

DEN AKTUELLEN KREDITZYKLUS VERSTEHEN



Xavier Sanjurjo

Research and Product Manager
Asset Management

Vor zwei Jahren leiteten die Zentralbanken die aggressivste geldpolitische Straffung seit Jahrzehnten ein, um die ausserordentlich expansiven Finanzierungsbedingungen während der Pandemie einzudämmen; diese Massnahmen trugen dazu bei, eine grössere Wirtschaftskrise abzuwenden, indem sie die Welle von Zahlungsausfällen eindämmten, die damals auf den Kreditmärkten einsetzte. Dank der kräftigen wirtschaftlichen Erholung haben die Fundamentaldaten von Unternehmen wieder das Niveau von vor COVID erreicht. Dies und die erneute Attraktivität der angebotenen Renditen haben die Anleger wieder auf den Markt für Unternehmensanleihen gelockt, der im Jahr 2023 Renditen von 8,40 Prozent für US-Investment Grade (IG) und 13,50 Prozent für High Yield (HY) erzielt hatte.

Angesichts eines scheinbar weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus, eines Wiederauflebens der Zinsvolatilität aufgrund von Unsicherheiten über den Zeitpunkt einer Lockerung durch die Fed, wachsender geopolitischer Risiken und knapper Kreditbewertungen stellt sich jedoch die Frage, wie sich Investoren an den Anleihenmärkten positionieren sollten.

DER KREDITZYKLUS - EIN FAHRPLAN FÜR EINE WIRKSAME POSITIONIERUNG

Als Kreditzyklen bezeichnet man das wiederkehrende Muster von Expansion und Kontraktion der Kreditverfügbarkeit und der Preisgestaltung in einer Volkswirtschaft. Sie sind durch Verschiebungen bei den Kreditvergabestandards, der Kreditnachfrage und den allgemeinen Marktbedingungen gekennzeichnet. Sie werden insbesondere von der Wirtschaftslage, der Geldpolitik und der Marktstimmung beeinflusst und haben einen grossen Einfluss auf die Kreditkosten, Investitionsentscheidungen und die Wirtschaftstätigkeit insgesamt. Kreditzyklen bestehen in der Regel aus vier Phasen: Abschwung, Kreditsanierung, Erholung und Expansion/Spätphase.

WO STEHEN WIR IM AKTUELLEN ZYKLUS?

Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass sich der US-Kreditzyklus derzeit in seiner Expansions-/Spätzyklusphase befindet, beginnend mit einem starken, wenn auch rückläufigen Wirtschaftswachstum (1,6 Prozent im 1. Quartal 24 gegenüber 3,4 Prozent im 4. Quartal 23) und einer Inflation von 3,5 Prozent Ende März, was die Fed zwingen dürfte, ihre restriktive Politik noch länger beizubehalten.

Diese Entwicklungen dürften die Finanzbedingungen, die sich seit dem letzten Jahr vor dem Hintergrund eines robusten Wirtschaftswachstums erheblich gelockert haben, weiter einschränken, so dass sich die Unternehmen auf den Kapitalmärkten refinanzieren können, wenn auch zu höheren Kosten. Die Rendite auf den US-amerikanischen IG-Unternehmensanleihenmärkten liegt laut ICE BofA-Indizes derzeit bei 5,74 Prozent (nahe einem 15-Jahres-Hoch) und bei 8,29 Prozent für US-HY.

«Der Handlungsspielraum der Fed wird immer kleiner.»

Höhere Renditen, reichlich Liquidität und eine anhaltende Risikobereitschaft - wie die Outperformance der risikoreicheren Kreditsegmente in den letzten zwei Jahren zeigt - haben zu einem erneuten Interesse an Unternehmensanleihen beigetragen, was zu einer deutlichen Verengung der Credit Spreads geführt hat, die nun mit historischen Tiefstständen flirtet.

Dieser Zugang zu den Kapitalmärkten hat es den Emittenten ermöglicht, ihr Fälligkeitsprofil zu verbessern, wodurch ihr Refinanzierungsrisiko in den kommenden Jahren a priori beseitigt wurde. Auch ihre Fundamentaldaten haben sich nach der Pandemie deutlich verbessert, da sie von einer starken wirtschaftlichen Erholung profitierten und die Verschuldungs- und Solvabilitätskoeffizienten wieder das Niveau von vor COVID erreicht haben. In letzter Zeit ist jedoch eine leichte Verschlechterung zu beobachten, die auf höhere Kreditkosten und ein langsames Ertragswachstum zurückzuführen ist.

Es ist unwahrscheinlich, dass diese leichte Verschlechterung eine massive Welle von Zahlungsausfällen auslösen wird, aber wir sehen bereits erste Risse. So meldete S&P kürzlich für das Jahr bis Ende Februar die höchste Zahl von Ausfällen weltweit seit 2009, wobei sich die Ausfälle hauptsächlich auf CCC-Ratings konzentrierten. Dennoch rechnet S&P damit, dass die Ausfallquote für spekulative US-Schulden bis zum

Jahresende 4,75 Prozent nicht übersteigen wird (gegenüber 4,5 Prozent im Jahr 2023), auch wenn sie in ihrem pessimistischen Szenario einer Rezession und einer hartnäckigeren Inflation, die die Fed zwingt, die Leitzinsen länger hochzuhalten, eine Quote von 6,75 Prozent nennt. Ein Szenario, das plötzlich plausibler wird, wenn sich eines der vielen aktuellen latenten Risiken verwirklicht und den Kreditzyklus in die Abschwungphase drängt.

AUSWIRKUNGEN AUF FESTVERZINSLICHE PORTFOLIOS

Auch wenn es der Fed gelungen zu sein scheint, eine weiche Landung im aktuellen geldpolitischen Straffungszyklus zu erreichen, gibt es Risiken für eine turbulente Landung, von denen das wichtigste eine anhaltende Inflation ist. Sicher ist, dass der Handlungsspielraum der Fed immer kleiner wird und dass sie die Märkte auf höhere und längere Zinsen vorzubereiten scheint, was zweifellos weiterhin für Volatilität an den Zins- und Kreditmärkten sorgen wird.

Wenn man sich an der Geschichte orientiert, sprechen diese Überlegungen zusammen mit den relativ knappen Bewertungsniveaus für eine vorsichtige Positionierung auf den Märkten für Unternehmensanleihen, was eine Verringerung des Kreditrisikos im Portfolio und die Bevorzugung von IG-Unternehmensanleihen hoher Qualität sowie von US-Treasuries impliziert.



REYL
INTESA SANPAOLO

WICHTIGER HINWEIS - Dieser Inhalt wird von der REYL & Cie AG oder/und den mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend "REYL" genannt) ausschliesslich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot, eine Empfehlung oder einen Ratschlag zum Kauf oder Verkauf von Anteilen an den darin erwähnten Finanzinstrumenten, zur Durchführung einer Transaktion oder zum Abschluss einer wie auch immer gearteten Transaktion dar, insbesondere nicht für Empfänger, die keine qualifizierten, akkreditierten, zugelassenen professionellen oder institutionellen Anleger sind. Es ist ausschliesslich für den Gebrauch des Empfängers bestimmt und darf nicht weitergeleitet, gedruckt, heruntergeladen, für andere Zwecke verwendet oder reproduziert werden. Es ist nicht für die Verteilung/Angebot an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Staatsangehörige eines Landes sind oder einer Gerichtsbarkeit unterliegen, deren Gesetze oder Vorschriften eine solche Verteilung/Angebot oder Nutzung verbieten würden. REYL bemüht sich nach besten Kräften, Informationen aus Quellen zu beschaffen, die sie für zuverlässig hält. REYL, seine Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter, Vertreter oder Anteilseigner übernehmen jedoch keine Haftung in Bezug auf diese Inhalte und geben keine Garantie für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zuverlässigkeit der genannten Daten und haften daher nicht für Verluste, die sich aus der Nutzung dieser Inhalte ergeben. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Meinungen und Einschätzungen sind zum Zeitpunkt der Veröffentlichung gültig und können ohne vorherige Ankündigung widerrufen oder geändert werden. Dieser Inhalt ist nur für Empfänger bestimmt, die alle damit verbundenen Risiken verstehen und in der Lage sind, sie zu tragen. Vor dem Abschluss einer Transaktion sollten die Empfänger feststellen, ob das Finanzinstrument, das im Inhalt erwähnt wird, für ihre besonderen Umstände geeignet ist, und sie sollten sicherstellen, dass sie (zusammen mit ihren professionellen Beratern) die spezifischen Risiken, die rechtlichen, steuerlichen und buchhalterischen Folgen und die Zulassungsvoraussetzungen für den Kauf, das Halten oder den Verkauf von Finanzinstrumenten, die im Inhalt erwähnt werden, unabhängig bewerten. REYL, seine Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter, Vertreter oder Anteilseigner können von Zeit zu Zeit Beteiligungen und/oder Übernahmeverpflichtungen an den hier beschriebenen Finanzinstrumenten haben. REYL gibt keine Zusicherung hinsichtlich der Eignung der genannten Informationen, Meinungen oder Finanzinstrumente. Historische Daten über die Wertentwicklung der Finanzinstrumente oder der zugrunde liegenden Vermögenswerte sind kein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der vorliegende Inhalt wurde von einer Abteilung von REYL erstellt, die keine für das Finanzresearch zuständige Organisationseinheit ist. REYL unterliegt unterschiedlichen aufsichtsrechtlichen Anforderungen und bestimmte Dienstleistungen und/oder Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht in allen Rechtsordnungen oder für alle Arten von Empfängern verfügbar. Die Empfänger sind daher dafür verantwortlich, alle geltenden Gesetze und Vorschriften einzuhalten. Es ist nicht beabsichtigt, Dienstleistungen und/oder Finanzinstrumente in Ländern oder Gerichtsbarkeiten anzubieten, in denen ein solches Angebot nach den einschlägigen Gesetzen und Vorschriften rechtswidrig wäre.

reyl.com



SUCCESS. TOGETHER.