



Benedikt Schröder

Portfolio Manager und Analyst
Unternehmensanleihen

Themendienst

High-Yield: Chancen bei Kreditausfallversicherungen

9. April 2021

www.bantleon.com

Das 1. Quartal 2021 ist für europäische High-Yield-Anleihen deutlich besser gelaufen als für andere Anleihensegmente. Im Gegensatz zu Investment-Grade-Anleihen erzielten sie sogar einen positiven Ertrag. Und es ist zu erwarten, dass die Nachfrage der Investoren nach High-Yield-Anleihen wegen der höheren Renditen auch in den kommenden Quartalen hoch bleiben wird. Das spricht für weitere Kursgewinne und eine Fortsetzung der Outperformance dieser Assetklasse, speziell auf dem europäischen High-Yield-Markt. Neben einem Investment auf dem konventionellen Anleihenmarkt ist auch ein Engagement via Kreditausfallversicherungen auf die jeweiligen Unternehmen respektive einen Index interessant. Dieses Investment ist ohne entsprechende Zinsrisiken möglich.

Im 1. Quartal 2021 haben High-Yield-Anleihen sich deutlich besser entwickelt als andere Anleihensegmente. Das gilt insbesondere für europäische High-Yield-Anleihen, die trotz des Zinsanstiegs per Ende März eine positive Gesamtperformance von 1,5% erzielten und damit sowohl ihre Investment-Grade-Pendants (-0,9%) als auch die Segmente US-High-Yield (0,9%) und US-Investment-Grade (-4,5%) klar abhängen konnten. Ein Großteil des relativ hohen Gesamtertrags geht darauf zurück, dass unabhängig von Marktbewegungen ein regelmäßiger Ertrag anfällt (Carry-Komponente). High-Yield-Anleihen verfügen über eine ausgeprägte Carry-Komponente, die in diesem Jahr teilweise ein Drittel der gesamten Outperformance gegenüber Staatsanleihen ausgemacht hat und eine Art Puffer gegen Kursverluste durch einen generellen Zinsanstieg darstellt. Und es ist zu erwarten, dass die Nachfrage der Investoren nach High-Yield-Anleihen wegen der höheren Renditen auch in den kommenden Quartalen hoch bleiben wird. Das spricht für weitere Kursgewinne und eine Fortsetzung der Outperformance dieser Assetklasse, speziell auf dem europäischen High-Yield-Markt. Neben einem Investment auf dem konventionellen Anleihenmarkt sollten Anleger auch ein Engagement via Kreditausfallversicherungen auf die jeweiligen Unternehmen respektive einen Index in Betracht ziehen. Dieses Investment erfolgt, ohne entsprechende Zinsrisiken eingehen zu müssen.

Hohes Neuemissionsvolumen in den USA

Die gute Verfassung des High-Yield-Marktes spiegelt sich auch in der ausgeprägten Primärmarktaktivität: Im 1. Quartal 2021 wurde in den USA mit 143 Mrd. US-Dollar das stärkste Neuemissionsvolumen innerhalb eines Quartals erzielt. Von 2006 bis 2009 hatte sich der High-Yield-Markt diesseits und jenseits des Atlantiks zunächst relativ einheitlich entwickelt, bis der US-amerikanische Markt in den Jahren nach der globalen Finanzkrise von 2010 bis 2012 seinen durchschnittlichen Neuemissionsanteil am Gesamtmarktvolumen auf 32% steigern konnte. In Europa lag dieser Anteil im gleichen Zeitraum bei gerade mal 17%. Erst ab 2016 glich sich die Aktivität der beiden

Währungsräume sukzessive an, bis im Jahr 2020 das Neuemissionsvolumen in den USA wieder deutlich höher lag als in Europa. Der Trend setzt sich auch in diesem Jahr fort und könnte bei dieser Geschwindigkeit – aufbauend auf dem aktuellen Rekordquartal – zu einem Rekordjahr führen und die Bestmarke aus dem Jahr 2020 von 450 Mrd. US-Dollar um 30 Mrd. bis 50 Mrd. US-Dollar übertreffen. Weil es fraglich ist, ob dieses massive Volumen von den Investoren ohne größere Verwerfungen absorbiert werden kann, könnten US-amerikanische Risikoprämien unter Druck geraten. Im Vergleich dazu ist der europäische High-Yield-Markt wesentlich gleichmäßiger gewachsen.

Zugleich sehr hohe Ausfallraten

Das Jahr 2020 war aber nicht nur von einem deutlich gestiegenen Neuemissionsvolumen geprägt, sondern auch vom zweitgrößten Volumen an Kreditausfällen seit 2009. Hier ist jedoch in diesem Jahr mit einer besseren Entwicklung zu rechnen. Das liegt zum einen an der besser als erwartet ausgefallenen wirtschaftlichen Erholung und – was vor allem für die USA gilt – an beträchtlichen Konjunkturpaketen. Unterstützend wirken zum anderen die in den USA sinkenden Neuinfektionszahlen sowie die Fortschritte bei den Impfungen. Folglich sollten die rollierenden Zwölf-Monats-Ausfallraten vom aktuellen Niveau (per Ende März 5,4% für die USA und 3,5% für Europa) bis Ende 2021 deutlich sinken.

Höchste Ausfallraten in zyklischen Sektoren

Bei genauerer Betrachtung ist zu erkennen, dass die höchsten Ausfallraten im vergangenen Jahr in zyklischeren Sektoren wie Energie (19,4%), Einzelhandel (14,8%) und Medien (6,9%) auftraten. Nur im Sektor Telekommunikation war dieser Wert höher, was jedoch an einem einmaligen Ereignis in Form eines einzigen Emittenten (Frontier Communications) lag, der mit insgesamt 15 Mrd. US-Dollar Marktkapitalisierung ein Schwergewicht im High-Yield-Segment war. Diese Sektoren mit einer höheren Ausfallwahrscheinlichkeit sind im synthetischen nordamerikanischen High-Yield-Segment (CDX.HY) – also dem Markt für Kreditausfallversicherungen – stärker vertreten als im europäischen Pendant (iTraxx Xover). Auch wenn diese stärker ausfallgefährdeten, zyklischeren Sektoren eher von einem konjunkturellen Aufschwung profitieren, zeigt das Beispiel des Energiesektors, dass die Maßnahmen der US-Regierung stärker den Gasproduzenten mit Industriefokus zugutekommen als den Rohölproduzenten mit Fokus auf Transportkraftstoffen. Gerade Letztere haben allerdings einen großen Anteil von 7% im nordamerikanischen High-Yield-Segment – im europäischen High-Yield-Segment beträgt er nur circa 2,7%.

Kreditausfallversicherungen zeigen Bewertungsdifferenzen

Die Entwicklung der impliziten 1-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeiten, die sich aus den in Basispunkten angegebenen Versicherungsprämien für die jeweiligen Kreditausfallversicherungen ableiten lassen, zeigen seit Ende Oktober eine Tendenz zur Angleichung zwischen US-High-Yield (CDX.HY) und europäischem High-Yield (iTraxx Xover) und liegen aktuell mit 3,8% und 3,6% per Ende März nah beieinander. Wir gehen davon aus, dass in einem Bullenszenario die Ausfallraten in den USA um 50% und in Europa um 30% fallen könnten. In einem Bärenszenario könnten sie um 25% und 15% fallen. Bei einer Gegenüberstellung der weiter oben angeführten Ausfallwahrscheinlichkeiten mit den potenziellen Ausfallraten, die sich aus den beiden Szenarien für Ende 2021 ergeben könnten, hätte dies im besten Fall eine Einengung der Versicherungsprämien von circa 80 und 70 Basispunkten zur Folge. Andererseits würde ein Bärenszenario mit einem nur schwachen Absinken der Ausfallraten für die USA zu einer Ausweitung der Versicherungsprämien um 20

Basispunkte, jedoch für Europa zu einer Einengung von etwa 40 Basispunkten führen. Dies liegt daran, dass in den US-amerikanischen Versicherungsprämien weitaus mehr positive Faktoren eingepreist sind als in den europäischen.

Für einen Fonds, der auch in High-Yield-Anleihen investieren darf, ergibt sich aus diesen Szenarien folgende Konsequenz: Kauf einer Kreditausfallversicherung auf den nordamerikanischen Markt mit gleichzeitigem Verkauf einer Absicherung auf den europäischen Markt. Dann kann man im unwahrscheinlichsten Fall – also wenn sich der US-Markt im Bullenszenario und der europäische Markt im Bärenszenario entwickeln sollte – einen Verlust von maximal 1,9%, jedoch in den anderen Szenarien einen Zusatzertrag von bis zu 4,3% erzielen, wenn sich die Versicherungsprämien am nordamerikanischen Markt stärker ausweiten oder weniger stark einengen respektive sich der europäische Markt positiver hinsichtlich seiner Versicherungsprämien entwickelt. Die beiden wahrscheinlichsten Szenarien könnten jeweils gleichgewichtet (50% Eintrittswahrscheinlichkeit pro Szenario) zu einem durchschnittlichen Ertrag von 1,9% führen.

Kontakt:

Dominik Runkel

Telefon +49 (0) 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.