

Ai generated image

MÄRZ 2026

Investieren in Unternehmensanleihen über alle Marktphasen hinweg.

Ein disziplinierter Ansatz für Unternehmensanleihen



Charudatta Shende

Fixed Income Strategist,
Head of Client Portfolio
Management Fixed Income



Marie Thomin

Client Portfolio Manager
Fixed Income

Erfolgreiche Verhandlungen werden selten am Tisch entschieden – sondern im Vorfeld, durch sorgfältige Vorbereitung. Für Investments in Unternehmensanleihen gilt dieselbe Logik. Ergebnisse entstehen nur selten im Moment der Marktanpassung, sondern werden deutlich früher geprägt: wenn sich Verschuldung aufbaut, sich Liquiditätsbedingungen verändern und Risiken neu bepreist werden. Der Unternehmensanleihezyklus bildet den roten Faden hinter diesen Entwicklungen – häufig erkennbar in Marktverhalten und Finanzierungsbedingungen, lange bevor er sich in steigenden Ausfallraten widerspiegelt.

Warum ist der Unternehmensanleihezyklus für Anleger relevant?

Unternehmensanleiherisiken sind asymmetrisch. Bei Investments in Unternehmensanleihen werden Erträge schrittweise erzielt, während Verluste abrupt auftreten können – insbesondere wenn sich Refinanzierungsbedingungen verschlechtern, Liquidität nachlässt und Ausfallraten steigen.

Unternehmensanleihen sind zyklisch. Der Anleihezyklus spiegelt die Wechselwirkung zwischen Kreditnehmern, Anlegern, Zentralbanken und Marktdynamiken wider. Weiten sich Spreads aus und nimmt die Risikoaversion zu, schwächt sich das wirtschaftliche Umfeld in der Regel ab – häufig begleitet von geldpolitischer Lockerung und einer geringeren Risikobereitschaft der Anleger.

Der Unternehmensanleihezyklus liefert den entscheidenden Kontext für Anlageentscheidungen. Er hilft bei der Beurteilung, ob Renditen durch solide Fundamentaldaten oder durch günstige Finanzierungsbedingungen gestützt werden. Den Zyklus zu ignorieren bedeutet nicht nur, Carry-Potenzial zu verpassen – sondern auch, zum falschen Zeitpunkt in Unternehmensanleihen engagiert zu sein, wenn Märkte abrupt neu bewerten.

Der Unternehmensanleihezyklus: Vier Phasen, zwei Treiber

Unternehmensanleihezyklen sind gut bekannt. Die meisten Anleger können ihre **vier Hauptphasen beschreiben: Bereinigung, Erholung, Expansion und Abschwung**. Ziel dieses Beitrags ist es jedoch nicht, diese Begriffe erneut zu erläutern, sondern hervorzuheben, **worauf es in den einzelnen Phasen ankommt: die Veränderung des Risikos**. Bei Unternehmensanleihen geht es im Zyklus nicht nur um Wachstum und Rezession, sondern auch darum, wie nachsichtig Refinanzierungsbedingungen sind, wie stark Leverage belohnt wird und wie schnell Liquidität verschwinden kann, wenn sich die Marktstimmung dreht.

Bei Candriam analysieren wir den Zyklus aus zwei komplementären Perspektiven: **dem Verschuldungszyklus und dem Konjunkturzyklus**.

- **Der Verschuldungszyklus beschreibt**, wie sich Leverage bei Unternehmen und Haushalten aufbaut und wie sich das Unternehmensanleihenangebot im Zeitverlauf entwickelt.
- **Der Konjunkturzyklus** bildet das wirtschaftliche Umfeld ab, in dem diese Verschuldung bedient, refinanziert und bepreist werden muss: Wachstum, Inflation und geldpolitische Rahmenbedingungen.

Stress im Unternehmensanleihesegment entsteht in der Regel, wenn sich diese beiden Zyklen negativ verstärken – etwa wenn die Verschuldung weiter zunimmt, obwohl sich das Wachstum abschwächt und die Geldpolitik weniger unterstützend wirkt.

Der Ansatz ist bewusst vorausschauend ausgerichtet. **Zahlungsausfälle, Herabstufungen und Zwangsverkäufe sind in der Regel spätzyklische Ergebnisse**; bis sie offensichtlich werden, hat die Neubewertung oft bereits stattgefunden. Aussagekräftigere **Signale zeigen sich meist früher**: im Tempo und Zweck der Verschuldungsaufnahme, Zeichnungsdisziplin, in Refinanzierungsmöglichkeiten sowie darin, wie geldpolitische Veränderungen die Fehlertoleranz im System beeinflussen.

Aus Sicht des Verschuldungszyklus analysieren wir nicht nur das Volumen, sondern vor allem die Verwendung von Kapital. Immobilienfinanzierungen (langfristig und zinssensitiv), die Verschuldung nichtfinanzieller Unternehmen (Investitionen vs. finanzielle Optimierung), das Wachstum im Konsumentenkredit (Sensitivität der Privathaushalte) und fremdfinanzierte M&A Transaktionen (als Verhaltensindikator) geben Aufschluss darüber, ob Resilienz wieder aufgebaut oder schleichend abgebaut wird. Ebenso beobachten wir die Breite des Unternehmenanleihenangebots von Banken und Kapitalmärkten,

da Zyklen verstärkt werden, wenn Finanzierungsquellen reichlich verfügbar bleiben, selbst wenn sich die Strukturen verschlechtern.

Aus Sicht des Konjunkturzyklus konzentrieren wir uns auf die Faktoren, die ausschlaggebend dafür sind, ob Schulden problemlos bedient und refinanziert werden können: Wachstumsdynamik, Arbeitsmarktentwicklung, Inflation und Geldpolitik. Diese beeinflussen Umsätze, Margen und Finanzierungskosten und bestimmt letztlich, wie tragfähig Schulden sind und wie reibungslos sie refinanziert werden können. Selbst ein moderater Verschuldungsgrad kann problematisch werden, wenn sich das Wachstum abschwächt, der Inflationsdruck zunimmt oder sich die Finanzierungsbedingungen verschärfen.

Diese Phasen sind keine festen Zeitpunkte. Sie können über längere Zeiträume bestehen bleiben, ungleichmäßig verlaufen oder scheinbar wieder zurückdrehen. **Ziel ist es nicht, Wendepunkte exakt vorherzusagen, sondern zu erkennen, wann sich das Verhältnis von Risiko und Rendite verbessert – und wann es zunehmend asymmetrisch wird.**

Die vier Phasen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

1. Phase 1 – Bereinigung und Wiedereröffnung:

Unternehmen bauen in der Regel Verschuldung ab, indem sie Eigenkapital aufnehmen, Vermögenswerte veräußern und Kosten senken. Die Ausfallquote ist hoch, Risiken sind sichtbar und oft auch eingepreist. Die Streuung ist hoch und die Spreads können ein Polster bieten, aber die Liquidität kann uneinheitlich bleiben und Emittenten können verborgene Schwächen aufweisen.

2. Phase 2 – Erholung:

Rückkehr des Wachstums, Erholung der Erträge, die Emissionstätigkeit nimmt zu, Stabilisierung der Verschuldung und die Volatilität geht zurück. Angesichts sinkender Ausfallraten und erhöhter Bilanzdisziplin ist dies das ideale Szenario. Risiken entstehen hier eher durch zunehmende Sorglosigkeit sowie eine schleichende Verringerung der Fehlertoleranz.

3. Phase 3 – Expansion:

Die Risikobereitschaft der Unternehmen nimmt wieder zu. Auch wenn die Fundamentaldaten weiterhin solide erscheinen, steigt die Verschuldung – getrieben durch M&A-Aktivitäten, hohe Investitionsausgaben (Capex) und eine nachlassende Zeichnungsdisziplin. Bei engen Bewertungen, niedrigen Ausfallraten und einem weniger unterstützenden geldpolitischen Umfeld wird das Risiko asymmetrisch: begrenztes Aufwärtspotenzial bei gleichzeitig hoher Sensitivität gegenüber Refinanzierungsbedingungen.

4. Phase 4 – Abschwung:

Die Finanzierungsbedingungen verschärfen sich, Erträge und Liquidität verschlechtern sich, die Verschuldung erreicht ihren Höhepunkt, Ausfallraten steigen und Spreads weiten sich rasch aus. Die Ergebnisse werden maßgeblich durch Struktur, Seniorität und Recovery-Raten bestimmt.

2. Erholung

Unternehmen: Wachstum kehrt zurück, günstige Finanzierungsbedingungen

Zentralbanken: Neutral ausgerichtet

Anleger: Steigende Risikobereitschaft, anhaltende Mittelzuflüsse

1. Bereinigung

Unternehmen: Schuldenabbau, steigende Ausfallraten, idiosynkratische Risiken bleiben hoch

Zentralbanken: Expansiv ausgerichtet

Anleger: Vorsichtige Positionierung, Mittelzuflüsse werden wieder positiv

Quelle: Candriam



3. Expansion

Unternehmen: Steigende Verschuldung, starke Verschuldungsdynamik und niedrige Ausfallraten. Finanzierungsbedingungen beginnen sich zu verschärfen

Zentralbanken: Zunehmend restriktiv ausgerichtet

Anleger: Steigende Risikobereitschaft, anhaltende Mittelzuflüsse

4. Abschwung

Unternehmen: Erträge verschlechtern sich rasch, die Verschuldung steigt schnell, und die Ausfallraten nehmen zu.

Zentralbanken: Reagieren verzögert

Anleger: Streben nach Derisking, aber eingeschränkt durch nachlassende Liquidität, Mittelabflüsse.

Wie Candriam Unternehmensanleihen über den Zyklus hinweg steuert

Bei Candriam betrachten wir die Analyse des Unternehmensanleihenzyklus nicht als eigenständige Disziplin, sondern **als eine kontextuelle Ebene, die unseren emittentenbasierten Investmentprozess ergänzt**. Wir nutzen sie, um die Bonität zu stresstesten, Risikobudgets zu kalibrieren und Portfolios so auszurichten, dass sie auch schnellen und abrupten Marktveränderungen standhalten. Unser Ansatz basiert auf zwei Ebenen: einer **Bottom-up-Analyse auf Emittentenebene** – „Welches Risiko tragen wir?“ – sowie einer **Top-down-Cycle-Overlay** – „Ist dies der richtige Zeitpunkt im Zyklus, dieses Risiko einzugehen, und wenn ja, in welcher Allokation und in welcher Struktur?“.

Bottom-up: Anlageempfehlungen für Unternehmensanleihen unter Berücksichtigung zyklischer Risiken

Bottom-up-Research ist der wichtigste Schritt unseres Anlageprozesses. Unsere Analysten geben für jeden Emittenten eine interne Empfehlung auf der Grundlage einer Bewertung seines Geschäftsmodells, seines Finanzprofils und der damit verbundenen Risiken ab. ESG-Aspekte sind integraler Bestandteil dieser Analyse, da sie die Nachhaltigkeit der Cashflows, den Zugang zu Kapital und das Governance-Verhalten maßgeblich beeinflussen können – insbesondere in einem anspruchsvolleren Marktumfeld.

Das Zyklusrisiko ist in diese Analyse eingebettet. Die Analysten konzentrieren sich auf den Refinanzierungsbedarf, das Fälligkeitsprofil der Verschuldung, Liquiditätspuffer und die Widerstandsfähigkeit des freien Cashflows unter weniger günstigen Bedingungen. Darüber hinaus analysieren wir Anreizstrukturen des Managements sowie potenzielle Handlungsoptionen in Stressphasen, da Event-Risiken häufig zunehmen, wenn die Fehlertoleranz sinkt. Die Struktur auf Einzeltitelebene – Seniorität, Covenants, Kündigungsrechte (Call-Optionen) und Recovery-Potenziale – gewinnt insbesondere dann an Bedeutung, wenn sich die Marktbedingungen verändern.

Bevor die Analysten eine endgültige Empfehlung abgeben, bewerten sie das Risiko der aktuellen Phase – und das Risiko des Übergangs in eine weniger unterstützende Phase. Ziel ist es nicht, den exakten Wendepunkt vorherzusagen, sondern Abwärtsrisiken frühzeitig zu antizipieren, eine angemessene Sicherheitsmarge in Fundamentaldaten und Struktur einzufordern – und konsequent auf Investments zu verzichten, deren Renditeannahmen nur unter idealen Bedingungen Bestand haben.

Top-Down Overlay: Kohärentes Risikomanagement

Unser Top-down-Overlay analysiert die makroökonomische Umfeld und das breitere Marktumfeld für Unternehmensanleihen anhand von Fundamentaldaten, Bewertungen und technischen Faktoren. Dadurch entsteht ein konsistentes Bild darüber, wo sich die Risikoprämien verbessern und wo sie zunehmend unzureichend werden.

Wir übersetzen das makroökonomische Umfeld – Wachstum, Inflation und geldpolitische Ausrichtung – in eine Bewertung der Finanzierungsbedingungen. Anschließend leitet das Anleiheteam daraus die Implikationen für Spread-Risiken über Regionen und Ratingsegmente hinweg ab und integriert dabei Fundamentaldaten, Bewertungen, Marktstimmung und technische Faktoren. Ziel ist es nicht, ein mechanisches Signal zu generieren, sondern eine klare Risikoeinschätzung zu formulieren, die die Portfoliokonstruktion unterstützt

Da Veränderungen schnell und abrupt erfolgen können, **passen wir das Risiko schrittweise an, wenn sich Asymmetrien aufbauen**. Das kann bedeuten, Gewinne mitzunehmen, wenn die Spreads ihr Potential ausgeschöpft haben, die Qualität zu erhöhen, wenn die Fehlertoleranz sinkt, und genügend Liquidität vorzuhalten, um Zwangsverkäufe zu vermeiden. **Bei Unternehmensanleihen ergeben sich Chancen in der Regel dann, wenn andere Marktteilnehmer sich einschränken müssen. Ein disziplinierter Zyklusansatz ermöglicht es, Portfolien entsprechend flexibel aufzustellen.**

Antizyklisch handeln, wenn es darauf ankommt: Zyklusübergreifende Portfolioposition

Antizyklisches Handeln im Bereich Unternehmensanleihen bedeutet nicht, Risiken grundsätzlich zu vermeiden. Es geht darum, Risiken anzunehmen, wenn es sich auszahlt – und vorsichtig zu sein, wenn der Markt die Illusion von Sicherheit bei unzureichender Spread-Kompensation bietet.

Unsere Portfolioausrichtung entwickelt sich entlang der Risikoprämien in den vier Phasen:

- **Phase 1 – Bereinigung und Wiedereröffnung**

Unternehmen werden „bondholder-friendly“. Wir fokussieren uns auf Deleveraging-Storys, bei denen Spreads weiterhin einen Puffer bieten. **Entscheidend ist Selektivität:** Emittenten mit glaubwürdiger Bilanzstärkung, solider Liquidität und flexiblen Refinanzierungsoptionen. **Ziel ist ein disziplinierter Aufbau von Risiko.**

- **Phase 2 – Erholung**

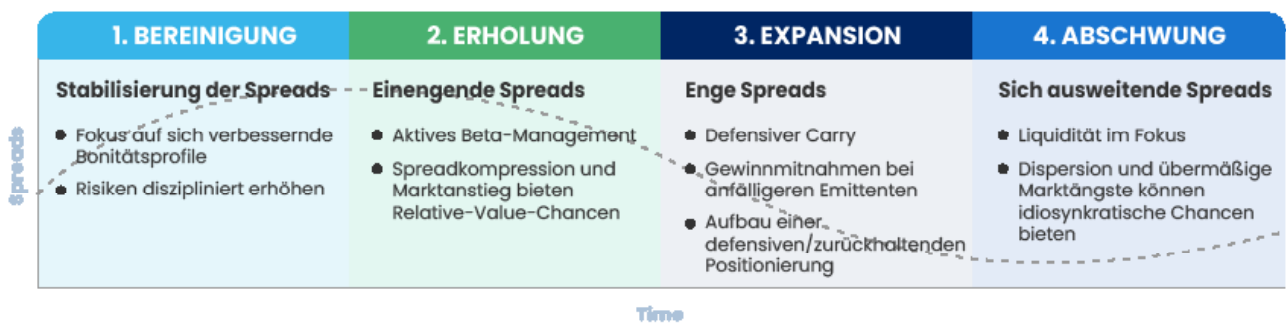
Nach und nach **versuchen wir, das Beta zu erhöhen**, da in dieser Phase die Marktbedingungen möglicherweise positivere Renditen ermöglichen. Positionsgröße und Struktur werden wichtig, da sich die Risikoprämien einengen. Ziel ist es, Carry zu nutzen, ohne die Risikosteuerung dem Markt zu überlassen.

- **Phase 3 – Expansion**

Unsere Position ist geprägt von defensivem Carry. Wir beobachten potenzielle Exzesse im Unternehmensverhalten: fremdfinanzierte M&A-Aktivitäten, Ausschüttungen an Aktionäre, Erosion von Covenants und nachlassende Zeichnungsdisziplin. In dieser Phase ist Disziplin am wenigsten gefragt – und am wertvollsten. Wir priorisieren Bilanzqualität gegenüber marginalen Spreadvorteilen, reduzieren Engagements in Emittenten, die auf kontinuierlichen Marktzugang angewiesen sind, und meiden Strukturen mit schwachem Downside-Schutz.

- **Phase 4 – Abschwung**

Portfolioergebnisse werden maßgeblich durch Liquiditätsmanagement und den Schutz vor Abwärtsrisiken bestimmt. Wir konzentrieren uns auf den Schutz von Flexibilität und sind gleichzeitig bereit, Risiken selektiv einzusetzen, da Verzerrungen Chancen schaffen. Wenn sich die Spreads jenseits dessen ausweiten, was die Fundamentaldaten rechtfertigen, kann ein gut vorbereitetes Portfolio gezielt antizyklisch agieren – dann, wenn Risiken sichtbar und eingepreist sind.



Quelle: Candriam

Bei Candriam ist das Verhältnis zwischen Top-down- und Bottom-up-Analyse nicht statisch, sondern passt sich dem Unternehmensanleihezyklus an. Beide Perspektiven werden stets parallel angewendet – die Emittentenanalyse, um das von uns gehaltene Risiko zu definieren, sowie eine makroökonomische und zyklische Einordnung, um zu beurteilen, ob der Markt uns angemessen für dieses Risiko vergütet. Bei der Portfoliokonstruktion bestimmt jedoch die jeweilige Zyklusphase, welcher Perspektive größeres Gewicht zukommt

In Phasen mit hoher Dispersion, in denen Ergebnisse stark vom Verhalten der Emittenten und ihrer Kapitalstruktur abhängen, treiben Bottom-up-Überzeugung und Titelselektion die Differenzierung. In Phasen hingegen, in denen die Korrelationen steigen und die Kursentwicklung von einer breiten Neubewertung von Risiken geprägt ist, wird die Top-down-Disziplin zum zentralen Anker – sie bestimmt Beta, Liquidität und das gesamte Risikobudget, während wir weiterhin nach idiosynkratischen Chancen suchen.

In der Praxis bedeutet dies:

- **In der späten Expansionsphase** – wenn die Spreads eng sind, übermäßiger Optimismus Schwachstellen überdecken kann und die Fehlertoleranz sinkt – **legen wir größeren Wert auf eine fundamentale Bottom-up-Analyse:** Wir priorisieren Bilanzstärke, Refinanzierungsoptionen und strukturellen Downside-Schutz, um das Portfolio auf einen möglichen Wendepunkt vorzubereiten.
- **In der Bereinigungsphase,** wenn sich die Spreads ausweiten und sich qualitativ stärkere Emittenten schneller erholen – stützen wir uns erneut stark auf die Bottom-up-Analyse, um diejenigen Emittenten zu identifizieren, die als Erste wieder Zugang zum Kapitalmarkt erhalten und eine Neubewertung erfahren.
- **Abschwungphasen** hingegen sind typischerweise durch eine eher einheitliche Bewegung der Spreads gekennzeichnet, bei der Liquiditätsbedingungen und Regimedynamiken die Renditen dominieren. In diesem Umfeld **leiten Top-down-Perspektiven die Portfoliopositionierung,** auch wenn selektive, emittentenspezifische Dislokationen auftreten können.
- **Die Erholungsphase** ist ebenfalls häufig durch eine breite Spreadkompression und eine beta-getriebene Performance gekennzeichnet. Dadurch **rücken Top-down-Beta-Steuerung und Risikokalibrierung in den Mittelpunkt,** während die Bottom-up-Analyse sicherstellt, dass wir Carry vereinnahmen, ohne die Resilienz des Portfolios zu gefährden, während sich die Marktbedingungen weiterentwickeln.

Fazit

Die Darstellung der vier Zyklusphasen ist kein neues Konzept. Wichtig ist aber, wie diese Analyse genutzt wird. **Der Unternehmensanleihezyklus ist keine Prognoseübung, sondern ein Rahmen zur Risikosteuerung.** Er zeigt auf, wann Liquidität reichlich vorhanden oder fragil ist, wann Verschuldung belohnt oder nur toleriert wird und wann der Markt Unsicherheit ausgleicht – oder Risiken aus einer Phase der Sorglosigkeit heraus unterschätzt.

Bei Candriam verfolgen wir einen Ansatz, der Bottom-up- und Top-down-Analyse verbindet, da Unternehmensanleiherisiken sowohl idiosynkratischer als auch systemischer Natur sind. Unser Ziel ist es, Risiken frühzeitig zu erkennen – durch die Analyse von Refinanzierungsmöglichkeiten, Bilanzverhalten und der schwindenden Fehlertoleranz – anstatt den exakten Wendepunkt des Zyklus vorherzusagen. In einem Umfeld, in dem Übergänge abrupt verlaufen können und Warnsignale oft subtil sind, ist Vorbereitung wichtiger als Prognose.

Im Bereich der Unternehmensanleihen ist der beste Zeitpunkt zur Steuerung von Risiken genau dann, wenn sie scheinbar nicht erforderlich ist – wenn die Märkte ein trügerisches Gefühl von Stabilität vermitteln. Aus diesem Grund achten wir in unserem Prozess darauf, den Zyklus frühzeitig zu analysieren, Abwärtsrisiken kontinuierlich zu berücksichtigen und ausreichend Liquidität vorzuhalten, um handlungsfähig zu bleiben, wenn andere es nicht sind. Unser Ziel ist eine robuste zyklusübergreifende Wertentwicklung – und die Fähigkeit, Marktstress gezielt in Chancen umzuwandeln, wenn die Risikoprämien wieder attraktiv sind.



**The time to repair the roof is when
the sun is shining**

–John F. Kennedy

Um mehr über unsere Strategien zu erfahren:

[Unternehmensanleihen / Candriam](#) >

Entdecken Sie, wie Candriam im Bereich Unternehmensanleihen Risiken steuert:

[Tame Risk. Don't run from it. / Candriam](#) >



Ai generated image

Investitionen in Anleihenmärkte sind mit Risiken verbunden, einschließlich des Risikos eines Kapitalverlusts.

WICHTIGE INFORMATIONEN

Dies ist ein Marketing-Dokument. Dieses Dokument dient ausschließlich Informations- und Aufklärungszwecken und kann Meinungsäußerungen und geschützte Informationen von Candriam enthalten; es stellt, vorbehaltlich ausdrücklicher anders lautender Vereinbarungen, weder ein Kauf oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente noch eine Anlageempfehlung oder Transaktionsbestätigung dar. Candriam lässt bei der Auswahl der in diesem Dokument genannten Daten und ihrer Quellen größte Sorgfalt walten. Dennoch können Fehler oder Auslassungen nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden. Candriam haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen könnten. Die Rechte von Candriam am geistigen Eigentum sind jederzeit zu wahren. Eine Vervielfältigung des Inhalts dieses Dokuments ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung seitens Candriam zulässig.