



US-High-Yield-Bonds Alternativen im Fixed-Income-Bereich

→ Wenn mit steigender Marktvolatilität die Zukunft unsicherer wird, suchen Investoren auch in der Vergangenheit nach Anhaltspunkten dafür, wie es weitergehen könnte. Bei Unternehmensanleihen aus dem Rating-Crossover-Bereich von Investmentgrade- und High-Yield-Bonds ist die wichtigere Frage aber: Welche Anleihen sind im Portfolio?

High-Yield-Bonds haben ihre Widerstandsfähigkeit bewiesen

Die fiskalischen und geldpolitischen Anreize laufen aus, was der Auftakt ist für einen neuen Konjunkturzyklus. Im Portfolio sollten deshalb Anleihen sein, die über den aktuellen Konjunkturzyklus hinaus ein attraktives risikobereinigtes Renditepotenzial bieten. Auf dem Weg in die nächste Phase der Geldpolitik sind viele höher verzinsliche Anleihen sehr gut für eine Reihe von wirtschaftlichen Entwicklungen positioniert. Hier gilt es nun, die Fundamentaldaten zu betrachten.

Trotz der für 2022 erwarteten Zinserhöhungen sind die Renditen von US-Staatsanleihen so niedrig wie seit einer Generation nicht

mehr, und die Renditen einiger Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit aus anderen Industrieländern sind negativ. Dennoch lassen sich mit Unternehmensanleihen aktienähnliche Renditen erzielen – genauer mit Hochzinsanleihen, die bisher ihre Widerstandsfähigkeit in verschiedenen Anlageumgebungen gezeigt haben.

Inzwischen ein US-Volumen von 1,5 Bio. USD

Investoren vergeben schon lange Kredite an Schuldner, die als risikobehafteter eingestuft werden. Bevor es Ratingagenturen gab, kaufte man einfach eine Anleihe und fand selbst heraus, wie hoch die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls war. Im späten 19. Jahrhundert lagen die Ausfallraten für alle Anleihen bei bis zu 16 %.¹

Mit dem Aufkommen von Ratings durch entsprechende Agenturen galten Ratings von BBB und höher als „Investmentgrade“, was einer guten bis sehr guten Bonität entsprach. Dagegen hatten es Unternehmen mit spekulativem Rating oder sogenannte „Ramschanleihen“ schwer, sich Kapital am Markt zu beschaffen. Manchmal wurde eine niedrige Bonitätseinstufung vergeben, weil das Unternehmen neu war oder weil es für mittelgroße Unternehmen ohne aufsichtsrechtlich bedingte Finanz- und Bilanzhistorie nicht genügend Informationen gab. Bis in die 1970er-Jahre waren alle neu emittierten Anleihen Investmentgrade-Anleihen, und die einzigen sogenannten „Junkbonds“ am Markt waren von Unternehmen, deren Investmentgrade-Anleihen herabgestuft worden waren, die also zu „Fallen Angels“ wurden.²



Joannis Karathanasis, Managing Director Metzler/Payden, LLC



Der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems 1971 führte zu höheren Zinsen, steigender Inflation und zwei aufeinanderfolgenden Rezessionen in den späten 1970er-Jahren. Es folgte eine globale Kreditkrise: Die Banken beschränkten die Kreditvergabe auf die größten und am besten bewerteten Unternehmen.³ Als Erfinder des High-Yield-Ratings gilt Michael Milken. Sein Arbeitgeber, die Investmentbank Drexel Burnham, wurde mit ihm als schillernder Gallionsfigur zu einem Market-Maker für hochverzinsliche Anleihen, um fremdfinanzierte Übernahmen sowie Fusionen und Übernahmen zu finanzieren. Bis 1983 war mehr als ein Drittel aller Unternehmensanleihen unterhalb der Investmentgrade-Kategorie begeben worden. Milken erkannte, dass die höheren Renditen dieser Anleihen die relative Ausfallwahrscheinlichkeit mehr als wettmachten. Bis 2022 ist das Volumen am High-Yield-Markt in den USA auf 1,5 Bio. USD gestiegen (s. Abb. 1).⁴

Kleinerer Markt, höhere Renditen, mehr Ertrag

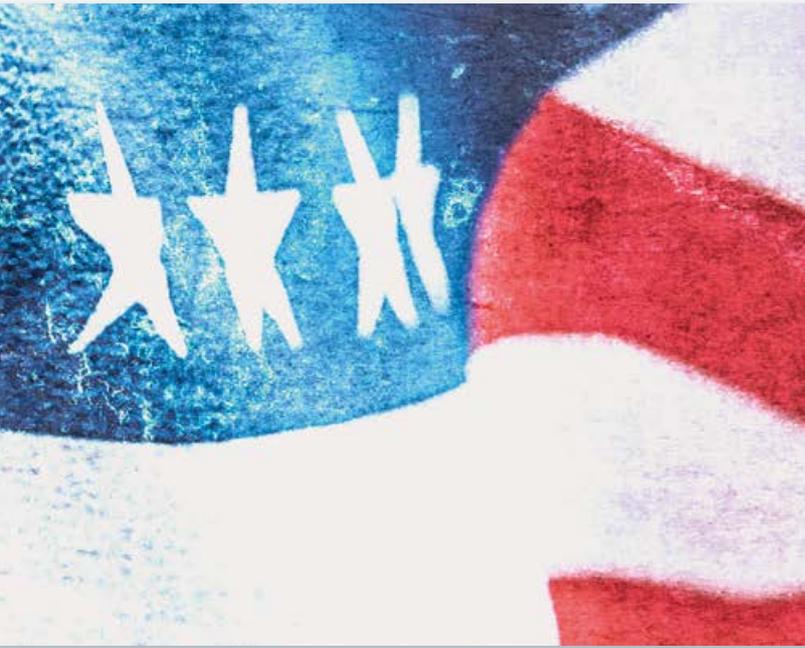
Der Index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond („Global Agg“) umfasst fast alle Investmentgrade-Anleihen mit einem Gesamtvolumen von 67 Bio. USD – mit einer durchschnittlichen Rendite von gerade einmal 2 %. Der jährliche Ertrag des gesamten Index liegt bei 1,2 Bio. USD. Der viel kleinere Global High Yield Index hat hingegen einen Marktwert von 2,6 Bio. USD, aber eine durchschnittliche Rendite von 6,0 %. Trotz seiner geringeren Größe erzielt dieser Index jährliche Erträge von 154 Mrd. USD. Das Marktvolumen des globalen High-Yield-Markts beträgt nur 4 % des Investmentgrade-Marktes; er erzielt aber 13 % der Erträge.

Erträge sind das Herzstück von High-Yield-Anleihen. Die Gesamtrendite setzt sich zusammen aus Kursrendite und Ertrag, also dem Kupon. Die Kursrendite (oder der Marktwert) ist im High-Yield-Index negativ, weil im Laufe der Zeit einige Anleihen im Index in Zahlungsverzug geraten; bei anderen sinkt der Marktwert, wenn die Anleger das Vertrauen in die Kreditwürdigkeit der Emittenten verlieren. Als Ausgleich für die höhere Ausfallwahrscheinlichkeit zahlen die Emittenten einen höheren Kupon.

Wenngleich Ausfälle zur Anlageklasse gehören: In einem Index oder einem Fonds, der einen Index abbildet, sind viele Anleihen, von denen die meisten nicht ausfallen und Kuponerträge liefern. Und selbst wenn eine Anleihe ihren Marktwert verliert, sind die Kupons fest und werden so lange gezahlt, wie das Unternehmen nicht in Verzug gerät oder in Konkurs geht. Diese Kupons summieren sich und sind der Grund, warum High-Yield-Anleihen höhere Renditen erzielen, selbst wenn sie im Laufe der Zeit einen Teil ihres Wertes verlieren oder ganz ausfallen (s. Abb. 2). Seit 1996 liegt die durchschnittliche Rendite des US-High-Yield-Index aus Kupons bei 7,9 % und bei -1,13 % aus Kursen, was eine Gesamtrendite von 6,6 % ergibt. Seit 1986 betrug die jährliche Gesamtrendite des Index immerhin stolze 8,0 % – der Aktienindex S&P 500 erzielte im selben Zeitraum eine annualisierte Rendite von 11,1 %.

Abwägen von Risiko und Ertrag

8,0 % jährliche Rendite im Laufe der Zeit mögen beeindruckend sein – für Aktienanleger indes nicht unbedingt. Die annualisierte



Überschussrendite von 3,1 % bei Aktien summiert sich im Laufe der Zeit, aber nicht ohne Kosten. Denn die Performance von Aktien ist sehr volatil, was nicht in Kauf genommen werden kann, wenn stabile Cashflows benötigt werden.

Hier sind High-Yield-Anleihen klar im Vorteil: Im Vergleich der Standardabweichungen von Indizes zeigen US-High-Yield-Anleihen eine weitaus geringere Volatilität als Aktien (s. Abb. 3), aber höhere Renditen als die alle anderen US-Anleihenindizes.

Keine engen Korrelationen mehr zu Zinsen

In Zeiten steigender Zinsen gelten Anleihen normalerweise als weniger attraktiv. High-Yield-Anleihen reagieren jedoch weniger empfindlich auf Zinsänderungen als Investmentgrade-Anleihen.⁵ Grund dafür sind die Spreads – also die Überschussrenditen gegenüber US-Staatsanleihen, deren Verzinsung als risikolos gilt: Da bei Investmentgrade-Anleihen keine Zahlungsausfälle zu erwarten sind, entspricht der größte Teil der Rendite dieser Anleihen dem risikolosen Zins. Dagegen müssen hochverzinsliche Anleihen das erhöhte Ausfallrisiko kompensieren; die Überschussrendite gegenüber den US-Treasury-Zinsen spiegelt diesen Sachverhalt.

In einer schlechten Wirtschaftslage steigen normalerweise die Spreads, wenn es aufwärts geht, sinken sie. Da die Spread-Komponente der Rendite einer hochverzinslichen Anleihe viel größer ist als bei Investmentgrade-Papieren, haben High-Yields einen eingebauten Puffer, der sie vor steigenden Zinsen schützt. Und da

Abb. 1: Marktwert des US-High-Yield-Index

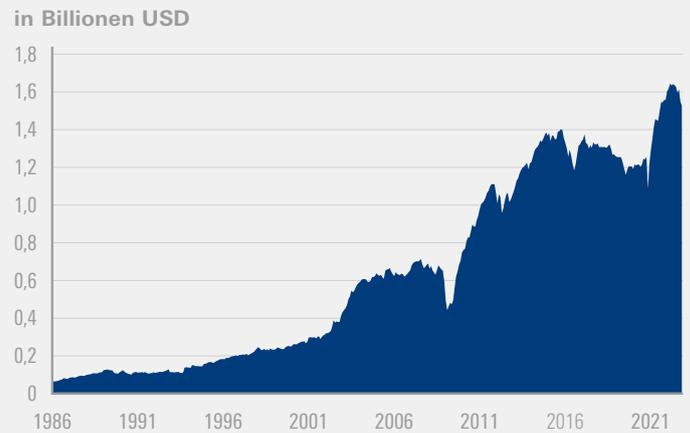


Abb. 2: Renditen von High-Yield-Anleihen im Vergleich

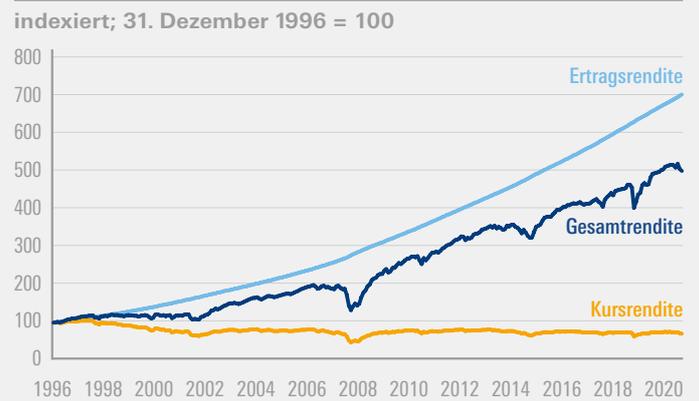


Abb. 3: Risiko vs. Rendite für ausgewählte Anleihen- und Aktienindizes seit 1986



Quellen: Bloomberg, Payden eigene Berechnungen, per 28. Februar 2022

High-Yield-Anleihen – „Junk“?

Eine High-Yield-Anleihe ist ein Fremdkapitalinstrument für Unternehmen. Gegen einen Kupon (Zinsen) kann sich ein Unternehmen Geld beschaffen, ohne Eigenkapital oder Eigentum abzugeben. Bei fast jeder Unternehmensanleihe bewertet eine Ratingagentur wie Moody's, S&P oder Fitch den Emittenten nach seiner Fähigkeit, die Schulden zurückzuzahlen.

Ein Rating zwischen AAA und D steht für die Ausfallwahrscheinlichkeit einer Anleihe. Ein Anleiherating, das niedriger als BBB ist, gilt als spekulativ. Der abwertende Begriff dafür ist „Junk“.

Wir sprechen lieber von „High-Yield“. Denn das Risiko, dass der Emittent die Anleihe nicht vollständig zurückzahlen kann, vergütet er dem Anleihegläubiger mit einem vergleichsweise hohen Kupon oder hohen Zinsen. Eine US-Staatsanleihe mit einer Laufzeit von zehn Jahren bringt derzeit eine Rendite von 1,9 %, eine Unternehmensanleihe mit Investmentgrade-Rating etwa 3,2 %, und eine Anleihe mit Rating unter BBB kann eine Rendite von 5,5 % erzielen. In den vergangenen zehn Jahren lag die Überschussrendite des US-High-Yield-Index gegenüber Staatsanleihen im Durchschnitt bei 4,9 %.

die Zinsen in Zeiten des Wirtschaftswachstums in der Regel steigen, verbessert dies die Kreditwürdigkeit der Unternehmen und den Wert von Hochzinsanleihen zusätzlich. Folglich haben sich steigende Zinssätze (oder der risikofreie Zinssatz) in der Vergangenheit stärker (negativ) auf Investmentgrade-Anleihen ausgewirkt als auf High-Yield-Anleihen. Hochzinsanleihen im Portfolio sind also kein Grund zur Beunruhigung, wenn die Zinsen steigen.

Lange Drawdown-Phasen sind bei High-Yields eher selten

Was manche Anleger am meisten fürchten: Dass sie die Chance verpassen, auf dem Höchststand der Kurse zu verkaufen und dann lange auf eine Erholung warten müssen. Markt-Timing ist

knifflig. Während sich die Marktpanik vom März 2020 aufgrund fiskalischer und geldpolitischer Erleichterungen in Rekordzeit legte, wurden die Kursrückgänge nicht so schnell wieder kompensiert.

Seit Anfang 2008 gab es bei High-Yield-Anleihen nur vier wesentliche Rückschläge, und nur zwei davon dauerten länger als sechs Monate. Der Wertverlust während des Rückgangs 2008 betrug 29 %. Im Februar und März 2020 gab es den zweitgrößten Rückgang – um 12 % bis zum 31. März 2020; bis zum 30. April 2021 ging es dann wieder um 22,2 % aufwärts.

Bei Aktien sind die Rückschlagphasen meist länger: Nach der Finanzkrise von 2008 brauchte der US-High-Yield-Index weniger als zwei Jahre, um sich wieder auf das Niveau von vor der Rezession zu erholen, der S&P 500 mehr als vier Jahre.

High-Yields sollten einen Platz im Portfolio haben

Die vermeintliche Dichotomie zwischen Aktien mit hohem Risiko und hohen Erträgen einerseits und andererseits Anleihen mit geringem Risiko und niedrigen Erträgen ist kein hilfreicher Leitfadens für Investitionen. Denn jede Anlageklasse hat ihren Wert, wenn die Anleger sie besser verstehen. Hochverzinsliche Anleihen bieten zwar höhere Renditen als andere Anleihen, aber sie sind nicht so hoch wie die von Aktien. Was allerdings für manche Anleger nützlich sein könnte: kürzere Drawdowns, eine geringere Volatilität, eine geringere Zinssensitivität und ein stabilerer Einkommensstrom. ●

¹ Giesecke et al.: Corporate bond default risk: A 150-year perspective, 2010

² Glenn Yago: Junk Bonds. The Library of Economics and Liberty, 2008

³ Ebd.

⁴ Oleg Melentyev and Eric Yu: The High Yield Market Primer. May 29, 2020. BofA Global Research

⁵ Ebd.

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Gastbeiträge geben nicht die Meinung von Metzler wieder. Die Weitergabe dieser Unterlage an Dritte, insbesondere an Privatanleger, ist ausdrücklich untersagt. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden.

Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.