



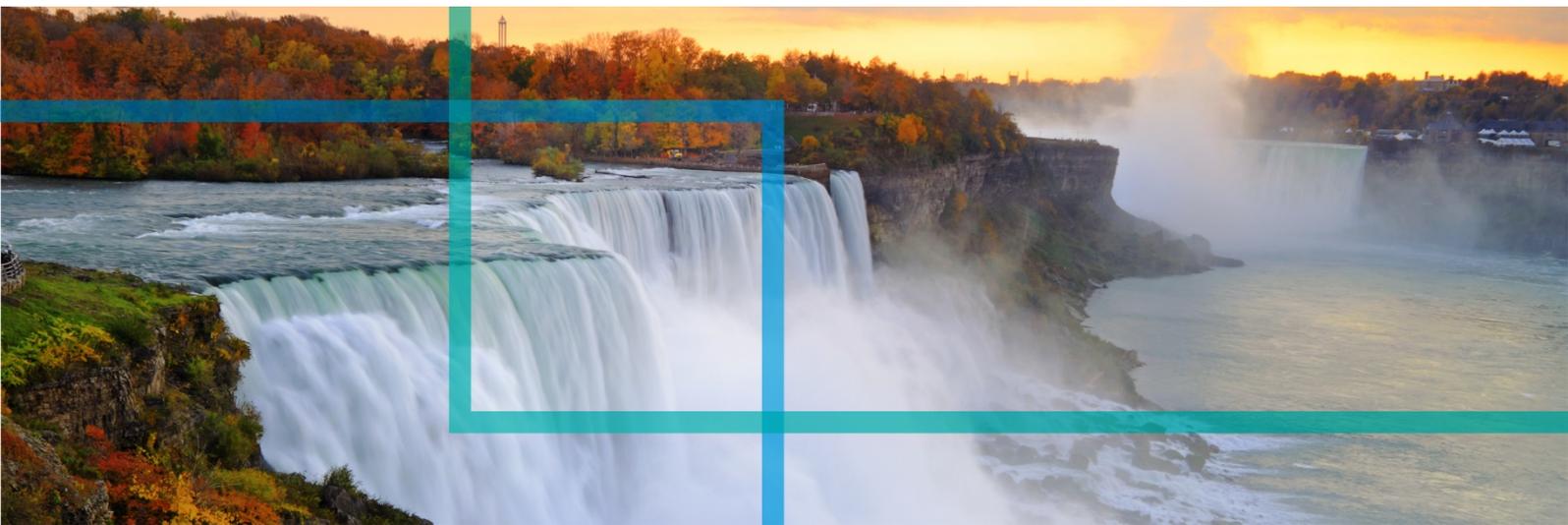
## Fünf Gründe für High Yield in Zeiten wie diesen

Q1 2022



TELOS GmbH

---



## Fünf Gründe für High Yield in Zeiten wie diesen



**Shannon Ward**  
Anleihen-Portfoliomanagerin



**Peter Becker**  
Investmentdirektor

### Im Überblick

- High Yield ist eine konjunktursensitive Assetklasse, die wohl weiter von der starken Weltkonjunktur profitieren wird.
- Die Fundamentaldaten verbessern sich: Die Verschuldungsgrade gehen zurück, und der Quotient aus Herauf- und Herabstufungen steigt.
- Die im Vergleich zu Investmentgrade-Titeln kürzere Duration von High-Yield-Anleihen dürfte bei steigenden Zinsen hilfreich sein.
- Der amerikanische High-Yield-Markt entwickelt sich weiter. Heute ist er größer und vielfältiger als früher. Die Kreditqualität hat sich verbessert, die Renditen sind allerdings gefallen.
- Die Bewertungen stimmen optimistisch, doch sollte man vorsichtig und weiterhin wählerisch sein.

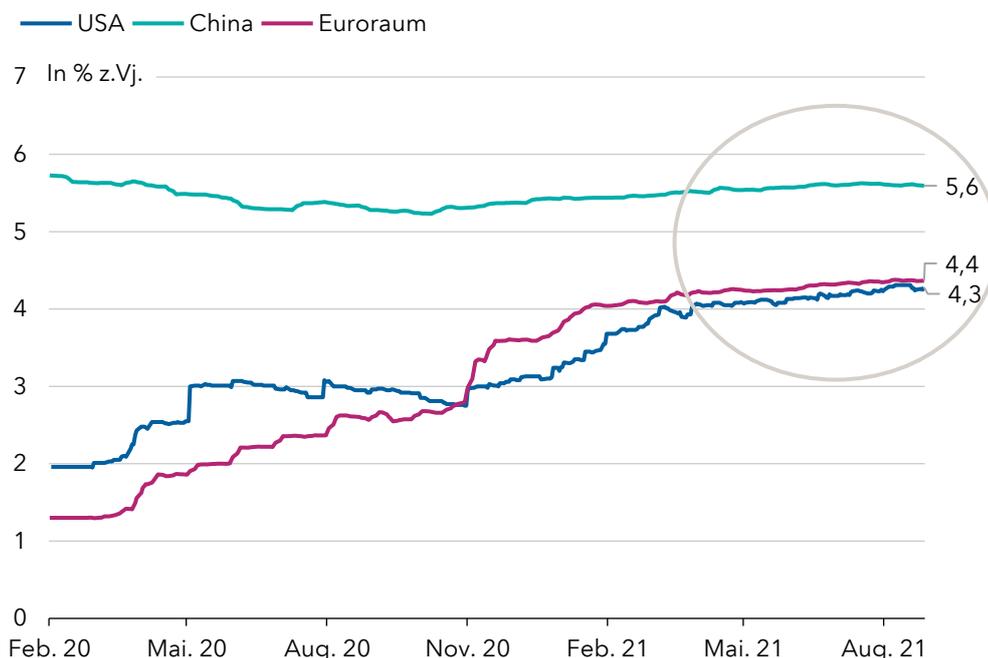
## 1. High Yield ist eine konjunktursensitive Assetklasse

Der Markt für High-Yield-Anleihen hat in der Vergangenheit über den gesamten Zyklus hinweg positive Ergebnisse erzielt. Besonders ertragreich sind sie aber im Aufschwung, wenn die Ausfallquoten fallen, die Spreads enger werden und die Volatilität tendenziell nachlässt. Dann verbessern sich die Kreditkennziffern, da die High-Yield-Emittenten ihre Finanzen in Ordnung bringen – und von der anziehenden Konjunktur profitieren.

Auch die anschließende Expansionsphase ist für High-Yield-Anleihen gut. Die Risikobereitschaft steigt, und die Kreditqualität verbessert sich. Dank steigender Unternehmensgewinne werden die Emittenten stabiler, und es kommt zu weniger Zahlungsausfällen.

Die Konsenserwartungen sprechen für ein ordentliches Wirtschaftswachstum im neuen Jahr (Abbildung unten). Auch wenn wir 2022 mit einem gewissen Rückgang rechnen, erwartet die Capital Strategy Research Group in den nächsten zwölf Monaten für alle Kernländer außer China ein Wachstum über dem Langfristrend. Die überraschend schwache chinesische Konjunktur ist auch ein wesentlicher Grund für die nicht mehr ganz so hohen Prognosen. Hinzu kommt das allmählich nachlassende Wachstum in den USA. Hier geht der Konjunkturschub durch die expansive Fiskalpolitik in der ersten Jahreshälfte 2021 allmählich aus. Weltweit deuten die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe zwar ein schwächeres Wachstum an, liegen aber weiter über 50. Das spricht für eine anhaltende Expansion, was für High Yield günstig sein sollte.

### BIP-Prognosen für 2022



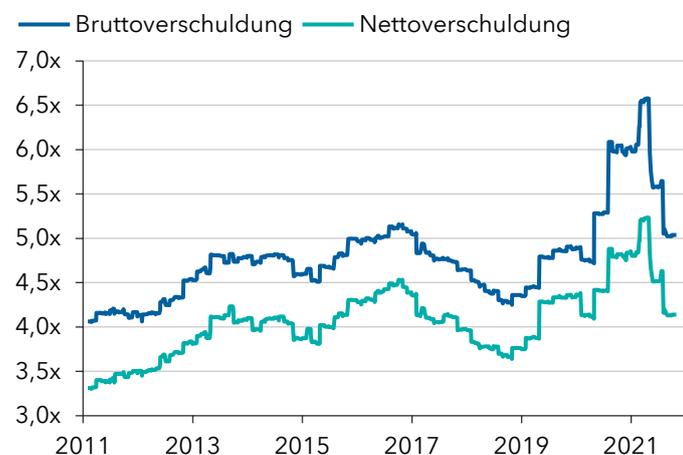
### Prognosen nur zur Illustration.

Stand 8. September 2021. BIP: Bruttoinlandsprodukt. Quellen: Bloomberg, Macrobond, Capital Group

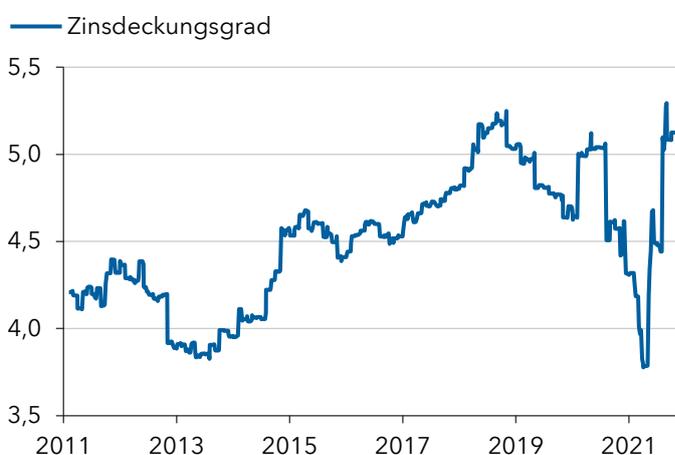
## 2. Die Fundamentaldaten verbessern sich

Die Verschuldungsgrade der Unternehmen sind noch immer höher als vor der Pandemie, gehen aber allmählich wieder zurück. Die Zinsdeckungsgrade sind unterdessen gestiegen.

### Verschuldungsgrade gehen zurück



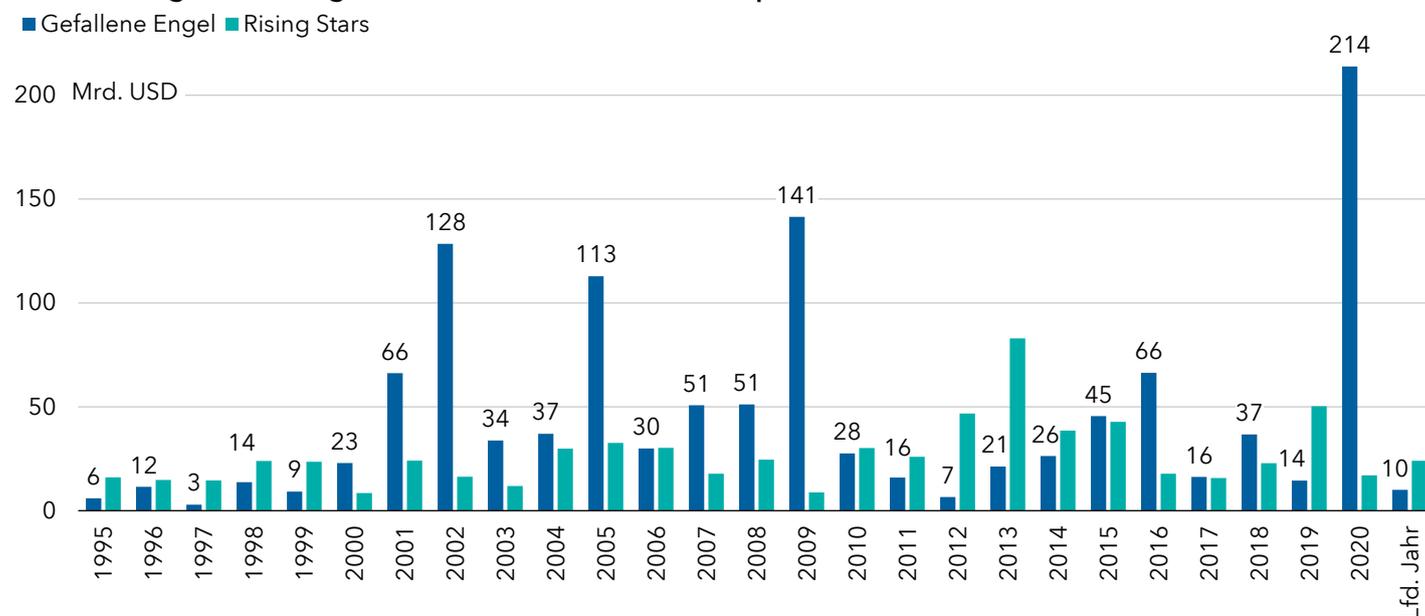
### Zinsdeckungsgrade erholen sich



Stand 31. Oktober 2021. Quelle: BofA Global Research

2021 wurden daher mehr High-Yield-Anleihen herauf- als herabgestuft, was für eine generelle Verbesserung der Kreditqualität spricht. Es gab auch mehr Rising Stars als gefallene Engel.<sup>1</sup> 2020 waren so viele Investmentgrade-Anleihen auf High Yield herabgestuft worden wie nie zuvor, aber dann kamen nur noch wenige hinzu. Es überrascht nicht, dass es danach viele Quartale lang mehr Rising Stars gab.

### Gefallene Engel und Rising Stars nach Anleihenvolumen (zu pari)

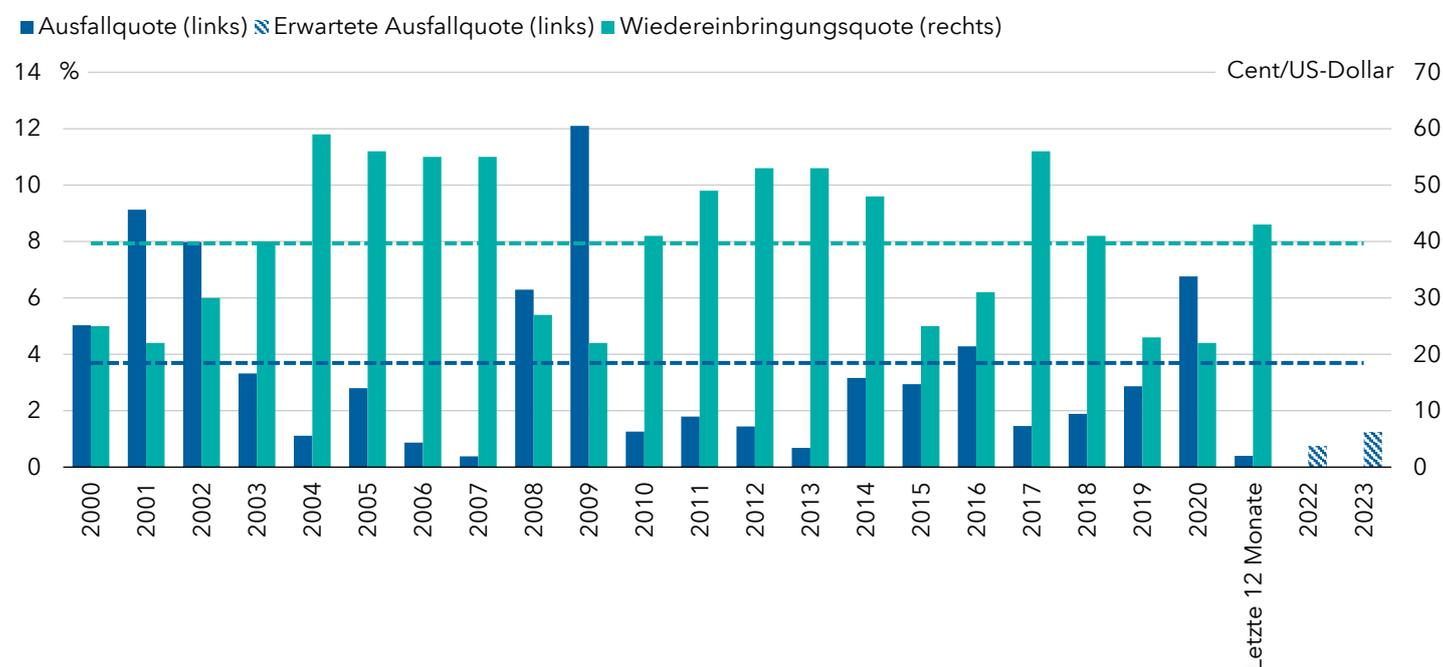


Stand 31. Oktober 2021. Angaben für die USA. Quelle: JPMorgan

1. Rising Star: eine Anleihe, die von High Yield auf Investmentgrade heraufgestuft wurde. Gefallener Engel (Fallen Angel): eine Anleihe, die von Investmentgrade auf High Yield herabgestuft wurde.

Vor Beginn der Pandemie sind nur sehr wenige High-Yield-Anleihen ausgefallen. Nach dem Höhepunkt der internationalen Finanzkrise lagen die Ausfallquoten meist unter dem Vergangenheitsdurchschnitt von gut 3% jährlich. Einzige Ausnahme waren die Jahre 2015 und 2016, als der Ölpreiseinbruch viele Ausfälle im Energiesektor auslöste. Im Coronajahr 2020 stiegen die Ausfallquoten wieder massiv. Mit dem Neustart der Wirtschaft und dem anziehenden Wachstum sind sie dann aber fast auf Allzeittiefs zurückgegangen. Auch Anfang 2022 dürften sich die Ausfälle in Grenzen halten, und selbst die ersten Prognosen für 2023 sind erfreulich. Wenn die derzeitige Entwicklung anhält, könnte 2021 das Jahr mit den (gemessen am Volumen) niedrigsten Zahlungsausfällen seit der internationalen Finanzkrise werden. Weil außerdem die Wiedereinbringungsquoten stark gestiegen sind, halten sich die Verluste in engen Grenzen. Mit 43,2% lag die Wiedereinbringungsquote von High-Yield-Anleihen in den letzten zwölf Monaten knapp über dem 25-Jahres-Durchschnitt von 39,6%<sup>2</sup>.

### Ausfall- und Wiedereinbringungsquoten von amerikanischen High-Yield-Anleihen



### Prognosen nur zur Illustration.

Stand 31. Oktober 2021. Ausfallquoten amerikanischer High-Yield-Unternehmensanleihen. Marktprognosen auf Basis von JPMorgan-Schätzungen. Quelle: JPMorgan

### 3. Wegen der kürzeren Duration ist High Yield weniger zinssensitiv

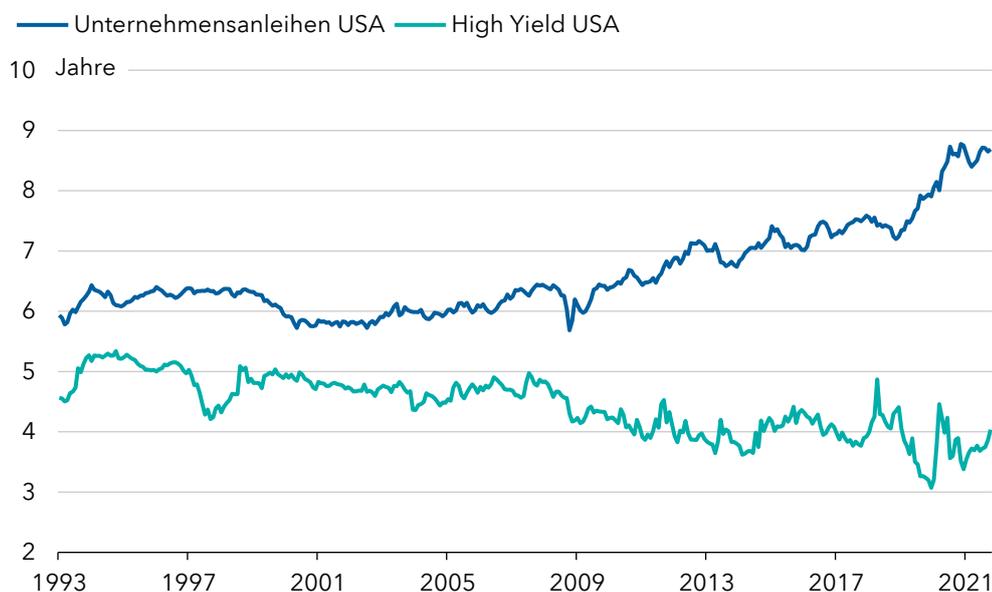
Im Schnitt beträgt die Duration amerikanischer High-Yield-Anleihen etwa vier Jahre, gegenüber fast neun Jahren bei Investmentgrade-Papieren.<sup>3</sup> Wegen ihrer kürzeren Duration geben High-Yield-Anleihen bei steigenden Zinsen, einer häufigen Begleiterscheinung einer stärkeren Konjunktur, nicht so stark nach. Allein das macht sie etwa im Vergleich zu Investmentgrade-Unternehmensanleihen interessant.

2. Stand 31. Oktober 2021. Quelle: JPMorgan

3. Stand 29. Oktober 2021. Modifizierte Duration des Bloomberg US Corporate High Yield 2% Issuer Cap Index und des Bloomberg US Corporate Bond Index. Quelle: Bloomberg

Außerdem ergeben sich daraus Diversifikationsmöglichkeiten. Wer sein Portfolio um High-Yield-Anleihen ergänzt, kann die Duration senken. Zugleich besteht die Aussicht auf Kursgewinne, wenn die Wirtschaft wächst.

### Die kürzere Duration von High Yield



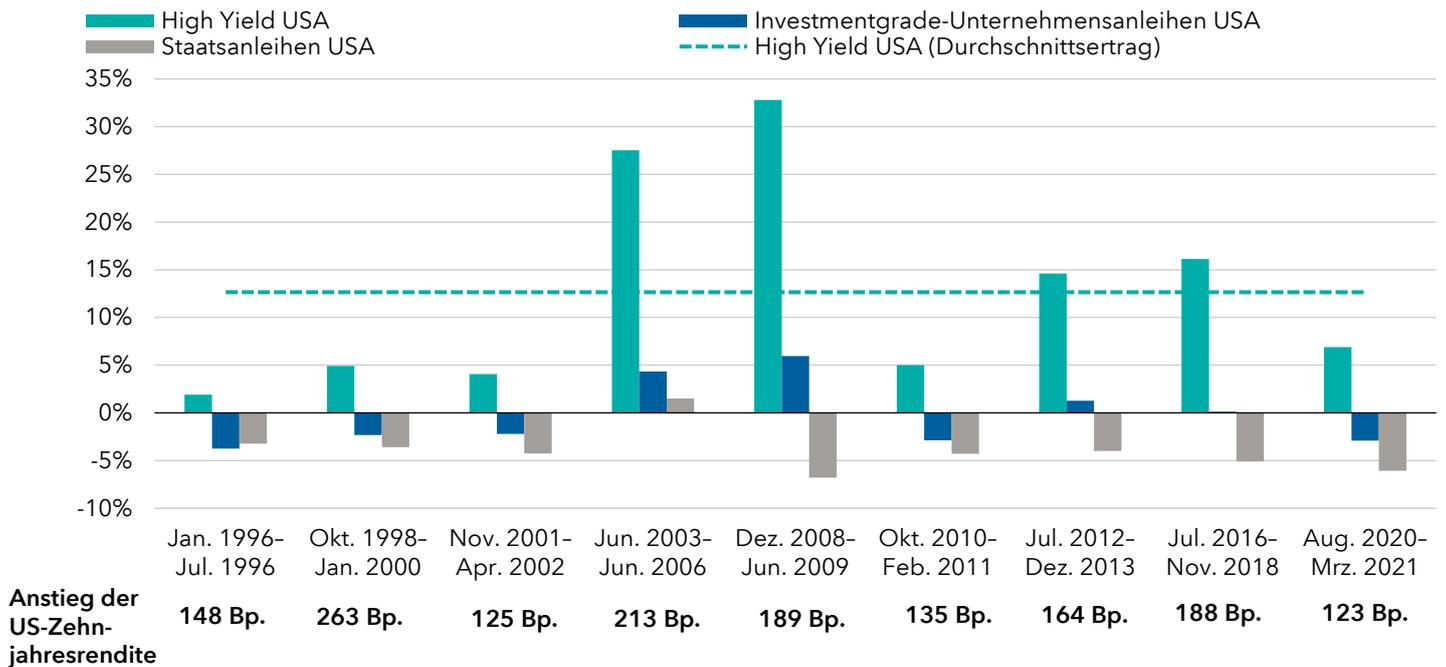
Daten vom 29. Januar 1993 bis zum 29. Oktober 2021. Quelle: Bloomberg

Die Zinssensitivität des Marktes lässt sich auch mit der empirischen Duration messen, der tatsächlichen Zinssensitivität in der Vergangenheit. Sie kann mitunter aussagekräftiger sein als eine mathematische Formel. Die empirische Duration kann Aufschluss darüber geben, was bei einem Zinsanstieg zu erwarten ist und die Zinssensitivität unterschiedlicher Marktsegmente vergleichbar machen. Anders als theoretische Durationsmaße berücksichtigt sie eine Reihe kursrelevanter Faktoren, unter anderem auch das Kreditrisiko. Weil es bei High-Yield-Anleihen höher ist, bildet die empirische Duration das Zinsrisiko bzw. die Zinssensitivität möglicherweise besser ab. Meist ist die empirische Duration von High-Yield-Anleihen negativ.<sup>4</sup> Ihr Kreditrisiko ist wichtiger als das Zinsrisiko, und High-Yield-Anleihen entwickeln sich bei steigenden Zinsen meist gut, vor allem bei einem ordentlichen Wirtschaftswachstum.

Bei steigenden Staatsanleiherenditen haben amerikanische High-Yield-Anleihen Investmentgrade-Titel und Staatsanleihen meist hinter sich gelassen. Die höheren Coupons gleichen die Kursverluste meist aus. Hinzu kommt, dass steigende Staatsanleiherenditen oft mit höherem Wachstum oder besseren Wachstumserwartungen einhergehen. Oft werden die High-Yield-Spreads dann enger, da das Ausfallrisiko abnimmt. Die High-Yield-Spreads entwickeln sich oft gegenläufig zu den Staatsanleiherenditen, was für einen natürlichen Ausgleich sorgt.

4. Stand 28. Mai 2021. Quelle: BofA Global Research

## Gesamterträge bei steigenden Staatsanleiherenditen<sup>5</sup>



Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.  
Man kann nicht direkt in einen Index investieren.

## 4. Der Markt ist heute größer und vielfältiger

### Strukturelle Veränderungen und größere Sektorvielfalt

Der High-Yield-Markt ist im Laufe der Zeit stark gewachsen. Hinzu kamen viele strukturelle Veränderungen, sodass der Markt heute völlig anders aussieht als zu seinen Anfängen in den 1980er-Jahren, als der Leveraged-Buyout-Boom für die ersten Emissionen sorgte. Und selbst kurz vor der internationalen Finanzkrise vor gut zehn Jahren war der Markt noch völlig anders als heute.

Stark zugenommen hat vor allem die Sektorvielfalt. Nach wie vor stammt ein Großteil der Anleihen aus den Sektoren Telekommunikation und Medien, aber sie dominieren den Markt nicht mehr so wie früher. Auch die Vielfalt innerhalb der Sektoren hat sich deutlich verbessert. Finanz-, Rohstoff-, Gesundheits-, Technologie-, Einzelhandels- und Immobilienanleihen machen heute einen Großteil des Marktes aus. Konjunktursensitive Sektoren wie Einzelhandel, Tourismus und Grundstoffe, aber auch defensivere Branchen wie Gesundheit, haben jetzt somit einen größeren Marktanteil. Heute ist der High-Yield-Markt repräsentativ für die US-Wirtschaft und wird anders als früher nicht mehr von ein oder zwei Sektoren dominiert.

### Bessere Kreditqualität

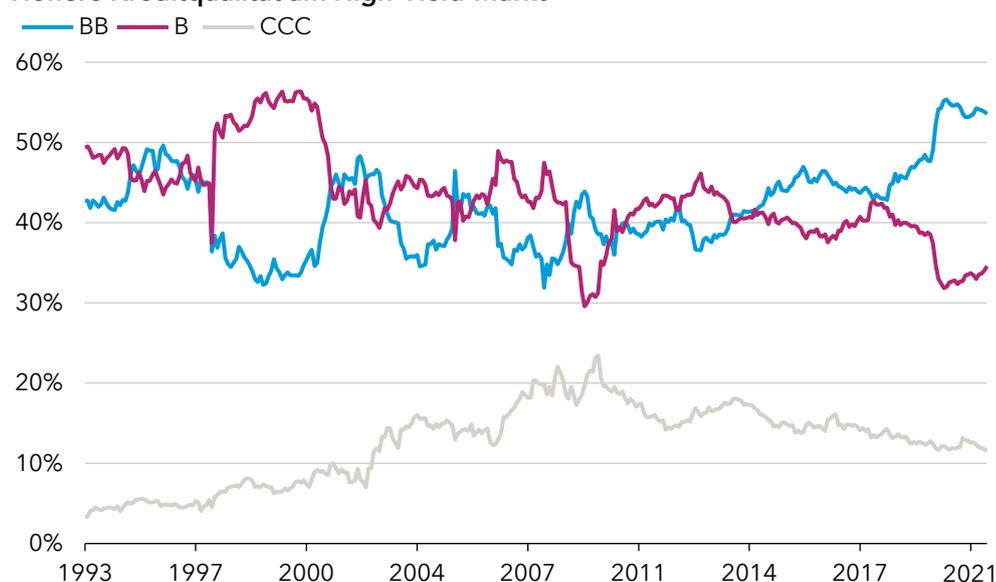
Auch die durchschnittliche Kreditqualität des High-Yield-Marktes – also von Anleihen mit Ratings von maximal BB/Ba – hat sich stark verbessert. Vor allem seit 2019 hat sie große Fortschritte gemacht, und insbesondere nach der Pandemie kam es zu vielen Heraufstufungen. Wegen der vielen gefallenen Engel kamen etliche Titel mit BB-Rating hinzu, während schwächere Titel aufgrund von Zahlungsausfällen herausfielen. Heute entfällt über die Hälfte des Marktes auf

5. Stand 31. Oktober 2021. Arithmetisch berechneter durchschnittlicher Gesamtertrag. ICE BofA US High Yield Index, ICE BofA US Corporate Index, ICE BofA US Treasury Index. Quellen: Bloomberg, ICE BofA, Capital Group

Anleihen mit einem BB-Rating, dem höchsten High-Yield-Rating. Vor 20 Jahren hatten sie nur einen Anteil von etwa einem Drittel. Unterdessen ist der Anteil von Emittenten mit CCC-Rating von fast einem Viertel auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2008/2009 auf etwa 12% zurückgegangen, fast den niedrigsten Wert seit 20 Jahren (vgl. Abbildung).

Die durchschnittliche Kreditqualität des High-Yield-Index hat dadurch Fortschritte gemacht, und das Durchschnittsrating ist so hoch wie mindestens seit dem Jahr 2000 nicht mehr. Der jüngste Anstieg der Kreditqualität steht in scharfem Gegensatz zur internationalen Finanzkrise 2008. Damals gab es sehr viele Herabstufungen, und das Durchschnittsrating des Index ließ deutlich nach. Das ändert aber nichts daran, dass auch 2020 viele Emittenten wegen der wirtschaftlichen Folgen von Corona herabgestuft wurden.

### Höhere Kreditqualität am High-Yield-Markt<sup>6</sup>



Das Gegenteil gilt für Investmentgrade-Anleihen. Über die Hälfte des Marktes hat ein Rating von BBB, das schwächste Investmentgrade-Rating. Viele Emittenten liegen heute an der Grenze zwischen Investmentgrade und High Yield. Umso größer sind die Chancen für High-Yield-Investoren auf Sicht eines Kreditzyklus. Hinzu kommt, dass sich die beiden Märkte einander annähern. High-Yield-Anleihen werden besser, Investmentgrade-Titel lassen nach.

Durch die Coronakrise wurden viele Emittenten zu gefallen Engeln. Ohne die Pandemie hätten wir nicht in sie investieren können, da an ihrem Investmentgrade-Rating früher kein Zweifel bestand. Das gilt für Ford ebenso wie für eine Reihe von Fluggesellschaften – konjunktursensitive Unternehmen, die jetzt Anleihen mit einem High-Yield-Rating begeben mussten. Oft lagen ihre Coupons deutlich über den Renditen am Investmentgrade-Markt. Umso interessanter waren diese neuen Anleihen für High-Yield-Investoren, die es sich leisten können, langfristig zu denken.

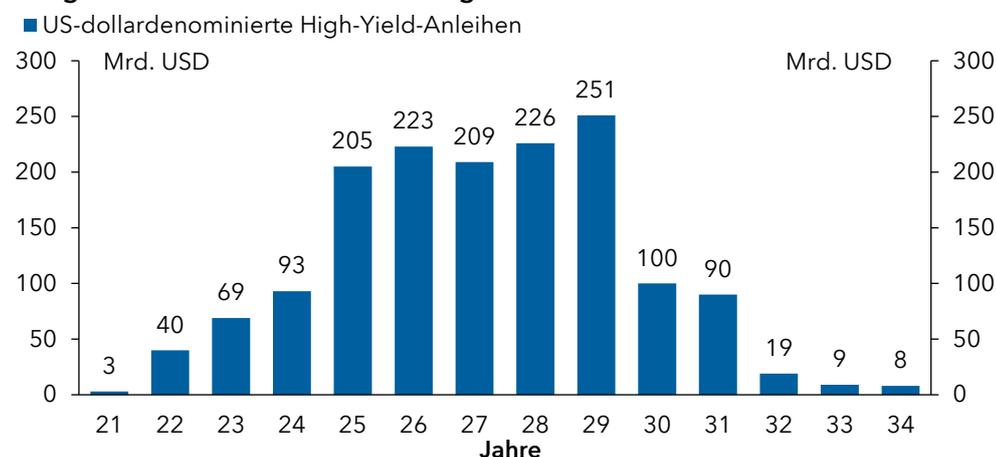
6. Stand 29. Oktober 2021. In Prozent des Marktwertes des US-Index. Ohne Anleihen mit Ratings unter CCC oder ohne Rating. Anleihen-Ratings liegen in der Regel zwischen AAA, Aaa (Maximum) und D (Minimum). Vergeben werden sie von Ratingagenturen wie Standard & Poor's, Moody's oder Fitch als Hinweis auf die Kreditwürdigkeit des Emittenten. Quellen: Bloomberg, Capital Group

## Gute Markttechnik

Günstig ist auch die Markttechnik. Den vielen Emissionen seit Jahresbeginn stand eine hohe Anlegernachfrage gegenüber. Auch wenn im 3. Quartal nicht mehr so viele Titel an den Markt kamen, wurden in diesem Jahr bislang mehr Anleihen begeben als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Meist dienen die Emissionserlöse der Refinanzierung von Altanleihen, und auch in den kommenden Monaten dürften die Nettoemissionen nicht höher sein als die Nachfrage von Privatanlegern.

Aufgrund der Refinanzierungen stieg die Durchschnittslaufzeit. Viele Unternehmen nutzten die Gelegenheit, ihr Fremdkapital zu niedrigeren Zinsen zu refinanzieren und dessen Laufzeit zu verlängern. In den letzten zwei Jahren wurden aufgrund von Endfälligkeiten für über 510 Milliarden US-Dollar High-Yield-Anleihen emittiert. Bis Ende 2022 werden dann für weitere 43 Milliarden US-Dollar Papiere fällig werden, etwa 3% des Marktvolumens (vgl. Abbildung). Auch die Barmittelbestände stiegen 2020 auf Rekordniveau und sind seitdem nicht wieder signifikant zurückgegangen. Entsprechend niedrig dürften die Refinanzierungs- und Ausfallrisiken sein.

### Fälligkeit US-dollardenominierter High-Yield-Anleihen<sup>7</sup>



## 5. Die Bewertungen sprechen für ein optimistisches Konjunkturbild

Die aktuellen Bewertungen sprechen für ein optimistisches Konjunkturbild, und ohne eine neue große Krise wird es wohl auch so kommen. In den Kursen sind aber nur wenige Negativfaktoren berücksichtigt. Dennoch könnten die recht hohen Coupons interessant für Langfristinvestoren sein, zumal andere Anleihenmarktsegmente oft niedrigere Spreads bei einer längeren Duration bieten. Die anhaltende Nachfrage dürfte weiter für enge Spreads sorgen.

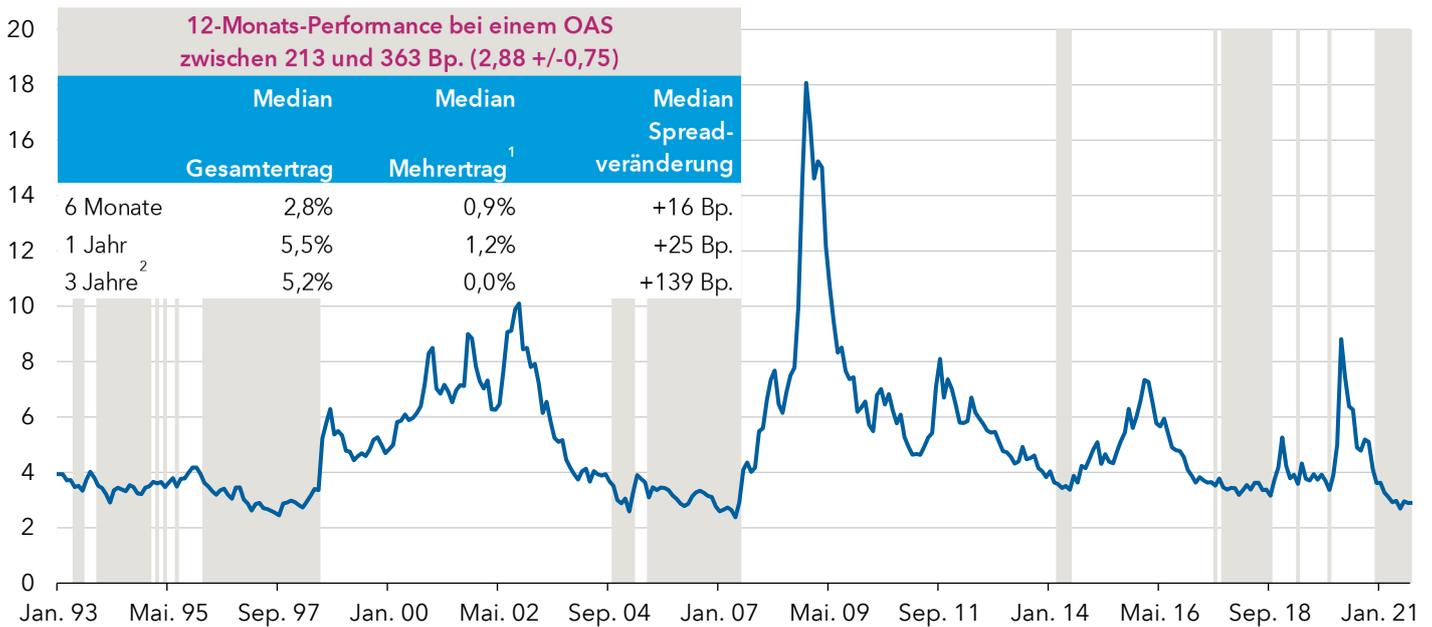
Mit einem deutlichen Spreadrückgang ist allerdings nicht zu rechnen. Zumindest kurzfristig ist eine Seitwärtsbewegung wahrscheinlich, sodass vor allem die Coupons für Ertrag sorgen. Und wenn die Spreads im Vergangenheitsvergleich eng scheinen, sollte man eines nicht vergessen: Die durchschnittliche Kreditqualität des High-Yield-Marktes hat sich im Laufe der Zeit verbessert.

Hinzu kommt, dass man mit High Yield bei ähnlichen Bewertungen wie heute in der Vergangenheit attraktive Gesamt- und Mehrerträge erzielt hat (vgl. Abbildung).

7. Stand 26. Oktober 2021. Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research

## Spreads von US-High-Yield

Bei einem optionsbereinigten Spread nahe dem aktuellen Niveau lag der Index in den nächsten zwölf Monaten meist im Plus



### Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.

Stand 31. Oktober 2021. Optionsbereinigter Spread (OAS) des Bloomberg US Corporate High Yield 2% Issuer Capped Index, in US-Dollar. Monate, in denen der Spread um maximal +/- 75 Basispunkte vom Spread Ende Oktober 2021 abwich, sind schattiert. Am 31. Oktober 2021 betrug der Spread 288 Basispunkte.

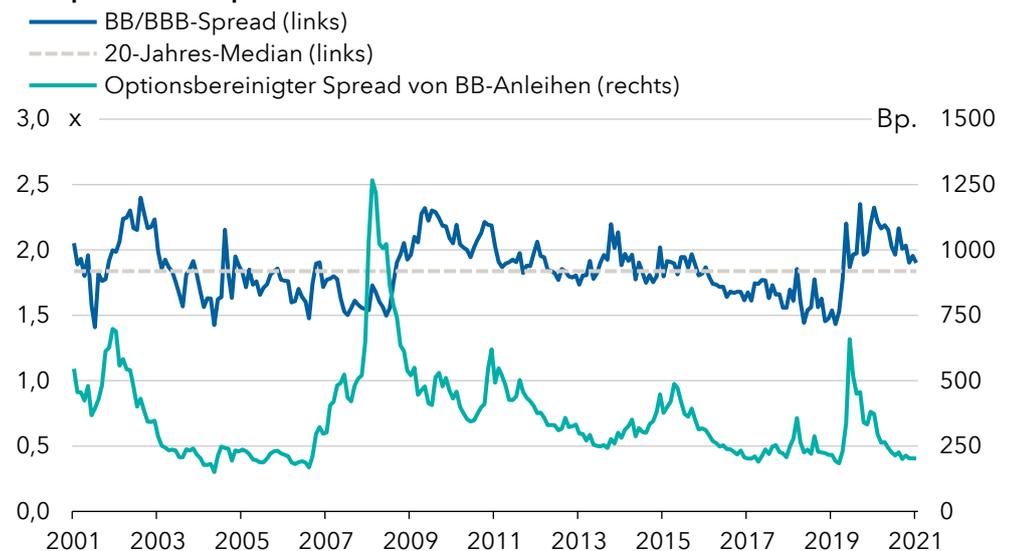
Quellen: Bloomberg, Capital Group

1. Indexertrag gegenüber durationsgleichen US-Staatsanleihen.

2. Annualisierter Ertrag. Quelle: Bloomberg

Außerdem sind die Spreads von US-Unternehmensanleihen mit BB-Rating im Vergleich zu den BBB-Spreads noch immer hoch. Generell scheint High Yield damit im Vergleich zu Investmentgrade-Anleihen attraktiv bewertet zu sein.

### BB-Spread/BBB-Spread<sup>8</sup>

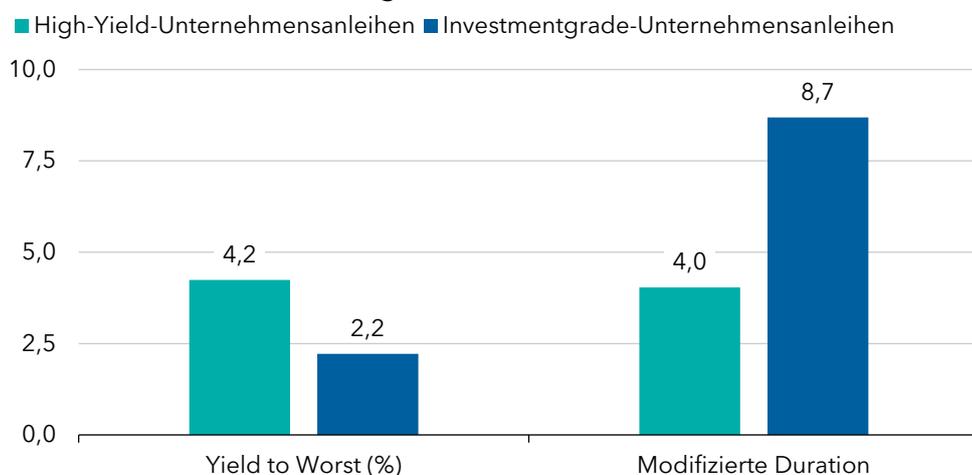


### Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.

8. Stand 31. Oktober 2021. Bp.: Basispunkte. Bloomberg Barclays US Corporate - BBB Component Index und Bloomberg Barclays US High Yield 2% Issuer Cap - BB Component Index. Quelle: Bloomberg

Aufgrund ihrer recht hohen laufenden Rendite bieten High-Yield-Anleihen einen größeren Puffer, wenn eine Spreadausweitung oder steigende US-Staatsanleiherenditen zu Kursverlusten führen. Auch die vergleichsweise kurze Duration ist dann günstig.

### Unternehmensanleihen im Vergleich<sup>9</sup>



**Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.**

Und doch muss man vorsichtig sein, da sich die Spreads bei einem nachlassenden Wirtschaftswachstum und steigenden Zinsen ausweiten könnten. Entscheidend werden die Branchenallokation und die Einzelwertauswahl sein, zumal die absoluten Bewertungen aufgrund des deutlichen Spreadrückgangs seit dem Höhepunkt der Krise weniger attraktiv sind als 2020. Mit einem aktiven Fundamentalansatz lassen sich außerdem die einzelwertspezifischen Risiken am High-Yield-Markt begrenzen.

---

**Shannon Ward** ist Anleihen-Portfoliomanagerin bei der Capital Group. Sie hat 28 Jahre Branchenerfahrung (Stand 31. Dezember 2020). Sie hat einen MBA von der University of Southern California und einen Bachelor in Psychologie von der University of California, Santa Barbara. Ward arbeitet in Los Angeles.

**Peter Becker** ist Investmentdirektor bei der Capital Group. Er hat 24 Jahre Branchenerfahrung (Stand 31. Dezember 2020). Er hat einen Master von der Ingolstadt School of Management. Außerdem ist er CFA<sup>®</sup>. Becker arbeitet in London.

---

9. Stand 29. Oktober 2021. Gemessen am Bloomberg US Corporate High Yield 2% Issuer Cap Index und am Bloomberg US Corporate Bond Index. Quellen: Barclays Live, Bloomberg

**Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:**

- **Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.**
- **Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.**
- **Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.**
- **Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.**
- **Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.**

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

**In Deutschland** ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

**In der Schweiz** wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

© 2021 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **CR-406534 STR DE AT CH (DE) P**