

Themendienst

29. Mai 2017

**High-Yield-Anleihen:
Vorsicht, Kurve!**

High-Yield-Anleihen stehen derzeit wegen relativ attraktiver Coupons und der Aussicht auf entsprechende Kursgewinne im Fokus vieler Investoren. Aber den Chancen stehen auch Risiken gegenüber, die beachtet werden sollten. »Vor Investitionen in High-Yield-Anleihen ist sowohl auf Emittenten- als auch auf Anleiheebene eine ausführliche Analyse notwendig«, betont Gregor Taraszow, Senior Portfoliomanager und Analyst High Yield Corporates des Vermögensverwalters BANTLEON. »Dazu gehört auch ein Blick auf das Chance-Risiko-Profil der Anleihen.«

High-Yield-Anleihen bieten nicht nur höhere Coupons als Top-Staatsanleihen, sondern im aktuellen Umfeld wirtschaftlicher Belebung auch die Chance auf relativ hohe Kursgewinne. Dennoch sollte man auch die negativen Eigenschaften im Blickfeld haben, zum Beispiel die negative Konvexität. Was versteckt sich hinter diesem Begriff? Im Regelfall lassen sich die Chancen und das Risiko von Anleihen bei stark steigenden oder fallenden Zinsen (positiver oder negativer Zinsschock) mit der Duration (durchschnittliche Anleihenlaufzeit) gut abschätzen. Zudem hat die Nutzung der durchschnittlichen Anleihenlaufzeit den Vorteil, dass sie zu konservativen Ergebnissen führt: Kursrisiken werden über-, Kurschancen hingegen unterschätzt. Um die Auswirkungen von Zinsschocks genauer abzuschätzen, kann man zusätzlich die Konvexität, also die Krümmung betrachten. Diese ist in der Regel positiv, weil der Kursgewinn von Anleihen bei einem negativen Zinsschock höher ist als der Kursverlust bei einem betragsmäßig identischen positiven Zinsschock. Dies wird in Abbildung 1 durch die Krümmung der Kurve deutlich. Der tatsächliche Kursverlauf (orange) ist bei jeglicher Zinsentwicklung besser als die Näherung anhand des Konzepts der durchschnittlichen Anleihenlaufzeit vermuten lässt (hellgrün).

Doch High-Yield-Anleihen drohen im andauernden Niedrigzinsumfeld – symbolisch gesprochen – aus der Kurve zu fliegen, denn bei ihnen kehrt sich der normalerweise positive Effekt der Konvexität oft ins Negative um. Der Grund dafür sind die für High-Yield-Anleihen typischen Kündigungsrechte des Emittenten. Somit steigt bei stark fallenden Zinsen die Wahrscheinlichkeit, dass der Emittent die Anleihe vorzeitig kündigt, um sich am Markt günstiger zu refinanzieren. Der Anleger hat damit ein schlechteres Chance-Risiko-Profil als bei Anleihen ohne Kündigungsoption. Wichtig ist dies, weil zurzeit 271 von 390 Anleihen (70%) des europäischen High-Yield-Universums vorzeitig kündbar sind und davon wiederum 226 (58%) auf Preisniveaus handeln, bei denen von einer vorzeitigen Kündigung ausgegangen werden muss (siehe Abbildung 2).

Ein extremes Beispiel für die Auswirkungen der negativen Konvexität wird in Abbildung 1 deutlich: So beträgt das Chance-Risiko-Profil des britischen Nahrungsmittelkonzerns *Boparan* gerade einmal 48%. Das bedeutet, dass der Kursgewinn bei einem negativen Zinsschock nicht einmal halb so groß ist wie der Kursverlust bei einem betragsmäßig identischen positiven Zinsschock. Abbildung 1 veranschaulicht die anders geformte Krümmung des Kursverlaufes der *Boparan*-Anleihe (dunkelgrün) im Kontrast zu jener der Bundesanleihe (orange). Im Gegensatz hierzu beträgt das Chance-Risiko-Profil einer deutschen Bundesanleihe 106%. Die Chance ist also größer als das Risiko, weshalb man in diesem Normalfall auch von positiver Konvexität spricht. Dadurch, dass die *Boparan*-Anleihe auf ihren dritten Kündigungstermin im Juli 2019 gepreist wird, ist ihre effektive durchschnittliche Laufzeit nur 2,0. Trotz ähnlicher Laufzeit beider Anleihen steht dies im krassen Gegensatz zur Duration der nicht vorzeitig kündbaren Bundesanleihe von 5,0. Aufgrund des größeren Hebels erklären sich somit die größeren absoluten Kursbewegungen der Bundesanleihe.

Zu guter Letzt wird das Chance-Risiko-Profil dahingehend getrübt, dass bei steigenden Zinsen und/oder Risikoprämien sich die durchschnittliche Laufzeit der *Boparan*-Anleihe erhöht, weil die Wahrscheinlichkeit einer günstigeren Refinanzierung für den Emittenten zu den vorzeitigen Kündigungsterminen abnimmt und die Anleihe zum Beispiel auf ihre Restlaufzeit im Jahr 2021 mit entsprechend längerer Duration han-

delt. Andererseits erscheint es manchen Investoren opportun, auch in solche Emittenten auf überschaubare Zeit zu investieren, die sie auf lange Sicht eher meiden würden. Gerade im aktuellen Zinsumfeld können 1,5% für ein Jahr sehr verlockend sein: Willkommen im Land der Short-Duration-Fonds. Diese unterschiedlichen Vor- und Nachteile veranschaulichen, warum für Investitionen in High-Yield-Anleihen sowohl auf Emittenten- als auch auf Anleiheebene eine ausführliche Analyse notwendig ist.

Doch was verheißt diese Problematik des europäischen High-Yield-Universums für die nächsten Wochen? Für einen kompletten Ausstieg aus der Assetklasse stehen aktuell noch zu viele Ampeln auf Grün: Trotz der historischen Tiefststände der Renditen sind die Risikoprämien noch höher als vor der Finanzmarktkrise, somit wäre hier noch Luft nach oben. Vor allem aber kündigen unsere makroökonomischen und markttechnischen Indikatoren noch keine Gefahren an. Zusammen genommen ergibt sich für uns das Bild, dass wir uns in der letzten Phase des aktuellen Zyklus befinden. Anders ausgedrückt: Wir stufen High-Yield-Anleihen von »buy« auf »hold« herab.

Abbildung 1: Beispiel für negative Konvexität

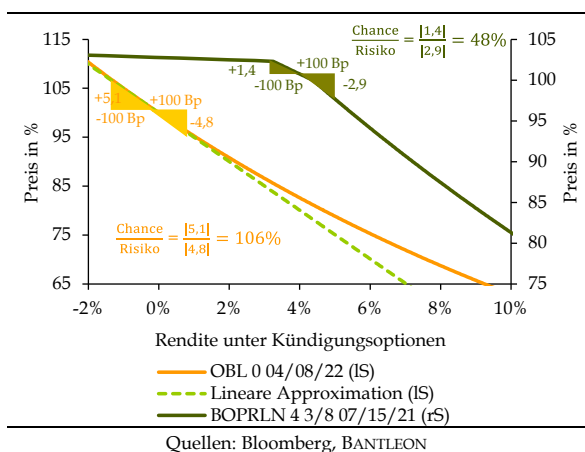
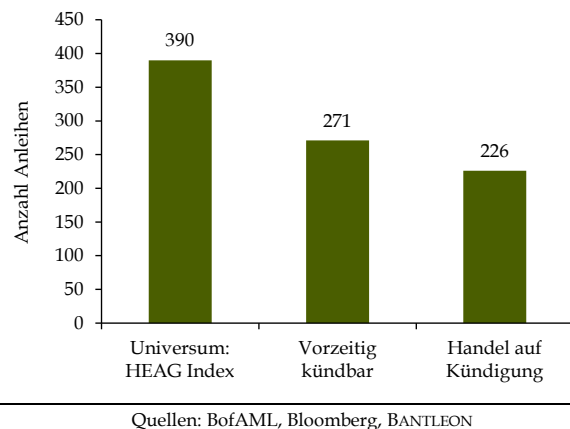


Abbildung 2: Kündigungsoptionen im High-Yield-Universum



Kontakt:

Dominik Runkel
 Telefon +49.511.288 798-33
 dominik.runkel@bantleon.com

Rechtlicher Hinweis:

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.