
Unerforschtes Terrain für Hochzinsanleihen

Festverzinsliche Wertpapiere | Oktober 2022



Roman Gaiser
Head of High Yield, EMEA

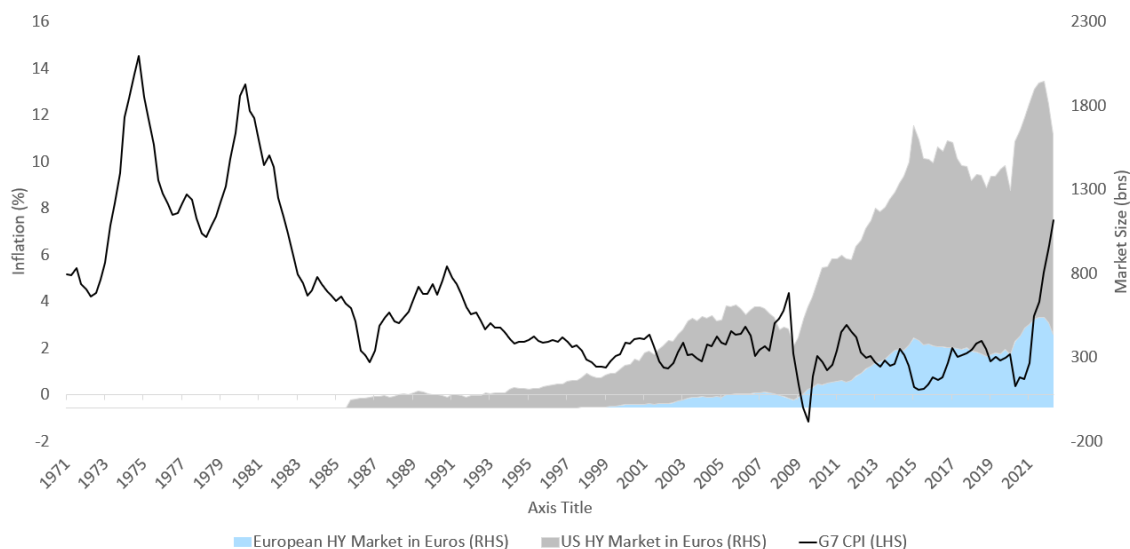
- **Wie der Markt für Hochzinsanleihen auf höhere Inflationsraten und Zinsen reagieren wird, ist noch unklar. Doch da die Inflation weit über dem Zielwert von 2% für die USA und Europa liegt, müssen die Zentralbanken die Zinsen anheben**
- **Steigende Zinsen werden schwächere Unternehmen unter Druck setzen und könnten sich als besondere Herausforderung für die Beteiligungsunternehmen von Private-Equity-Gesellschaften erweisen, die einen Teil des Hochzinssegments bilden**
- **Unseres Erachtens wird in diesem Umfeld die Titelauswahl auf der Grundlage von intensivem Research an Bedeutung gewinnen**

Als die Märkte für Hochzinsanleihen vor 35 Jahren entstanden, begann gerade eine Phase dauerhaft niedriger Inflation. In den letzten 20 Jahren blieb die Inflation durchweg verhalten, und die Zinssätze lagen weit unter dem Niveau, das in weiten Teilen der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts vorherrschte. Für Hochzinsanleihen war dieses Umfeld hervorragend.

Die Geburtsstunde des High-Yield-Sektors folgte auf die außerordentlich hohe Inflation der 1970er und frühen 1980er Jahre. In den USA entstand der Hochzinsmarkt Mitte der 1980er Jahre. Er sollte unter anderem Unterstützung für fremdfinanzierte Übernahmen bieten, die darauf ausgerichtet waren, brachliegende Vermögenswerte von Unternehmen zu nutzen. Europa zog rund zehn Jahre später nach.

Angesichts der Rückkehr höherer Inflationsraten und Zinssätze lässt sich also zu Recht behaupten, dass die Märkte für Hochzinsanleihen in unerforschtes Terrain vordringen (Abbildung 1). Unseres Erachtens wird in diesem Umfeld die Titelauswahl auf der Grundlage von intensivem Research an Bedeutung gewinnen.

Die rund 15 Jahre, die seit der weltweiten Finanzkrise vergangen sind, standen im Zeichen der quantitativen Lockerung und außergewöhnlicher geldpolitischer Bedingungen, die eigens auf die Unterstützung von Unternehmen ausgerichtet waren. Die Zinsen bewegten sich auf einem historisch niedrigen Niveau – vor allem im Vergleich zu den inflationsgeprägten 1970er und 1980er Jahren. Die US-Notenbank unternahm zwar 2013 und dann 2019 den Versuch, die Ära der leicht verfügbaren Liquidität zu beenden, doch negative Reaktionen auf den Finanzmärkten hielten sie davon ab.

Abbildung 1: Erstmals ein von Inflation geprägtes Umfeld

Quelle: ICE BofA Indizes/OECD, Stand: 30. September 2022

Gegenwärtig bleibt den Zentralbanken allerdings keine andere Wahl mehr. Sie müssen die Zinsen erhöhen, denn in der Eurozone liegt die Inflation inzwischen bei über 10%¹ und in den USA jenseits von 8%². Damit ist der Zielwert von 2% weit überschritten. Da auch die Zinssätze von Staatsanleihen über die gesamte Renditekurve hinweg steigen und sich die Spreads von Unternehmensanleihen weiten, werden die Finanzierungskosten der Unternehmen unweigerlich auf ein Niveau steigen, wie wir es seit vielen Jahren nicht mehr gesehen haben.

Steigende Zinsen setzen schwächere Unternehmen unter Druck

Bei fremdfinanzierten High-Yield-Emittenten schmälern die höheren Schuldendienstkosten zwangsläufig die Cashflows und die Erträge. Einige dieser Unternehmen werden einfach weniger Gewinn erzielen und ihre Dividendenausschüttungen kürzen, andere müssen vielleicht ums Überleben kämpfen. Wir rechnen damit, dass die bonitätsschwächsten Anleihen mit CCC-Rating stärker unter Druck geraten und das Ausfallrisiko höher sein wird als unter den günstigen Finanzierungsbedingungen der letzten 15 Jahre.

Dass die derzeit hohe Inflation einige Zeit anhalten könnte, verstärkt die Belastung der Emittenten von Unternehmensanleihen noch. Grund hierfür ist, dass viele der Inflationsursachen außerhalb des Einflussbereichs der Zentralbanken liegen. Mit Zinserhöhungen lässt sich wenig gegen Probleme wie Logistikengpässe, Rohstoffknappheit und den Mangel an Arbeitskräften in einigen Ländern ausrichten.

Aus Sicht des Fondsmanagements ist es entscheidend festzustellen, welche Unternehmen sich unter diesen verschärften Bedingungen behaupten können. Einige Unternehmen sind in einer günstigen Ausgangsposition: Sie stellen einzigartige Produkte her und können ihre Preise

¹ <https://tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi>, 30. September 2022

² <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>, 30. September 2022

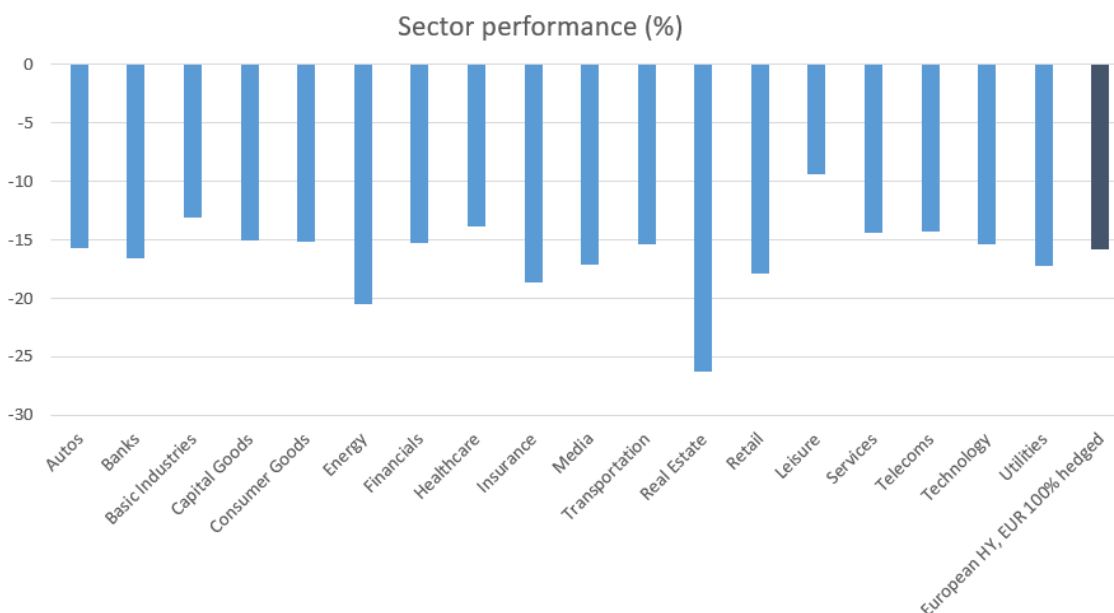
selbst bestimmen. Derart solide Unternehmen sind jedoch eher unter den Emittenten von Investment-Grade-Anleihen zu finden.

Für die im Hochzinssegment vertretenen Beteiligungsunternehmen von Private-Equity-Gesellschaften könnte sich das aktuelle Umfeld als besondere Herausforderung erweisen. Ein Anstieg der sogenannten risikolosen Zinssätze – d. h. der Zinsen für Staatsanleihen – bewirkt eine Erhöhung des Abzinsungssatzes, der für die Bewertung von Aktien an öffentlichen Märkten verwendet wird. Daher sinken Bewertungskennzahlen für Aktien wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Beispielsweise beträgt das KGV des US-amerikanischen S&P 500-Index derzeit 20 (auf der Grundlage der für 2021 gemeldeten Gewinne), während es vor einem Jahr noch bei 25 lag. Das KGV des technologielastigen US-Index Nasdaq ist im Laufe des vergangenen Jahres von 31 auf 25 gefallen, wobei der Tiefpunkt im Mai bei 20 lag.³

Überraschenderweise gab es 2022 kaum Unterschiede bei der Wertentwicklung von Anleihen mit unterschiedlichen Bonitätsratings. Wir gehen allerdings nicht davon aus, dass dies langfristig so bleibt, denn die schwächeren Unternehmen werden zu kämpfen haben, wenn die Zinsen steigen, und dürften demzufolge mit einem höheren Risikoaufschlag gehandelt werden.

Die anhaltende Energiekrise und die Energiewende stellen weitere Herausforderungen für High-Yield-Emittenten dar. Insgesamt führen diese Faktoren zu einer Erhöhung der Energiepreise und somit zu noch höheren Belastungen für Unternehmen aller Sektoren (Abbildung 2). Wir bevorzugen in diesem Umfeld weiterhin üblicherweise stabile Sektoren wie die Telekommunikationsbranche oder Unternehmen aus Sektoren mit vollen Auftragsbüchern und besseren Bonitätsratings, z. B. der Automobilindustrie.

Abbildung 2: Kein Sektor bleibt verschont



Quelle: ICE BofA-Indizes, Stand: 30. September 2022

³ Bloomberg, September 2022

Researchintensität als entscheidender Faktor

Bislang hat sich die vorsichtige Positionierung in unseren Portfolios im Jahr 2022 nicht ausgezahlt, und das ist frustrierend. In diesen für Hochzinsanleihen beispiellosen Zeiten kommt es jedoch auf eine gründliche Bonitätsanalyse an. Mit unserem Team und unserem Anlageprozess haben wir schon eine ganze Reihe schwieriger Kreditzyklen gemeistert. Das Team sucht fortlaufend nach hochwertigen Unternehmen, die in diesem schwierigen Umfeld bestehen können, und deren Geschäftsleitung flexibel genug ist, sich auf die neue Situation einzustellen.

Die aktuell hohen und steigenden Zinsen sind zwar ein Novum für Hochzinsanleihen, doch alle Krisen sind auf ihre Weise einzigartig: Das gilt für die Turbulenzen an den Finanzmärkten im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie ebenso wie für die globale Finanzkrise 2008/2009.

Es kommt darauf an, durch intensives Research die Unternehmen zu finden, die dem Sturm trotzen können. Irgendwann sinken die Inflation und die Zinssätze auch wieder, und die Situation wird sich beruhigen – zumindest für alle, die dann noch übrig sind.



Wichtige Hinweise

Nur zur Verwendung durch professionelle und/oder gleichwertige Anleger gemäß Ihrer Rechtsprechung (Nutzung durch oder Weitergabe an Privatkunden verboten) Beim vorliegenden Dokument handelt es sich um Marketingmaterial. Die Erwähnung von Aktien stellt keine Empfehlung zum Handel dar.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist nicht repräsentativ für eine bestimmte Anlage. Es beinhaltet kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten und stellt keine Anlageempfehlung oder Dienstleistung dar. **Anlagen sind mit Risiken verbunden, unter anderem dem Risiko eines Kapitalverlusts. Ihr Kapital unterliegt einem Risiko.** Marktrisiken können einzelne

Emittenten, Wirtschaftssektoren, Branchen oder den gesamten Markt betreffen. Der Wert von Anlagen ist nicht garantiert, und Anleger erhalten den ursprünglich investierten Betrag unter Umständen nicht zurück. **Anlagen im Ausland** können aufgrund politischer und wirtschaftlicher Instabilität, schwankender Wechselkurse sowie abweichender Finanz- und Rechnungslegungsstandards bestimmte Risiken beinhalten und volatil sein. **Die in diesem Dokument genannten Wertpapiere dienen nur der Veranschaulichung und können sich ändern. Ihre Nennung ist nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung zu verstehen. Die beschriebenen Wertpapiere können sich als rentabel oder unrentabel erweisen.** Die zum Ausdruck gebrachten Ansichten entsprechen dem Stand zum angegebenen Zeitpunkt und können sich ändern, wenn sich die Marktbedingungen oder andere Bedingungen verändern. Darüber hinaus können sie sich von Ansichten anderer Geschäftspartner oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) unterscheiden. Tatsächliche Anlagen oder Anlageentscheidungen, die von Columbia Threadneedle und ihren Tochtergesellschaften auf eigene Rechnung oder im Namen von Kunden getätigt oder getroffen werden, spiegeln die zum Ausdruck gebrachten Ansichten unter Umständen nicht wider. Die Angaben in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar und die individuelle Situation einzelner Anleger wird darin nicht berücksichtigt. Anlageentscheidungen sollten stets auf Grundlage des besonderen finanziellen Bedarfs, der Ziele, des Zeithorizonts und der Risikotoleranz eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen sind unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse, und Prognosen stellen keine Garantie dar.** Von Dritten bereitgestellte Informationen und Einschätzungen stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden, ihre Genauigkeit oder Vollständigkeit kann jedoch nicht garantiert werden. Dieses Dokument und seine Inhalte wurden von keiner Aufsichtsbehörde geprüft.

In Australien: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [„TIS“], ARBN 600 027 414. TIS ist von der Vorschrift, für die von ihr für „Wholesale-Kunden“ in Australien erbrachten Finanzdienstleistungen eine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen gemäß des Corporations Act 2001 (Cth) zu halten, befreit und stützt sich hierbei auf Class Order 03/1102. Dieses Dokument darf in Australien nur an „Wholesale-Kunden“ im Sinne der Definition in Section 761G des Corporations Act verteilt werden. TIS unterliegt in Singapur (Registrierungsnummer: 201101559W) der Bankenaufsicht der Monetary Authority of Singapore gemäß Securities and Futures Act (Chapter 289), der von australischem Recht abweicht.

In Singapur: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, reguliert in Singapur von der Monetary Authority of Singapore im Rahmen des Securities and Futures Act (Chapter 289). Registrierungsnummer: 201101559W. Dieses Dokument wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft.

In Hongkong: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hongkong, von der Securities and Futures Commission („SFC“) für die Ausführung regulierter Tätigkeiten vom Typ 1 lizenziert (CE: AQA779). Eingetragen in Hongkong unter der Companies Ordinance (Chapter 622), Nr. 1173058.

In Japan: Herausgegeben von Columbia Threadneedle Investments Japan Co, Ltd. Financial Instruments Business Operator, The Director-General of Kanto Local Finance Bureau (FIBO) Nr. 3281, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association sowie im Verband der Wertpapiergesellschaften vom Typ II.

Im Vereinigten Königreich: Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited. Eingetragen in England und Wales, Registernummer 573204, Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, Vereinigtes Königreich. Von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert.

Im EWR: Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A. Eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxemburg), Registernummer B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg.

In der Schweiz: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, eingetragene Adresse: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz.

Im Nahen Osten: Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verteilt, die von der Dubai Financial Services Authority (DFSA) reguliert wird. Für Vertriebsstellen: Dieses Dokument dient dazu, Vertriebsstellen Informationen über die Produkte und Dienstleistungen der Gruppe bereitzustellen, und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Für institutionelle Kunden: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen, und dürfen von keiner anderen Person als Entscheidungsgrundlage verwendet werden.

www.columbiathreadneedle.com

Herausgegeben im Oktober

2022 | Gültig bis April 2023 | 4976306