die Möglichkeit, verschiedene Währungen zu streuen. Der „A“ Bereich wird unter anderem auch von Japan stark geprägt, ansonsten gibt es keine Ausreißer. 1.428 Emissionen sind der Kategorie High-Yield zuzuordnen. 10.198 der Emissionen haben Emittenten mit einem Investment Grade Rating.

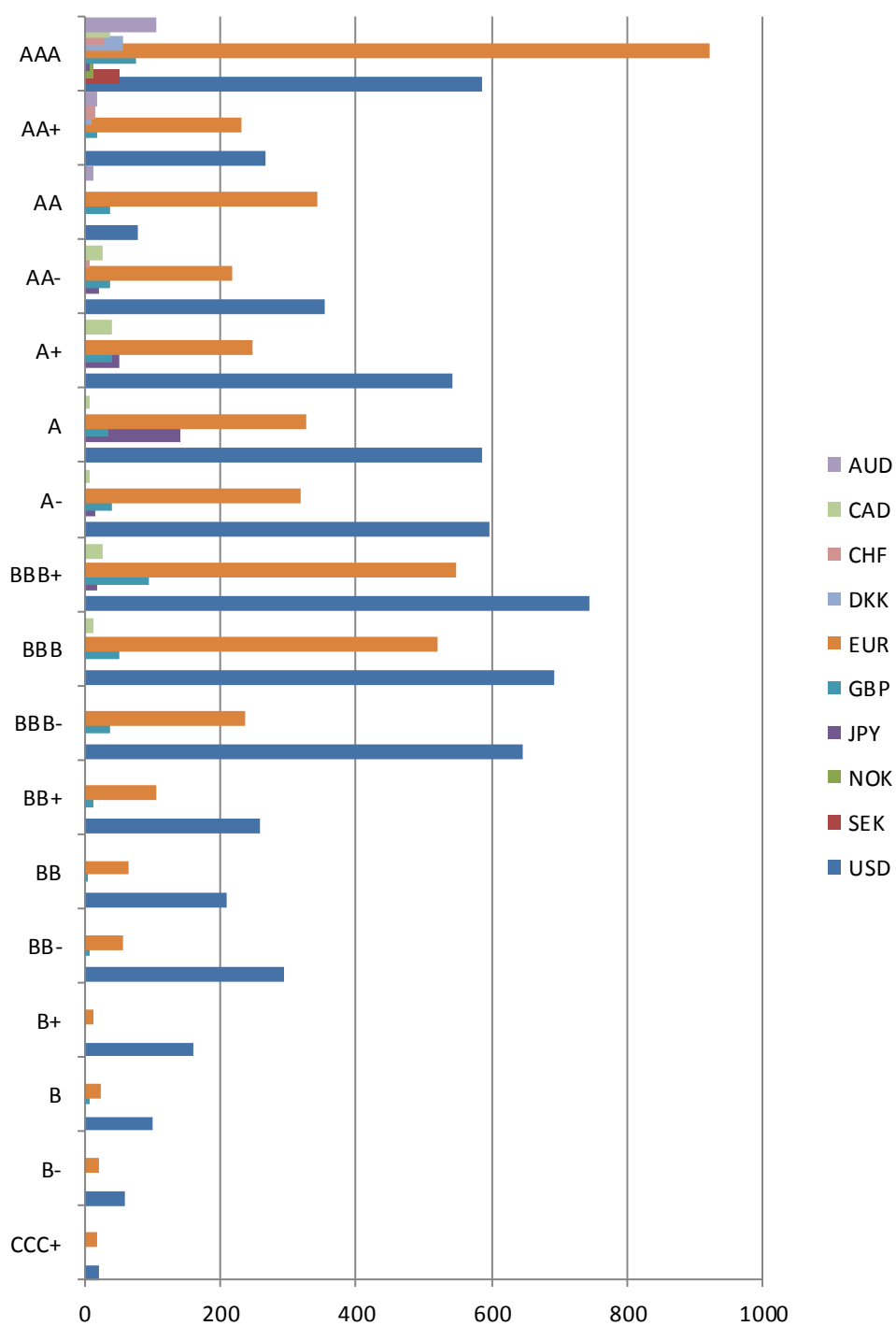


Abbildung 60: Anzahl der Emissionen pro Bonität und Währung DM

Bei den Emerging Markets finden sich ausschließlich Anleihen, die in EUR und USD notieren. Der größte Teil der Emissionen befindet sich im Bereich Investment Grade. Das High-Yield Segment ist jedoch hier sehr stark ausgeprägt im Vergleich zu den entwickelten Ländern. Es sind in Summe 545 Emissionen im Bereich High-Yield. 1.022 Emissionen fallen in die Kategorie Investment Grade, wie Abbildung 61 zeigt.

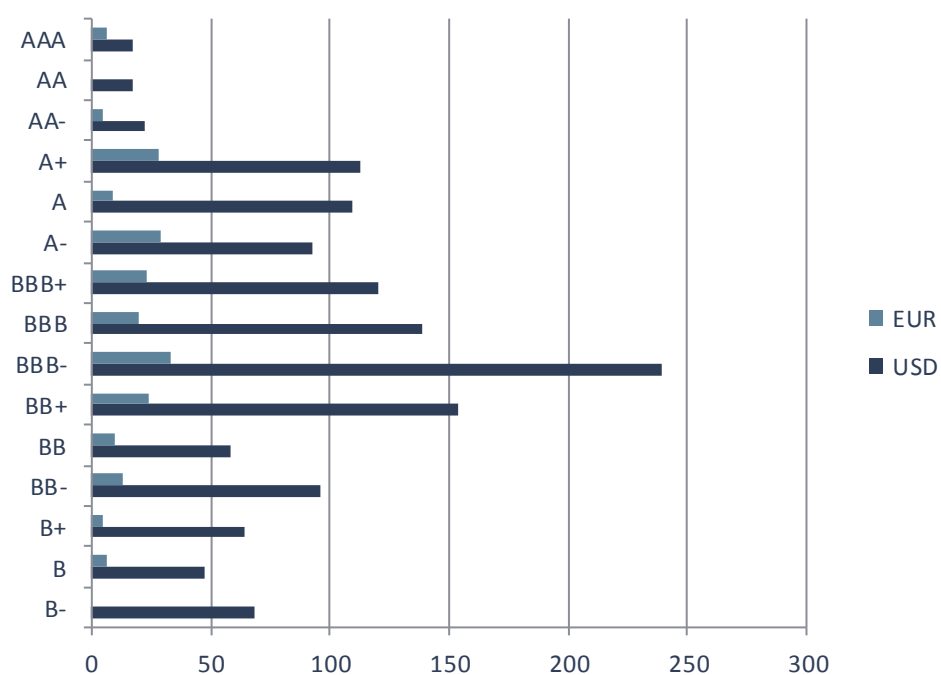


Abbildung 61: Anzahl der Emissionen pro Bonität und Währung EM

Abbildung 62 fasst die Anzahl der Emittenten pro Währung zusammen. USD und EUR sind die Währungen mit den meisten Emissionen. GBP und JPY sind auch noch sichtbar, in den anderen Währungen muss man Opportunitäten suchen, es sind aber sehr wenige Emissionen im Vergleich zu den großen Währungen am Markt.

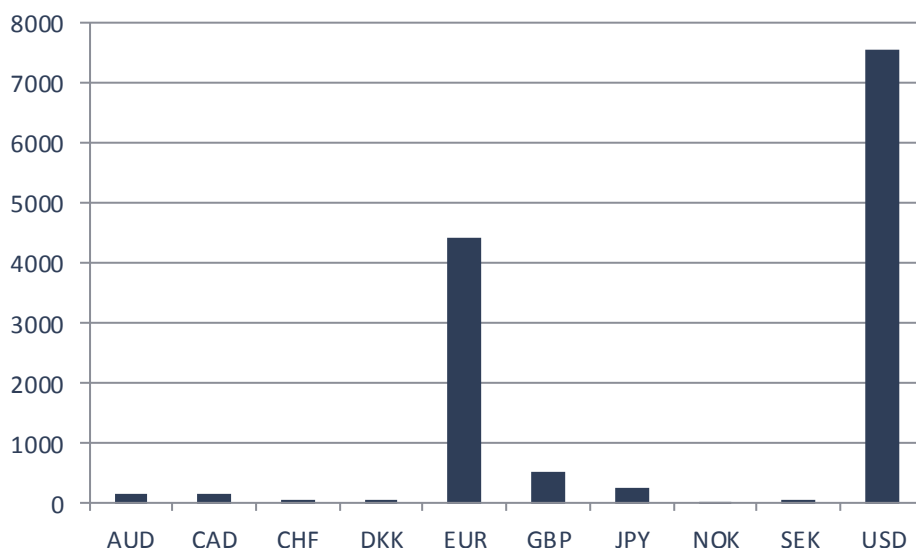


Abbildung 62: Anzahl der Emissionen pro Währung

Die folgenden Charts zeigen noch auf, wie sich die Anzahl der Anleihtypen pro Währung verteilt.

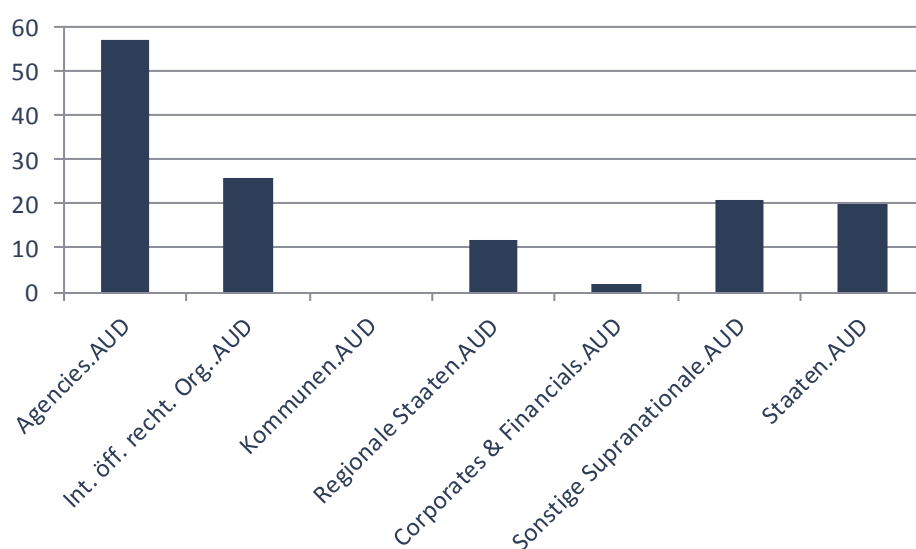


Abbildung 63: Anzahl der Emissionen pro Typ in AUD

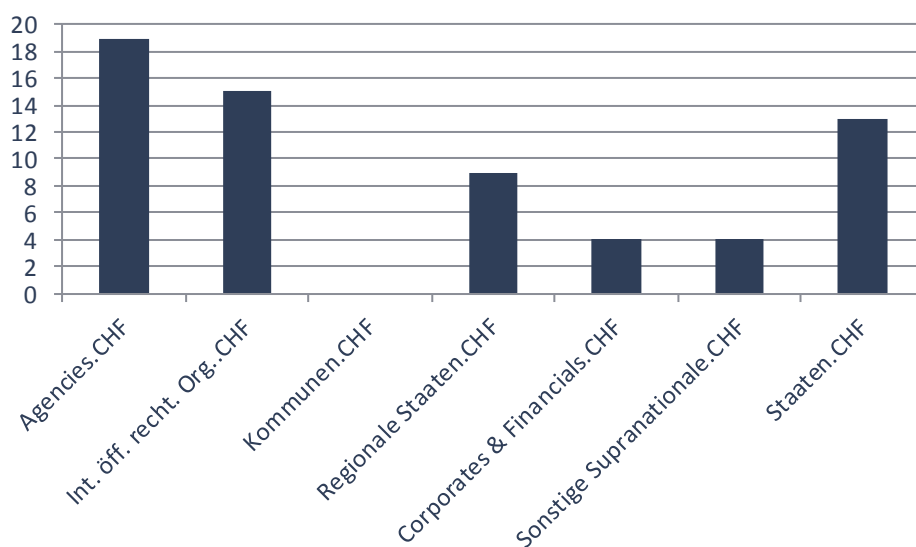


Abbildung 64: Anzahl der Emissionen pro Typ in CHF

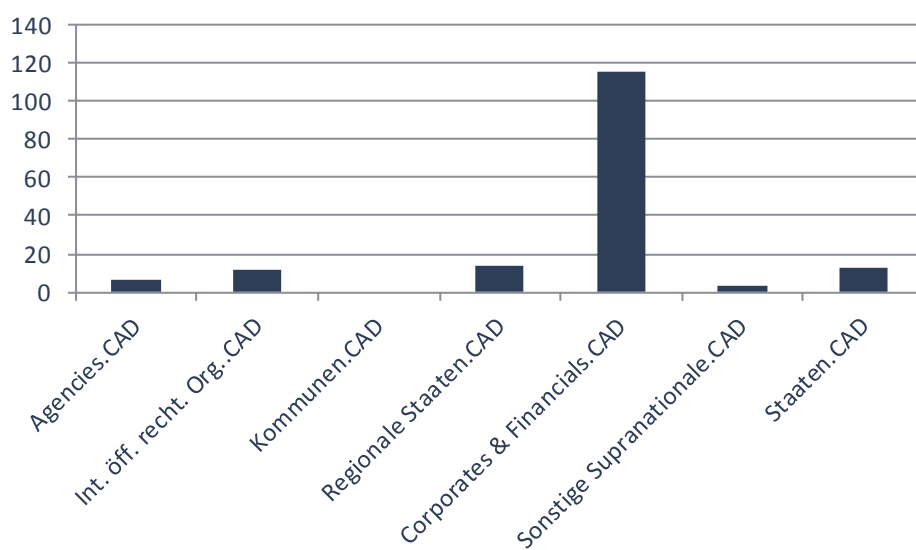


Abbildung 65: Anzahl der Emissionen pro Typ in CAD

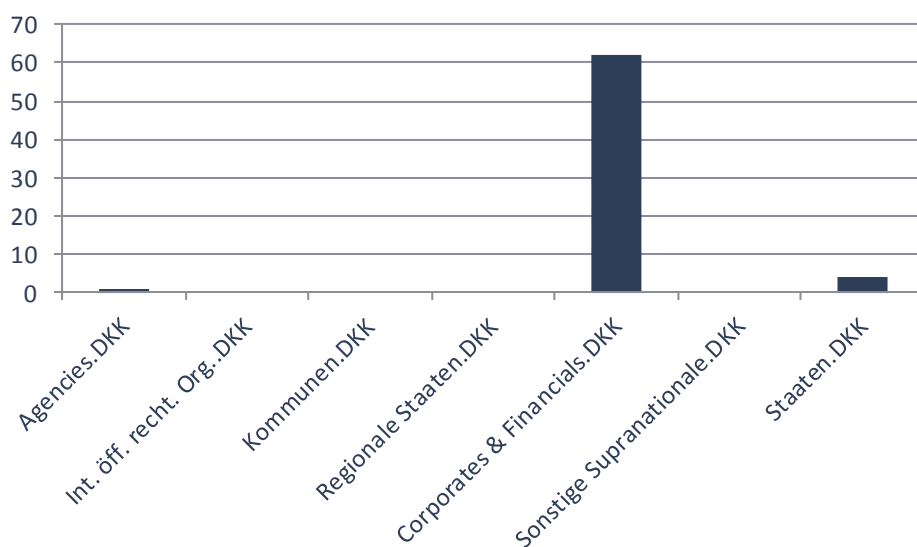


Abbildung 66: Anzahl der Emissionen pro Typ in DKK

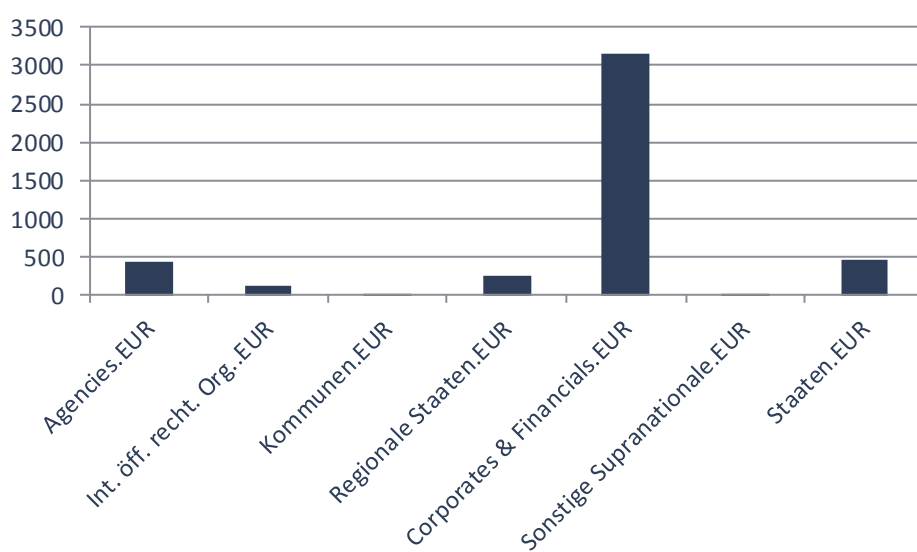


Abbildung 67: Anzahl der Emissionen pro Typ in EUR

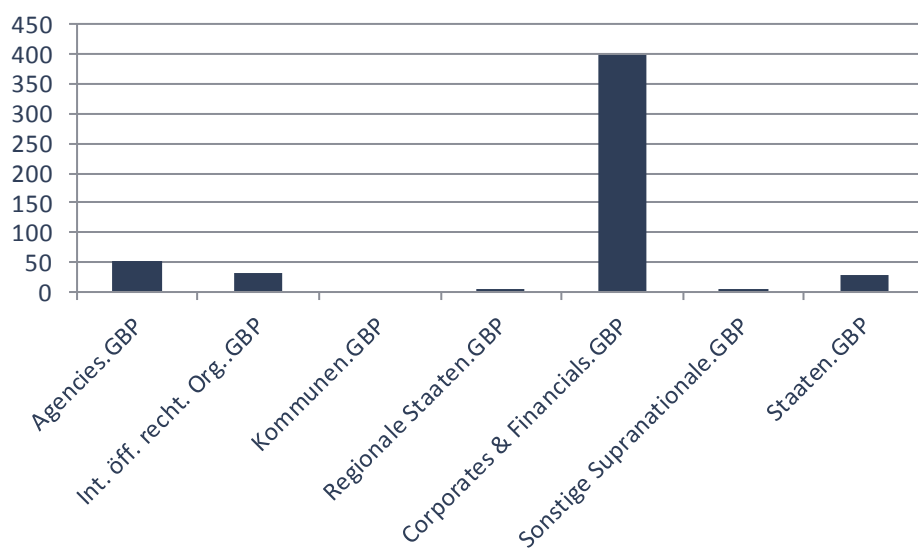


Abbildung 68: Anzahl der Emissionen pro Typ in GBP

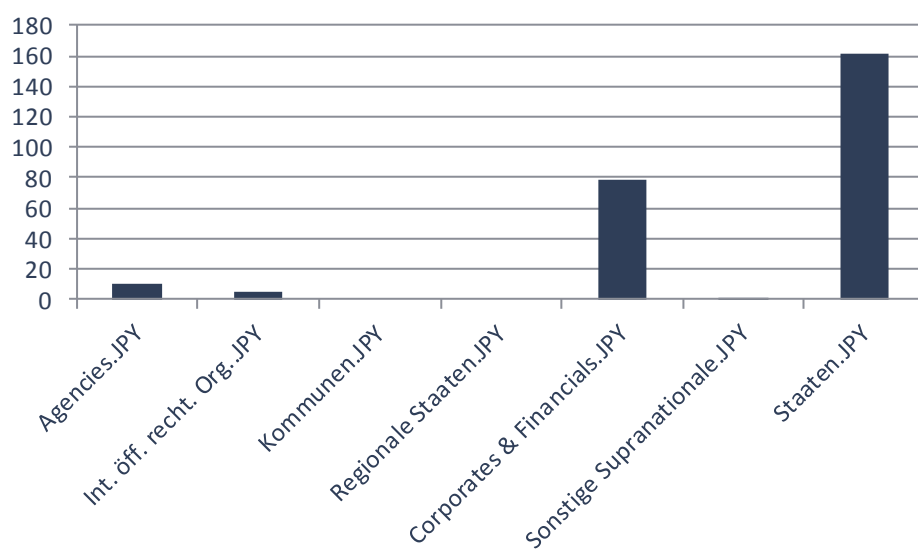


Abbildung 69: Anzahl der Emissionen pro Typ in JPY

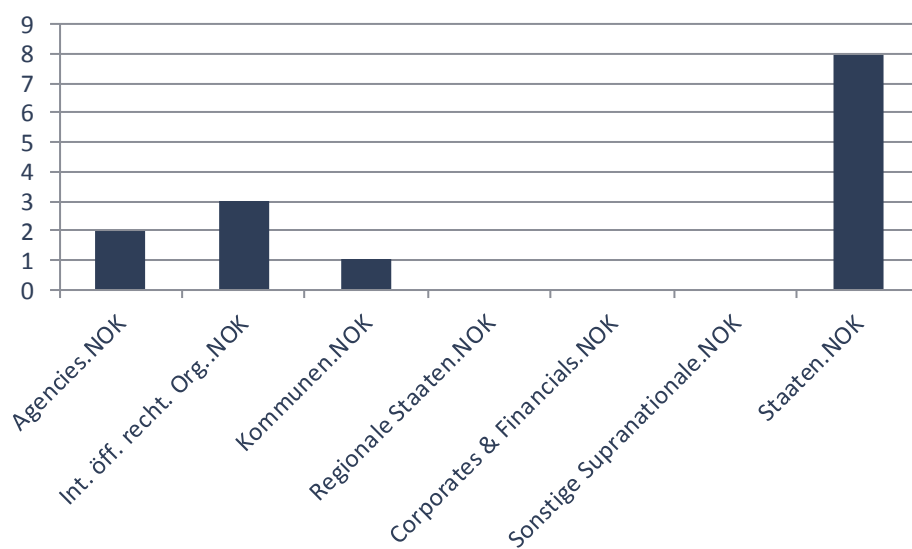


Abbildung 70: Anzahl der Emissionen pro Typ in NOK

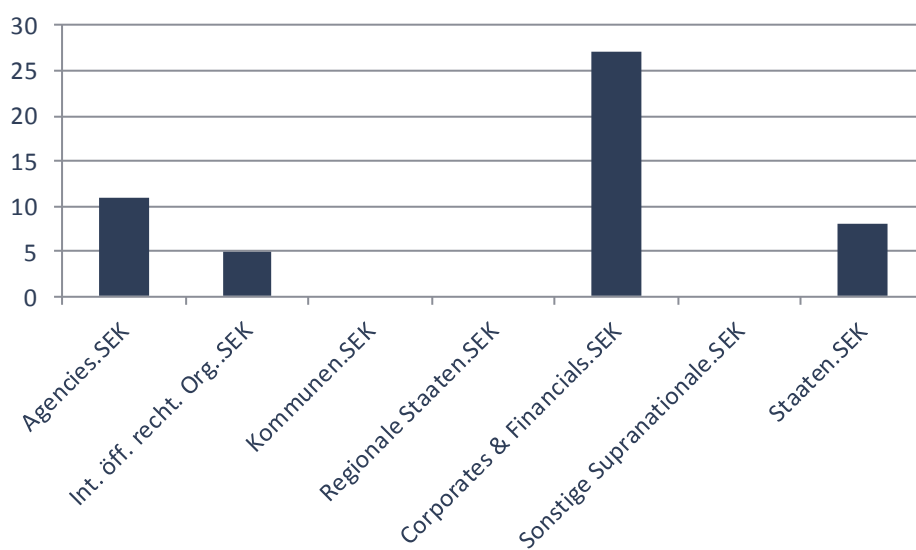


Abbildung 71: Anzahl der Emissionen pro Typ in SEK

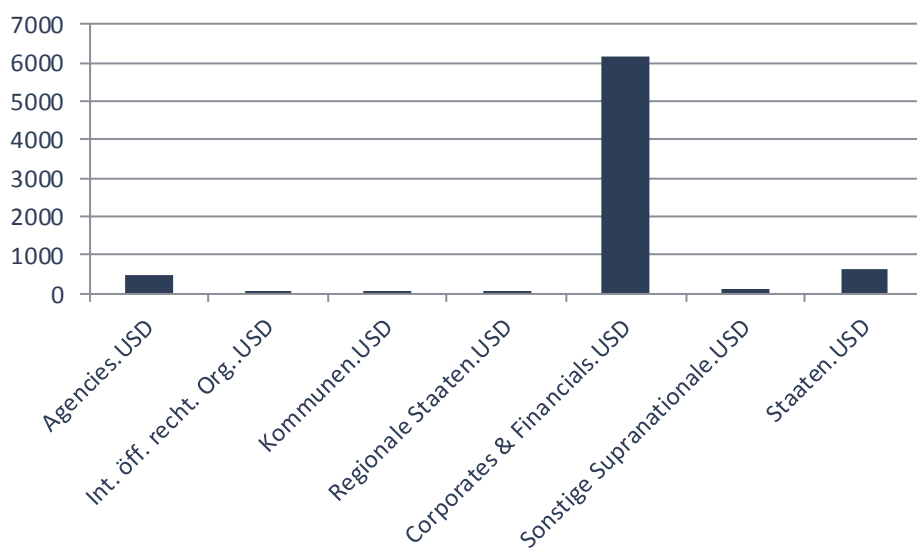


Abbildung 72: Anzahl der Emissionen pro Typ in USD

8. Zusammenfassung

In der Anleihenstudie 2018 haben die Autoren den Anleihenmarkt aus unterschiedlichen Betrachtungswinkeln dargestellt. Im Rahmen dieses Unterpunktes wurden wesentliche Erkenntnisse stichwortartig zusammengefasst:

- Gesamtuniversum
 - Basis: Datenbank der Security KAG
 - Gesamtuniversum 18 tsd Anleihen
 - Filter (exemplarische Darstellung)
 - Senior Bonds
 - max. Duration 15 Jahre
 - Mindestemissionsvolumen > EUR 300 Mio.
 - Rating > CCC+
 - etc.
 - Analyseuniversum (nach Filter)
 - 13.243 Anleihen
 - 3.015 Emittenten
- Globale Ertragserwartungen
 - Ertragsbestimmende Faktoren
 - Rendite
 - Zinskurvenform (Roll-Down-The-Curve – Effekt)
 - Bonität
 - Kosten
 - Währungssicherung
 - Handel
 - Verteilung
 - Rechtsschiefe
 - Verteilung von Bonitäten nicht symetrisch
 - starker Überhang bei „AAA“ Anleihen
 - Mittlere Ertragserwartung = 0,93%
 - Mit zunehmender Bonität sinkt die Ertragserwartung (auch unter Berücksichtigung der Default-Kosten auf Basis deren Wahrscheinlichkeit)

- Bei stark fallender Bonität (ab „B“ Bereich) beginnt die Ertragserwartung überproportional zu fallen → historische Defaults werden durch Spread nicht mehr überkompensiert
- Globale Spreads
 - Verteilung
 - Rechtsschiefe, nicht symmetrisch
 - Mittelwert = 68 BP
 - Median = 38 BP
 - 25% kein Bonitätsaufschlag (negativer Spread)
 - Starker Anstieg der Risikoaufschläge an der Grenze Investment-Grade/High-Yield
 - Risikoaufschläge korrelieren mit historisch gemessenen Default-Raten
- Regionen
 - # Emissionen
 - Nordamerika 5.300 Emissionen
 - Mitteleuropa 1.920 Emissionen
 - Westeuropa 1.787 Emissionen
 - restliche Regionen keinen wesentlichen Anteil
 - Marktkapitalisierung
 - Nordamerika 39%
 - Japan 16%
 - Westeuropa 13%
 - Mitteleuropa 12%
 - Südeuropa 8%
 - Nordeuropa 3%
 - Bonität
 - Starker Fokus Nordamerika und Europa
 - High-Grade (bis „AA-“) größter Anteil Europa
 - Hauptgrund → Covered Bonds
 - Darunter größter Anteil Amerika
 - Spreads
 - Deutliche Divergenz zwischen Europa und Amerika
 - Medianwerte
 - Europa, Ozeanien Spread knapp über Null
 - Amerika, Asien Spread etwas über 50 Bp

- Subregionen – Ausreißer nach oben
 - Karibik
 - Südosteuropa
 - Westafrika
 - Zentralafrika
 - Zentralasien
 - Ertragserwartung
 - großer Einfluss von Währungsabsicherungskosten
 - USD 2,69%
 - GBP 1,22%
 - CAD 2,00%
 - JPY 0,42%
 - Amerika höhere nominelle Rendite → geringere Ertragserwartung als vergleichbare Europa Anleihe
- Sektoren
 - Zwei prägende Gruppen (# Emissionen)
 - Staatsanleihen (2.778 Emissionen)
 - Financials (4.000 Emissionen)
 - Corporates – größte Sektoren
 - Nicht-zyklische Konsumgüter (1.363 Emissionen)
 - Kommunikation (915 Emissionen)
 - Energie (892 Emissionen)
 - Bei Kapitalisierung → größtes Segment Staatsanleihen (ca. 70%)
- Bonität
 - Hohe Konzentration Staatsanleihen/Financials im „AAA“ Bereich
 - Corporates → Fokus auf Bonität rund um „BBB“ Bereich
- Spreads
 - Ausgenommen Staatsanleihen haben mehr als 75% einen positiven Spread
 - Negativer Spreads → Covered Bonds
 - Attraktivste Spreads
 - Basic Materials
 - Energie
 - Mit zunehmender Bonität nimmt die Bandbreite der Spreads ab
- Ertragserwartung
 - Sektoren weisen durch die Bank eine ähnliche Ertragserwartung und Ausprägung auf (ausgenommen Staaten)

- Begründung: Berücksichtigung historischer Default-Raten → unterschiedliche Ratingklassen können miteinander verglichen werden
- Anleihentypen
 - Staaten
 - Universum → 1.729 Emissionen
 - 1.365 Staatsanleihen
 - 336 Emissionen aus regionalen Staaten
 - 28 Emissionen aus Kommunen
 - Bonität
 - Größter Anteil im „AAA“ Bereich
 - Staaten mit schlechterer Bonität („A-“ bis „B-“)
 - Japan
 - Spanien
 - Italien
 - Portugal
 - Argentinien
 - Spreads
 - Spreads stimmen mit Ausfallswahrscheinlichkeit überein
 - Mit abnehmender Bonität steigen die Risikoaufschläge
 - Ausnahme: Knick im Bereich „A“ → Japan
 - Hohe Gesamtverschuldung
 - Aber zu großen Teilen Inlandsverschuldung
 - Ertragserwartung
 - Starke Verwerfungen im Vergleich der verschiedenen Bonitäten
 - Im High-Yield Bereich nimmt die Ertragserwartung sukzessive ab → historische Default-Raten werden nicht durch Spreads kompensiert
 - Knick im Investment-Grade Bereich → Japan
 - Regionale Staaten und Kommunen (Unterkategorie Staaten)
 - Universum vergleichsweise klein, daher Aussagen nur bedingt repräsentativ
 - Bonität
 - Investment Grade (93%)
 - High-Yield Segment 23 Emissionen (7%)

- Konzentration auf „AAA“ bis „AA-“ (267 Emissionen bzw. 85% des zugrundeliegenden Universums)
- Spreads
 - Anstieg mit abnehmender Bonität
 - Im Vergleich zu Staatsanleihen → Bereich „AA-“ bis „A-“ höherer Spread, ansonsten relativ gleichläufiger Verlauf
- Ertragserwartung
 - Divergenzen im Vergleich zum Segment Staatsanleihen
 - Im kurzfristigen Bereich (bis ca. Mod Dur von 2,5) geringere Ertragserwartung als Staatsanleihen
 - Ab Mod Dur von ca. 4 Jahren zT deutlich höhere Ertragserwartung als Staatsanleihen
- Agencies, int. öff. rechtl. und sonstige supranationale Organisationen
 - Universum → 1.493 Emissionen
 - Bonität
 - „AAA“ Bereich größte Relevanz (44% der Emissionen)
 - Nur 43 Emissionen sind dem Segment High-Yields zuzuordnen (3%)
 - 1.386 haben ein Rating von „A+“ oder besser (93%)
 - Spreads
 - Internationale öffentlich-rechtliche Organisationen
 - 100% „AA“ oder besser
 - Geringster Spreads (Median)
 - Geringste Schwankungsbreite
 - Supranationals
 - 80% „AAA“ Rating
 - Trotzdem höherer Median als Agencies (30% „AAA“ Anleihen)
 - Ertragserwartung
 - Systematischer Anstieg bis hin zu „AA-“ (ab „A“ Bereich wenig repräsentativ, da sehr kleines Universum)
 - Agencies und International öffentlich-rechtliche Organisationen entwickeln sich nahezu ident
 - Supranationals weisen ab einer Mod Duration von 6,5 einen Knick nach unten auf
 - Agencies haben einen erhöhten Risikoaufschlag zu bezahlen

- Corporates & Financials
 - Gesamtuniversum
 - 10.021 Emissionen
 - 3.921 Emittenten
 - Financials
 - 2.588 Emissionen
 - davon 920 Covered Bonds
 - Bonität
 - Kategorien „BB+“ und „BB“ etwas unterrepräsentiert
 - „AAA“ durch Covered Bonds übergewichtet
 - High-Yield-Anteil mit 1.644 Emissionen sehr gering (16%)
 - Spreads
 - Median zwischen 50 und 100 Bp
 - Telekommunikation und Energie → größte Schwankungsbreite
 - Financials, Healthcare und Utilities → geringste Schwankungsbreite
 - Hinsichtlich Bonität bei Corporates keine Ausreißer zu beobachten
 - Hohe Akzeptanz der Ratingvorgaben bei Corporates durch Marktteilnehmer → Bewertung der Anleihen nach ökonomischen Kriterien
 - Financials bezahlen bonitätsbereinigt zT einen höheren Risikoaufschlag als Corporate Bonds
 - Financials werden im Vergleich zu Corporates vom Markt um ein bis zwei Stufen schlechter gepreist
 - Ertragserwartung
 - Financials weisen tendenziell eine höhere Ertragserwartung als klassische Corporates auf
 - Ertragserwartung nimmt mit abnehmender Bonität tendenziell zu (bis „BB“ Bereich → darunter nur geringe Anzahl an Emissionen und daher wenig repräsentativ)
- Covered Bonds und staatsnahe Titel
 - Universum
 - 4.120 Emissionen
 - 1.999 Emissionen in EUR

- Spreads
 - Im Schnitt sehr niedrig und immer unter Null
 - Regionale Ausnahme: Afrika (allerdings sehr geringe Anzahl an Emissionen)
 - Punktuelle Ausreißer nach oben (z.B. Europa)
 - Bonität → tendenziell Anstieg der Ertragserwartung mit zunehmender Bonität
 - Ausnahme: Knick im Bereich „A+“ und „A“ (z.B. Japan)
- Ertragserwartung
 - Knick analog Spreads im Bereich „A“
 - Relative Attraktivität EUR-Anleihen aufgrund des Roll-Down-Beitrages und der stark angestiegenen Hedging-Kosten

➤ Strategien

- Varianten
 - Corporates & Financials EUR
 - Corporates & Financials exkl. EUR
 - Staatsanleihen inkl. Covereds EUR
 - Staatsanleihen inkl. Covereds exkl. EUR
- EUR-Portfolios weisen deutlich höhere Attraktivität auf
- Wesentlicher Teil der Risikoaufschläge kommt aus den Emerging Markets
- Bei längerer Laufzeit wird der Risikoaufschlag zwischen Corporates & Financials im Vergleich mit dem Segment Staatsnahe inkl. Covereds größer

➤ Währungen

- Universum
- Fokus auf Hartwährungen
 - USD
 - EUR
 - GBP
 - JPY
 - SEK
 - NOK
 - JPY
 - DKK
 - CHF
 - CAD
 - AUD

- USD und EUR mit Abstand Währungen mit den meisten Emissionen
- GBP und JPY auch noch sichtbar
- Universum in anderen Währungen sehr klein
- Größter Handlungsspielraum an unterschiedlichen Währungen im Bereich „AAA“
- Mit abnehmender Bonität sinkt auch die Anzahl an verfügbaren Währungen
- High-Yield-Bereich ausschließlich Anleihen in USD und EUR sowie in sehr geringem Anteil in GBP
- Emerging Markets Anleihen ausschließlich in EUR und USD

Hinweis

Diese Unterlage basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen und dient der zusätzlichen Information unserer Anleger. Sie ist weder ein Anbot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf noch eine Einladung zur Anbotslegung oder eine Kauf- bzw. Verkaufsempfehlung. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse von Anlegern hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Jede Kapitalanlage ist mit Risiken verbunden. Wir übernehmen für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hier wiedergegebenen Informationen und Daten sowie das Eintreten von Prognosen keine Haftung. Die Unterlage ersetzt keinesfalls eine anleger- und objektgerechte Beratung sowie umfassende Risikoaufklärung. Die Anlagegrundsätze der Fonds können zukünftigen Änderungen unterworfen sein. Auf die Einhaltung von Anlagegrundsätzen und Anlagezielen sowie der Nachhaltigkeitskriterien einzelner Fonds, insofern es sich um freiwillige und nicht in den jeweils gültigen Prospekten festgelegte Beschränkungen handelt, besteht daher kein Rechtsanspruch. Erhaltene Auszeichnungen, Preise und Ähnliches (wie z.B. Morning Star Rating) lassen keine Rückschlüsse auf die Zukunft zu, da sie für die Vergangenheit verliehen werden. Die steuerliche Behandlung der Fonds ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zu. Ausgabe- und Rücknahmespesen der Fonds sowie sonstige externe Spesen und Steuern sind in den Performanceberechnungen nicht berücksichtigt und mindern die Performance. Ertragserwartungen stellen bloße Schätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar und sind kein verlässlicher Indikator für eine tatsächliche künftige Entwicklung.

Die aktuellen Prospekte und die Wesentlichen Anlegerinformationen ("KID", "KIID") sind in deutscher Sprache auf der Homepage www.securitykag.at (Fonds) sowie am Sitz der Security Kapitalanlage AG, Burgring 16, 8010 Graz als Emittentin und der SEMPER CONSTANTIA PRIVATBANK AG, Heßgasse 1, 1010 Wien, als Depotbank kostenlos erhältlich. Die auf Basis der geprüften Rechenschaftsberichte erstellten steuerlichen Behandlungen werden unter www.securitykag.at (Fonds) veröffentlicht.

Bitte beachten Sie auch die besonderen Risikohinweise der Fonds auf unserer Homepage.