



BARINGS Viewpoints

High-Yield-Investments: Sind die Riskoprämien zurzeit angemessen?

Von David Mihalick, Head of U.S. Public Fixed Income und Head of U.S. High Yield bei Barings

Angesichts der gegenwärtigen fundamentalen Rahmenbedingungen und Ausfallwahrscheinlichkeiten deuten die Spreadniveaus darauf hin, dass die Anleger für die Höhe des Risikos, das sie eingehen, im Vergleich zu anderen Zeitpunkten des Zyklus zurzeit angemessen entschädigt werden.

Die Suche nach Renditen ist zwar nichts Neues, sie hat sich in den letzten Monaten aber zweifellos intensiviert, da niedrig und sogar negativ verzinsten Schuldtitel die Anlagelandschaft weiterhin dominieren. Doch für Anleger, die sich normalerweise renditestärkeren Anlagen wie High-Yield-Anleihen und Loans zuwenden, stehen eine Reihe potenzieller Bedenken im Vordergrund: das nachlassende Wirtschaftswachstum, der verlängerte Kreditzyklus und ein Anstieg der Ausfälle.

Eine wichtige Frage dreht sich insbesondere um die Bewertungen und darum, ob die Spreads auf dem aktuellen Niveau die Anleger für die Höhe des eingegangenen Ausfallrisikos ausreichend entschädigen. Die Antwort lautet unserer Meinung nach ja und basiert auf einigen entscheidenden Überlegungen:

1. Fundamentaldaten des Marktes und des Emittenten
2. Angebot-Nachfrage-Dynamik
3. Historische Ausfall- und Rückgewinnungsraten

Solidität des Marktes und des Emittenten

Im Großen und Ganzen scheinen High-Yield-Emittenten im Vergleich zu den Jahren vor der globalen Finanzkrise disziplinierter zu sein. Betrachtet man beispielsweise US-High-Yield-Anleihen, so ist das Volumen der Leveraged Buyouts – d. h. der Transaktionen mit erhöhtem Risiko, die mit einem erheblichen Betrag an Fremdkapital finanziert werden – heute niedriger als 2006/2007.¹ Darüber hinaus ist die Emission von CCC-Anleihen im Vergleich zu den Jahren unmittelbar vor der Finanzkrise etwas verhalten. Die Emission von risikoreicheren Payment-in-kind oder Deferred Bonds ist ebenfalls geringer und machte in den letzten Jahren weniger als 1 % der Gesamtemissionen aus.¹

DIE JÜNGSTEN EMISSIONSTRENDS IN DEN USA SIND SOLIDER ALS 2006/2007

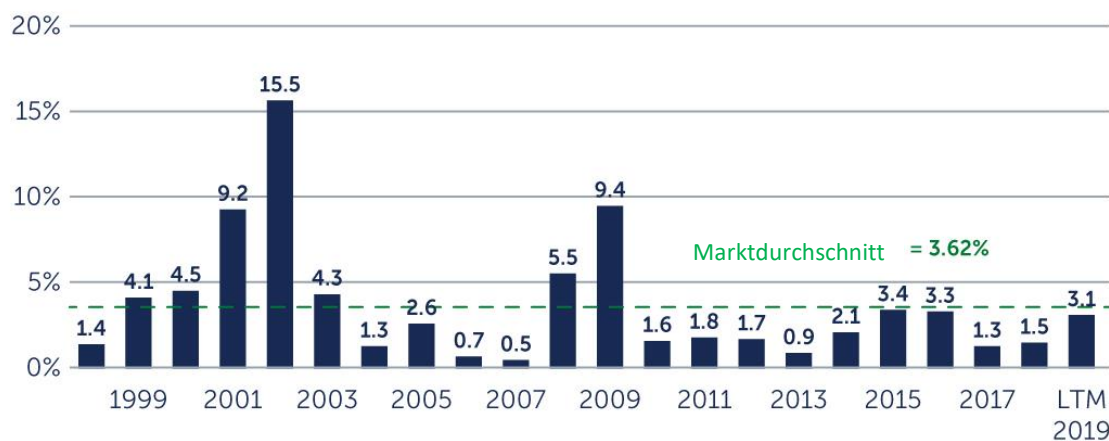
	Durchschnitt '06 – '07	Durchschnitt '15 – '17	2018
Nach Verwendung der Erlöse Finanzierung von Übernahmen / LBOs In % der Neuemissionen	48%	23%	21%
Nach Ratings Niedrigeres Rating In % der Neuemissionen	29%	13%	17%
Nach Wertpapierart PIK-Toggle/mit optional verzögerten Kuponzahlungen In % der Neuemissionen	10%	0%	0%

QUELLE: J.P. MORGAN. STAND: FEBRUAR 2019. NIEDRIGERES RATING IST DEFINIERT ALS KREDITRATING SPLIT B, CCC ODER NR.

Getrieben von einem relativ starken wirtschaftlichen Umfeld in den letzten Jahren sind die Unternehmensgewinne solide und das Verschuldungsniveau weitgehend stabil. Darüber hinaus scheinen die Zinsdeckungsraten, auch aufgrund der niedrigeren Finanzierungskosten in den letzten zehn Jahren, relativ solide zu sein.

Daher liegen die Ausfälle – das größte potenzielle Risiko für High-Yield-Investoren – weiterhin bei rund 3 % und damit leicht unter dem langfristigen historischen Durchschnitt.² Während eine Zunahme der Ausfälle in stärker bedrängten Sektoren – d. h. Energie und Einzelhandel – in diesem Jahr zu einem leichten Anstieg der Gesamtausfälle beitrug, erwarten wir kurzfristig keinen weit verbreiteten oder wesentlichen Anstieg der Ausfälle.

HISTORISCHE US-HIGH-YIELD-AUSFALLRATE



QUELLE: CREDIT SUISSE. STAND: 30. AUGUST 2019.

Aus technischer Sicht sind wir der Meinung, dass der High-Yield-Markt insgesamt weiterhin gestützt wird. Die Nachfrage ist stabil und kommt sowohl aus der Reinvestition von bestehendem Kapital als auch aus neuem Kapital, das in die Anlageklasse investiert wird. Angesichts der anhaltenden Suche nach Renditen gehen wir davon aus, dass die Nachfrage solide bleiben und der Markt bei einer relativ verhaltenen Entwicklung in Zukunft gut gestützt sein dürfte.

Allerdings haben Konjunkturzyklen von Natur aus ein Enddatum, sodass wir irgendwann wieder eine Rezession durchlaufen werden. Und obwohl wir – basierend auf den heute generell vorsichtigeren Finanzprofilen von High-Yield-Emittenten – nicht erwarten, dass der nächste Abschwung so schwerwiegend sein wird wie die Finanzkrise, würden wir zweifellos mit einem Anstieg der Ausfälle im nächsten Zyklus rechnen.

Spreads im Zusammenhang mit Ausfällen

Obwohl Ausfälle einen potenziellen Kapitalverlust mit sich bringen, gibt es in der Regel Möglichkeiten, einen Teil davon durch einen Umstrukturierungsprozess zurückzugewinnen. Auch wenn frühere Rückgewinnungsraten keine Indikatoren für zukünftigen Ergebnisse sind, kann die Berücksichtigung langfristiger Rückgewinnungsannahmen für verschiedene High-Yield-Assets – von vorrangig besicherten Loans und Anleihen bis hin zu unbesicherten Anleihen – eine allgemeine Vorstellung davon vermitteln, wie hoch die implizite Ausfallquote basierend auf den aktuellen Spreadniveaus über verschiedene Rückgewinnungsannahmen hinweg sein sollte.

Beispiel: High-Yield-Anleihen bieten aktuell Spreads von ca. 400 Basispunkten (bps) über dem risikofreien Zinssatz.³ Wenn ein Anleger eine Rückgewinnungsrate von 50 % für High-Yield-Anleihen – sehr nahe an der langfristigen durchschnittlichen Rückgewinnungsrate für vorrangig unbesicherte High-Yield-Anleihen⁴ – annimmt, würde ein Spread von 400 bps eine Ausfallrate von 8 % implizieren, um einen Überschuss-Spread vollständig zu beseitigen, der über einer risikofreien Chance erforderlich sein sollte. In diesem Zusammenhang war es während der Finanzkrise das letzte Mal, dass die Ausfälle bei US-High-Yield-Anleihen 8 % erreichten. Selbst unter der Annahme einer Rückgewinnungsrate von 30 % – deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt für vorrangig unbesicherte High-Yield-Anleihen – würde ein Spread von 400 bps eine Ausfallrate von 5 % bis 6 % implizieren, um den Überschuss-Spread vollständig zu beseitigen, d. h. eine Quote, die seit 2008/2009 nicht mehr zu beobachten war. Dieses Szenario scheint angesichts der aktuellen Wirtschaftslage und der bereits erwähnten fundamentalen Rahmenbedingungen zu pessimistisch zu sein.

Bemerkenswert ist, dass diese Annahmen die potenzielle Handelsvolatilität in der Anlageklasse in wirtschaftlich schwachen Zeiten nicht vollständig erfassen, aber helfen, das relative Niveau des Risikozuschlags im Markt für langfristige, strategische Investoren zu bestimmen. Jeder Anleger ist anders, und die Risiko-/Belohnungsschwellen können erheblich variieren. Obwohl diese Annahmen keine Garantie für zukünftige Ergebnisse sind, können sie es den Anlegern ermöglichen, auf der Grundlage ihrer eigenen Annahmen und Zukunftserwartungen festzustellen, ob die aktuellen Spreadniveaus angesichts der Risiken, mit denen sie für die Zukunft rechnen, attraktiv erscheinen.

SZENARIOS FÜR AUSFALLVERLUSTQUOTEN

		Szenarien für Rückgewinnungsraten					
		80%	70%	60%	50%	40%	30%
Szenarien für Ausfallraten	1%	20 bps	30 bps	40 bps	50 bps	60 bps	70 bps
	2%	40 bps	60 bps	80 bps	100 bps	120 bps	140 bps
	3%	60 bps	90 bps	120 bps	150 bps	180 bps	210 bps
	4%	80 bps	120 bps	160 bps	200 bps	240 bps	280 bps
	5%	100 bps	150 bps	200 bps	250 bps	300 bps	350 bps
	6%	120 bps	180 bps	240 bps	300 bps	360 bps	420 bps
	7%	140 bps	210 bps	280 bps	350 bps	420 bps	490 bps
	8%	160 bps	240 bps	320 bps	400 bps	480 bps	560 bps
	9%	180 bps	270 bps	360 bps	450 bps	540 bps	630 bps
	10%	200 bps	300 bps	400 bps	500 bps	800 bps	700 bps

QUELLE: BARINGS. AUSFALLVERLUSTQUOTE BERECHNET ALS AUSFALLRATE MULTIPLIZIERT MIT EINS MINUS RÜCKGEWINNUNGSRATE. NUR ZUR VERANSCHAULICHUNG. DIE PERFORMANCE IN DER VERGANGENHEIT IST KEIN INDIKATOR FÜR ZUKÜNFTIGE ERGEBNISSE.

Gerüstet, um Chancen zu erkennen

In dem derzeit unsicheren Umfeld halten wir einen Bottom-up- und **Credit-intensiven** Ansatz für entscheidend. Obwohl wir glauben, dass die Märkte aus fundamentaler Sicht ziemlich stabil erscheinen, gibt es eine Reihe potenzieller Risiken – eskalierende Handelsspannungen, laufende Brexit-Verhandlungen, Bedenken bezüglich der Rohstoffpreise –, die sich zukünftig auf High Yield auswirken könnten. Die Sorgen um die Abschwächung des globalen Wirtschaftswachstums und die Möglichkeit einer Rezession bleiben ebenfalls bestehen.

Statt zu versuchen, Investitionsentscheidungen um diese Faktoren herum zu timen, sehen wir eine Chance darin, einen rigorosen Bottom-up-Ansatz für die Kreditauswahl vorzunehmen, der darauf abzielt, Kredit-Investments zu wählen, die Gegenwind standhalten und sich über Zyklen hinweg stabil zeigen können. Ein aktiver Ansatz kann besonders vorteilhaft sein, da er es den Managern ermöglicht, zugunsten soliderer Emittenten von Krediten Abstand zu nehmen, die eine fundamentale Schwäche aufweisen. Falls oder wenn die Ausfälle tatsächlich zunehmen, können Anleger von einer Partnerschaft mit Managern profitieren, die über eine langjährige Erfahrung im Umgang mit diesen Situationen verfügen. Wie wir in unserem jüngsten Podcast – Distressed Debt: Wie dieser Zyklus anders sein kann (<https://www.barings.com/de/professional-investor/viewpoints/distressed-debt-how-this-cycle-may-be-different>) – erwähnen, sind Manager mit fundierten Ressourcen und einem erfahrenen Team aus

unserer Sicht sehr gut positioniert, um High-Yield-Assets durch Zeiten der Marktvolatilität zu managen und attraktive risikoadjustierte Renditen zu erzielen.

1. Quelle: J.P. Morgan. Stand: Februar 2019.
 2. Quelle: Credit Suisse. Stand: 30. August 2019.
 3. Quelle: Bank of America Merrill Lynch. Stand: 30. August 2019.
 4. Quelle: Unternehmens-Ausfall- und Rückgewinnungsraten von Moody's. Stand: Februar 2019.
-

Über Barings

Barings ist ein globaler Finanzdienstleister mit einem verwalteten Vermögen von mehr als 325 Mrd. USD*, der sich Deckung der wachsenden Anlage- und Kapitalbedürfnisse seiner Kunden widmet. Mithilfe aktiver Vermögensverwaltung und direkter Originierung bieten wir innovative Lösungen und Zugang zu differenzierten Chancen in den öffentlichen und privaten Kapitalmärkten. Als Tochtergesellschaft von MassMutual verfügt Barings mit Geschäfts- und Anlageexperten an Standorten in Nordamerika, Europa und Asien-Pazifik weltweit über eine starke Präsenz.

*Stand: 30. September 2019

Kontakt:

Lars Haugwitz, GFD Finanzkommunikation, haugwitz@gfd-finanzkommunikation.de,

+49 (0)69 9712 4734

Melanie Hunt, Media Relations [Pressesprecherin], Barings, melanie.hunt@barings.com,

+44 (0)20 7214 1551