

Schroders Talking Point



Volatilität der Risikoaufschläge von Hochzinsanleihen schafft Kaufchancen

Vom US-Anleihe-Team von Schroders

Angesichts steigender Ausfallraten von Hochzinsanleihen fragen sich viele Anleger, ob man in diesem Markt jetzt zukaufen oder besser noch abwarten soll. Wir rechnen damit, dass die Ausfallrate für globale Hochzinsanleihen für einen rollierenden Zwölfmonatszeitraum noch im Jahr 2009 auf über zehn Prozent ansteigt, per Ende Januar lag sie bei rund fünf Prozent. Der Anstieg dürfte aber erst in der zweiten Jahreshälfte 2009 deutlicher spürbar werden. Der zu erwartende Höchststand von etwa 20 Prozent sollte sich nicht vor Jahresmitte 2010 einstellen. Die aktuellen Risikoaufschläge von Hochzinsanleihen preisen allerdings schon die Markterwartung eines starken Anstiegs ein.

Der Risikoaufschlag von Hochzinspapieren gegenüber Staatsanleihen dient als Puffer für erwartete Verluste und entschädigt Investoren für die hohe Volatilität der Renditeabstände („Spreads“), Bewertungsrisiken sowie unerwartete Veränderungen des Wirtschaftswachstums oder der Marktbedingungen. Der Aufschlag reflektiert zudem den Risikoappetit der Investoren. Historisch bewegt er sich in einer ziemlich weiten Spanne zwischen einem und fünf Prozent, durchschnittlich beträgt er etwa zwei Prozent.

Grundsätzlich sind erhöhte Risikoaufschläge gerechtfertigt, denn es herrscht große Unsicherheit über das Ausmaß der globalen Rezession. Fraglich ist auch, ob die Regierungen die Finanzmärkte stabilisieren und eine Erholung des Wirtschaftswachstums einleiten können. Selbst bei sehr hohen Ausfallraten und niedrigen Verwertungsquoten, bieten die aktuellen Spreads der Hochzinsanleihen aber enorme Risikoaufschläge, verglichen mit den durch Anleiheauffälle zu erwartenden Verlusten. Aus dieser Perspektive erscheinen Hochzinsanleihen derzeit sehr attraktiv. Die Schlüsselfrage ist, wie groß der Risikoaufschlag sein muss, um Anleger auch für die hohe Marktvolatilität zu entschädigen.

Wir erwarten, dass die Renditeabstände von Hochzinspapieren gegenüber Staatsanleihen im Jahr 2009 sehr volatil und im historischen Vergleich auf einem stark erhöhten Niveau bleiben werden. Anleger können diese Volatilität ausnutzen, indem sie nach anhaltenden Ausverkaufs-Perioden zukaufen, wenn sich die Spreads deutlich ausgeweitet haben. Dies war zum Beispiel Anfang Dezember 2008 der Fall. Nun, da sich die Hochzins-Spreads in zwei Monaten um mehr als 400 Basispunkte verengt haben, könnten Anleger gewillt sein, die nächste Phase der Spread-Ausdehnung abzuwarten, bevor sie ihr Engagement in Hochzinsanleihen verstärken.



Es gibt viele volkswirtschaftliche und kreditbezogene Fundamentalfaktoren, die die Bewertungen von Hochzinspapieren beeinflussen können. Dazu gehören das reale Wachstum des Bruttoinlandsproduktes (BIP), die Kapazitätsauslastung und die Industrieproduktion, der Geldumlauf und die Inflation, die Kreditvergabestandards, die Unternehmensgewinne sowie die Anleihe-Ausfallraten. Auch viele technische Faktoren wirken sich auf die Anleihekurse aus. Technische Schlüsselindikatoren sind etwa das Volumen der Neuemissionen, die Anzahl der auslaufenden Anleihen, das Niveau der Händlerbestände sowie die Stimmung und Positionierung der Anleger. Anfang 2009 waren die Fundamentalfaktoren noch alle negativ, doch die technischen Faktoren haben sich seit Jahresbeginn verbessert. Die Nachfrage zog an, das Angebot blieb mäßig, und sowohl Anlegerstimmung als auch Risikoappetit legten zu.

Auf sehr kurze Sicht könnten schlechter als erwartet ausfallende Quartals-Gewinne sowie einige neue Ausfallankündigungen von Anleihen zwar negativ wirken und die Spreads etwas erweitern. Wir glauben aber, dass die Hochzins-Spreads sich in der ersten Jahreshälfte 2009 erst um etwa 200 Basispunkte gegenüber dem aktuellen Stand einengen werden, bevor sie im dritten und vierten Quartal auf neue Höchststände steigen. Sollten die Ausfallraten zum Jahresende hin stark ansteigen, könnte im vierten Quartal ein Spread von etwa 2.100 Basispunkten in der Spitze erreicht werden. Die Entwicklung der Hochzins-Spreads verläuft nicht linear, sondern in Wellen.

Bei der Auswahl von Hochzinsanleihen sollten Anleger darauf achten, nur in Unternehmen zu investieren, die zur Rückzahlung ihrer Schulden willens und in der Lage sind. Unbedingt meiden sollte man Anleihen von Firmen, die kurz davor stehen, ihre Kredit- oder Anleihebedingungen nicht einzuhalten. Zudem muss man sich fragen, welcher Teil der Kapitalstruktur am attraktivsten ist. Ob dies vor- oder nachrangige, besicherte oder unbesicherte Verbindlichkeiten sind, kann anhand des relativen Wertes dieser Papiere und der Robustheit des emittierenden Unternehmens ermittelt werden. Die von uns bevorzugten Anleihen werden von Unternehmen ausgegeben, die über stabile Cash-flows verfügen. Wenn das Verhältnis von freiem Cash-flow zu den Gesamtschulden zehn Prozent übersteigt, können Unternehmen nämlich Verbindlichkeiten abbauen. Wichtig sind zudem gute Betriebsgewinnmargen und eine Firmenleitung, die auf Schuldenabbau setzt. Man sollte darauf achten, dass der Verschuldungsgrad nicht zu hoch ist, die Schulden sollten das EBITDA um weniger als das sechsfache übersteigen. Zudem sollte die Zinsdeckung durch den Cash-flow ausreichend und deswegen das EBITDA mindestens doppelt so hoch wie die Zinskosten sein.

Tatsächlich finden wir noch immer viele attraktive Anlagemöglichkeiten, wobei wir weiterhin vorrangig in Anleihen mit einem „B“-Rating investieren, die eine vernünftige Rendite aufweisen und aus nicht-zyklischen oder wenig mit dem Markt korrelierenden Sektoren stammen. Wir meiden weiterhin die meisten mit einem „CCC“ bewerteten Anleihen, weil deren Ausfallraten weiter steigen. Derzeit attraktive Branchen sind beispielsweise Festnetz- und Mobilfunkkommunikation, Kabel- und Rohrleitungsbau, Gesundheit, Groß- und Einzelhandel, Stromversorgung und Energie. Da die Anleihen dieser Unternehmen innerhalb des Hochzins-Sektors als ziemlich sicher gelten und stark nachgefragt werden, liegt ihre Rendite weit unter 18 Prozent – der aktuell durchschnittlichen Rendite für Hochzinsanleihen. Viele Anleihen von Emittenten aus dem Versorgungs-, Rohrleitungs- und Gesundheitssektor tragen Renditen zwischen zehn und zwölf Prozent, viele Telekommunikationsfirmen bieten elf bis 14 Prozent Anleiherendite. Aus Branchensicht wenig attraktiv sind derzeit Anleihen aus der Automobilindustrie und anderen zyklischen Konsumbranchen.

Anleger sollten keine einzelnen Hochzins-Anleihen kaufen: Derartige Papiere werden besser in einem gut diversifizierten Portfolio gehalten, das Titel von mindestens 100 Emittenten enthält. Der Grund ist das mit Hochzins-Emittenten verbundene höhere Ausfallrisiko gegenüber Emittenten aus dem Investment-Grade-Bereich. Hochzinsanleihen sollten auf Basis ihres relativen Wertes gesucht werden, wobei der Dollarkurs berücksichtigt werden muss sowie die Minimal-Rendite, die sich bei vorzeitiger Kündigung der Anleihen ergibt. Außerdem sollten die Anleihespreads mit den Preisabständen von Kreditausfallversicherungs-Kontrakten (CDS) und Bankkrediten des Emittenten verglichen werden. Auch der Vergleich mit Spreads von Anleihen gleicher Laufzeit, die von Emittenten aus der gleichen Branche mit ähnlichen Ratings ausgegeben werden, liefert nützliche Hinweise.

Zu guter Letzt stellt sich die Frage, ob derartige Papiere liquide genug sind. Bei vielen großen Anleihen der 100 wichtigsten Emittenten im Hochzins-Sektor ist dies der Fall. Dennoch liegt die typische Spanne zwischen Geld- und Briefkurs im institutionellen Markt für Hochzinsanleihen höher als bei anderen Anlageformen. Daraus ergibt sich, dass die Transaktionskosten für Hochzinspapiere höher sind als bei Aktien, Investment-Grade-Unternehmensanleihen oder anderen weniger riskanten Schuldtiteln wie etwa Staatsanleihen. Weil Wertpapierhändler keine großen Anleihebestände mehr horten, wie sie es noch in den 1990er Jahren taten, kann es schwer werden, gesuchte Papiere zu bekommen, wenn der Markt sich im Aufschwung befindet und viele Käufer nachfragen. Umgekehrt können auch Verkäufer Probleme bekommen, einen Abnehmer zu finden, wenn der Markt ausverkauft wird oder ein bestimmter Emittent Probleme bekommt. Aus diesen Gründen ist Privatanlegern zu empfehlen, ihr Engagement im Markt für Hochzinsanleihen über Fonds abzudecken, die von erfahrenen und professionellen Unternehmen verwaltet werden.

Wichtiger Hinweis:

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen vom US-Anleihe-Team von Schroders und stellen nicht notwendigerweise die Ansicht von Schroder Investment Management dar.

Nur für professionelle Anleger und Berater. **Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.**

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die hier enthaltenen Informationen werden als zuverlässig angesehen, aber Schroders Investment Management Ltd (SIM) gewährleistet nicht deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen.

Herausgegeben von **Schroder Investment Management Limited**, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.