



US-High-Yield: Externe Risiken beachten

Die Folgen des wachsenden Bank-Loan-Markts in den USA



David Bradin

Investmentspezialist
Los Angeles
12 Jahre Investmenterfahrung
(Stand 31. Dezember 2017)

Seit neun Jahren befindet sich die US-Wirtschaft im Aufschwung. Höhere Zinsen, die Aussicht auf weitere Leitzinserhöhungen der Fed und Sorgen wegen Zöllen und Handelskriegen belasten die meisten festverzinslichen Anlageklassen. Seit Jahresbeginn haben sich die Anleihenindizes folgendermaßen entwickelt: internationale Anleihen -4%, US-Unternehmensanleihen -4%, Emerging-Market-Fremdwährungsanleihen -6%, Emerging-Market-Lokalwährungsanleihen -10%, jeweils gerechnet in US-Dollar.¹

Nur ein großer Anleihenmarkt hat sich gut gehalten: US-High-Yield. Der Markt profitierte von hohen Unternehmensgewinnen, steigenden Ölpreisen, der kleinen Zahl von Neuemissionen und der abnehmenden Verschuldung der Unternehmen. Doch auch wenn der High-Yield-Index in diesem Jahr bislang 1% zulegte,² machen steigende Zinsen und enge Spreads Sorgen. Dies hat bei Publikumsfonds für US-High-Yield zu 17 Milliarden US-Dollar Mittelabflüssen geführt.³

Schwerpunkt der Capital Group ist die Fundamentalanalyse, aber wir wissen auch, dass sich der amerikanische High-Yield-Markt nicht in einem luftleeren Raum befindet und die Risiken für die breiteren Anleihemärkte bestehen blei-



David Daigle

Portfoliomanager
New York
23 Jahre Investmenterfahrung
(Stand 31. Dezember 2017)

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Stand 31. Oktober 2018. Quellen: Bloomberg Barclays, JPMorgan, Morningstar

¹ Internationale Anleihen: Bloomberg Barclays Global Aggregate Index; US-Unternehmensanleihen: Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index; Emerging-Market-Anleihen: JPMorgan EMBI Global Index (Fremdwährungstitel) und JPMorgan GBI-EM Global Diversified Index (Lokalwährungstitel).

² Bloomberg Barclays US High Yield Index.

³ Morningstar-Schätzungen für die Nettomittelflüsse in den USA in US-Dollar. Ohne Geldmarktfonds, Dachfonds und nicht mehr existierende Fonds. Quelle: Morningstar

ben, insbesondere für den Sub-Investmentgrade Bereich. In dieser Studie untersuchen wir die möglichen Folgen des wachsenden Investitionsvolumens in amerikanische Bank Loans für die Bewertung anderer Sub-Investmentgrade Marktsegmente.



Shannon Ward

Portfolio Managerin
Los Angeles
25 Jahre Investmenterfahrung
(Stand 31. Dezember 2017)

Das wachsende Interesse an Bank Loans

Seit Jahresbeginn verzeichneten Publikumsfonds für amerikanische Bank Loans 16,5 Milliarden US-Dollar Mittelzuflüsse.⁴ Außerdem war der Ertrag mit 4,4% höher als der aller anderen US-dollardenominierten Assetklassen.⁵ Das Interesse an Bank Loans hat viel mit ihrer variablen Verzinsung zu tun – und mit der Sicherung der Titel und ihrem hohen Rang in der Kapitalstruktur des Emittenten.

So attraktiv Bank Loans sind, die Zuflüsse in die Assetklasse haben Auswirkungen auf die zugrundeliegenden Fundamentaldaten. Im Jahr 2007 war der Markt noch halb so groß wie der amerikanische High-Yield-Markt. Heute liegt er nur noch 10% darunter.⁶ Dieses enorme Marktwachstum hat dazu geführt, dass viele Bank-Loan-Emittenten keine anderen Fremdkapitaltitel mehr begeben.

Fallende Recovery-Rates von Bank Loans

Die Ratingagentur Moody's hat kürzlich ihre Prognosen zu den Bank Loan Recovery-Rates revidiert. Die Agentur prognostiziert aktuell, dass First-Lien-Loans nur noch eine Recovery-Rate von 61% vorweisen werden, im Vergleich zu 77% in der Vergangenheit. Bei Second-Lien-Loans wird eine Recovery-Rate von 14% prognostiziert, gegenüber 43% in der Vergangenheit.⁷ Vor dem Hintergrund, daß sich der amerikanische Bank-Loan-Markt allmählich dem Ende des Kreditzyklusses neigt und Zahlungsausfälle zunehmen, könnten niedrigere Recovery-Rates die Renditen von Investoren stärker beeinträchtigen.

In diesem Zusammenhang können wir die neuen Prognosen der Recovery-Rates auf den Ausfallzyklus 2000-2003 anwenden, bei dem 21,2% des amerikanischen Bank-Loan-Marktes und 25,4% des Anleihemarktes ausgefallen sind.⁸ Wären die Recovery-Rates auf dem prognostizierten Niveau von Moody's anstelle der in dem Zeitraum tatsächlichen Raten, würden die Renditen für Bank Loans von -5,0%, auf -8,7% sinken.⁹

Niedrigere Recovery-Rates wirken sich auch auf das Ergebnis aus. Zwischen 2000-2003 betrug der durchschnittliche Kupon auf dem amerikanischen Bank-Loan-Markt 6,32%, so dass die Verluste aus Zahlungsausfällen weniger als den Ertrag eines Jahres ausgemacht haben.¹⁰ Dieser Verlust hätte erheblich größer sein können, wenn die Erholungen geringer gewesen wären.¹¹

Schlechtere Ratings

Hinzu kommt, dass Emittenten mit einem Rating von B und weniger heute den größten Teil des amerikanischen Bank-Loan-Markts ausmachen. Das Kreditrisiko des Markts hat sich verschoben: Heute entfallen über 59% des Gesamtmarkts auf Papiere mit einem Rating von höchstens B; im September 2007, vor der internationalen Finanzkrise, waren es nur 33%. Entsprechend haben heute 56% des amerikanischen High-Yield-Markts ein Rating von B oder weniger, gegenüber 63% im Dezember 2007.¹²

⁴ Morningstar-Schätzungen für die Nettomittelflüsse in den USA in US-Dollar. Ohne Geldmarktfonds, Dachfonds und nicht mehr existierende Fonds. Quelle: Morningstar.

⁵ Stand 30. September 2018. Quelle: Credit Suisse

⁶ Stand 31. August 2018. Bloomberg Barclays US High Yield Index und Credit Suisse Leveraged Loan Index.

Quellen: Bloomberg Barclays, S&P

⁷ Stand 31. Juli 2018. Moody's Sector In-Depth, 16. August 2018. Quellen: Moody's, Capital Group

⁸ Quelle: JPMorgan

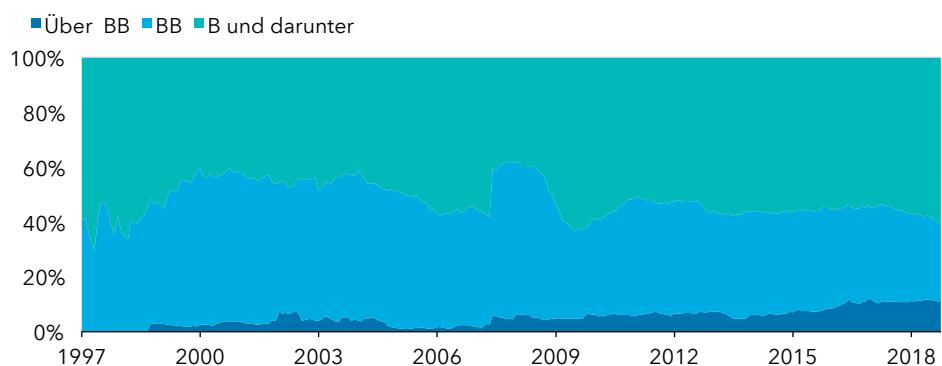
⁹ Quelle: Capital Group

¹⁰ Credit Suisse Leveraged Loan Index.

¹¹ Quelle: Capital Group

¹² Stand 31. Oktober 2018. Bloomberg Barclays US High Yield Index. Quelle: Bloomberg Barclays

Das Risikoprofil amerikanischer Bank Loans ändert sich¹³



US-High-Yield: Eine strategische Allokation

Aufgrund der Sorgen wegen steigender Zinsen haben Investoren zuletzt in amerikanische Bank Loans umgeschichtet. Eine längerfristige Betrachtung von 1993 bis September 2018 zeigt aber, dass der amerikanische High-Yield-Markt fast 20 Jahre positive Gesamterträge erwirtschaftet hat und diese nur in fünf Jahren negativ waren. Der Markt hat noch nie zwei aufeinanderfolgende Verlustjahre erlebt.¹⁴

Wenn man das Jahr 2008 außen vor lässt, hat der High-Yield-Markt in den Verlustjahren durchschnittlich 2,9% eingebüßt. Nimmt man 2008 hinzu, liegt der Durchschnittsverlust bei 7,5%.¹⁵ Hauptgrund für die sehr hohen Verluste im Jahr 2008 waren nicht die Fundamentaldaten oder Zahlungsausfälle, sondern eine Notliquidation im Markt, weil Banken Brückenfinanzierungen für Leveraged Buy-outs und Zusagen für Collateralised Loan Obligations abwickelten.

¹³ Stand 31. Oktober 2018. Bloomberg Barclays US High Yield Index. Quelle: Bloomberg Barclays.

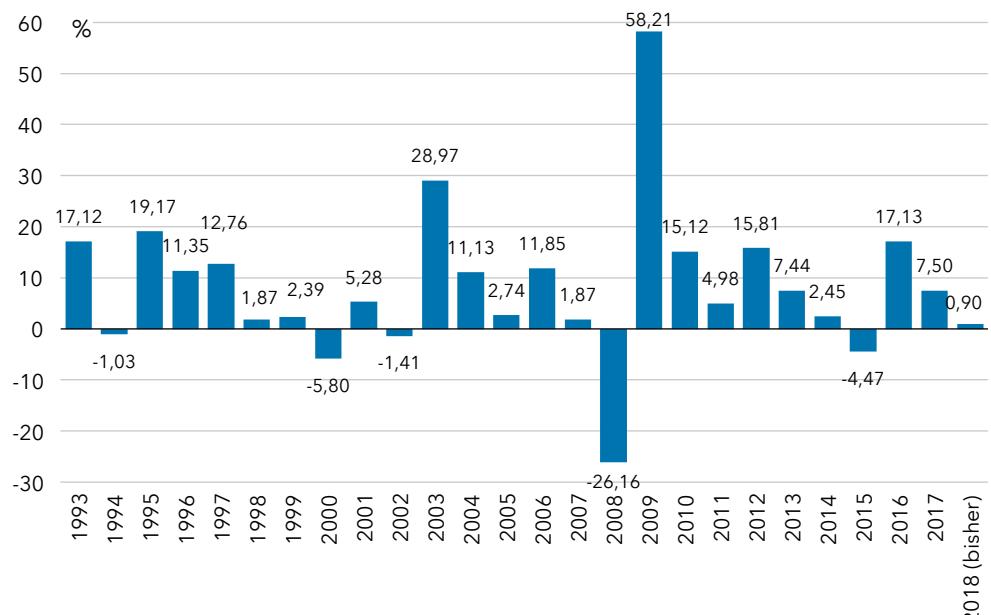
¹⁴ Ebd.

¹⁵ Ebd.

US-High-Yield-Anleihen bieten langfristiges Potenzial für Anleiheninvestoren¹⁶

Durchschnittlicher Ertrag in Verlustjahren: -7,5%

Durchschnittlicher Ertrag in Verlustjahren (ohne 2008): -2,9%



Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

In den vier anderen Verlustjahren war der amerikanische High-Yield-Markt volatil. Verluste und anschließende Gewinnphasen wechselten sich schnell ab; ein erfolgreiches Timing war schwierig. Betrachten wir das Jahr 2000, als US-High-Yield 5,8% Verlust verzeichnete: Dies war das schlechteste Jahr für die Assetklasse vor der internationalen Finanzkrise; über diese Zwölfmonatsperiode sind auf sechs bessere Monate sechs Verlustmonate gefolgt. Die Jahresdaten verbergen aber, dass der Markt in den 13 Monaten vom 1. Januar 2000 bis zum 31. Januar 2001 1,7% Gesamtertrag verzeichnete.¹⁷ Wenn also ein Investor einen Monat länger investiert geblieben wäre, hätte er einen positiven Ertrag erzielt.

Das Gleiche gilt für die Verlustjahre 2002 und 1994: Ende Januar des Folgejahres waren die kumulierten Erträge wieder positiv. 2015 fielen die Verluste vor allem in der zweiten Jahreshälfte an; bis Oktober lag der Markt noch im Plus. Trotz der Volatilität durch den Ausverkauf rohstoffnaher Sektoren hatte sich der Markt bis April 2016 vollständig wieder erholt. Alle Verluste des Jahres 2015 waren ausgeglichen; der Gesamtertrag betrug 7,4%.¹⁸

Wie sehen Bank Loans im Vergleich aus?

Die Gesamterträge amerikanischer High-Yield-Anleihen waren höher als die von Bank Loans. Seit dem Jahr 2003, ab dem der Bank-Loan-Markt als entwickelter Markt gilt, kam es wiederholt zu hohen Zahlungsausfällen oder steigenden Zinsen; nicht zu vergessen die internationale Finanzkrise. Bis auf drei Ausnahmen lagen High-Yield-Anleihen jedes Jahr vor Bank Loans und verzeichneten einen durchschnittlichen jährlichen Mehrertrag von 3,9 Prozentpunkten.¹⁹

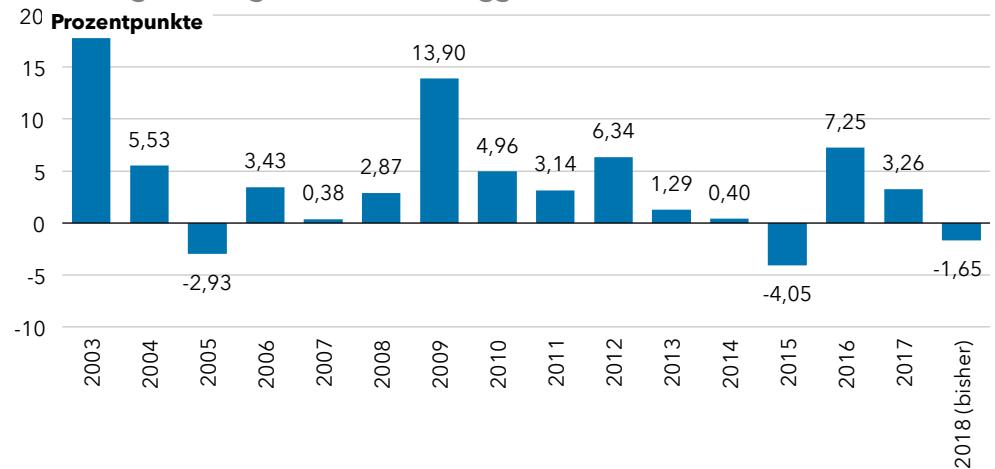
¹⁶ Ebd.

¹⁷ Stand 31. Oktober 2018. Bloomberg Barclays US High Yield Index. Quelle: Bloomberg Barclays.

¹⁸ Ebd.

¹⁹ Stand 31. August 2018. Gesamtertrag des Bloomberg Barclays US High Yield Index und Credit Suisse Leveraged Loan Index. Quellen: Bloomberg Barclays, Credit Suisse

**US-High-Yield hat Bank Loans meist hinter sich gelassen
Mehrerträge von High-Yield-Anleihen ggü. Bank Loans²⁰**



Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Auf Zwölftmonatssicht lassen Bank Loans High-Yield-Anleihen selten hinter sich, sieht man von bestimmten Marktphasen ab. Seit 2003 waren diese Phasen aber in der Tat sehr kurz.²¹

Jetzt, da man an den Anleihenmärkten von drei weiteren Zinsschritten der Fed ausgeht, sollten Investoren wissen, dass Loans in diesem Jahr bereits sehr stark zugelegt haben. Allein deshalb kann das Ende ihres Aufschwungs nah sein. Wir glauben daher, dass Investoren stärker auf Kreditrisiken als auf Zinsrisiken achten sollten.

**Auf Basis der rollierenden Erträge steht US-High-Yield noch besser da
Rollierende 12-Monats-Erträge²²**



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Günstige Fundamentaldaten, aber technische Risiken

Unter Berücksichtigung all dessen bleiben wir zurzeit sowohl für die Fundamentaldaten als auch für die Markttechnik von amerikanischen High-Yield-

²⁰ Stand 31. August 2018. Annualisierter rollierender 12-Monats-Ertrag des Bloomberg Barclays US High Yield Index und Credit Suisse Leveraged Loan Index. Quellen: Bloomberg Barclays, Credit Suisse

²¹ Ebd.

²² Stand 31. August 2018. Annualisierter rollierender 12-Monats-Ertrag des Bloomberg Barclays US High Yield Index und Credit Suisse Leveraged Loan Index. Quellen: Bloomberg Barclays, Credit Suisse.

Anleihen optimistisch. Die Unternehmensgewinne sind 2018 stark gestiegen, und wir gehen davon aus, dass der Anstieg noch mindestens in der ersten Jahreshälfte 2019 anhält. Unterdessen sind die Verschuldungsgrade wieder unter ihre Allzeithöchs gefallen. Auch die Markttechnik am amerikanischen High-Yield-Markt bliebt trotz der Mittelabflüsse gut. Dies liegt an den niedrigeren Netto-Emissionsvolumina.

Und doch könnte das Wachstum des Loan-Markts mit dem Fortschreiten des Kreditzyklus zu einer schlechteren Markttechnik führen. Aufgrund des Wachstums des Loan-Markts und der hohen Zuflüsse in Loan-Publikumsfonds könnte die Liquidität ein Thema werden, wenn sich die Zuflüsse umkehren. Dies könnte in zweierlei Weise Auswirkungen auf US-High-Yield haben.

Erstens: Die Zwangsverkäufe von Loans infolge von Anteilsscheinrückgaben der Investoren in spezielle Bank-Loan-Publikumsfonds könnten für ein Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage sorgen. Kursverluste bei Loans wären die Folge. Dieses Ungleichgewicht würde dann auch Auswirkungen auf die Bewertungen von Anleihen haben - da es in der Kapitalstruktur des Unternehmens bestimmte Bewertungsrelationen zwischen erstrangigen besicherten Positionen und unbesicherten Positionen gibt.

Zweitens: Publikumsfonds für amerikanische Bank Loans müssen auch liquidere Fremdkapitalinstrumente halten - beispielsweise High-Yield-Anleihen -, um bei Bedarf liquide zu sein und die Bedingungen für die ihnen zugesicherten Kredite erfüllen zu können. Bank Loans wurden in der Vergangenheit von Banken nämlich nicht als Sicherheit akzeptiert.

Falls amerikanische Bank-Loan-Publikumsfonds aufgrund von Anteilsscheinrückgaben zu Zwangsverkäufern werden, würden zunächst die liquideren High-Yield-Anleihen verkauft. Bei Bank Loans kann das Settlement nämlich bis zu zwei Wochen dauern. Auch das könnte Auswirkungen auf die aktuellen Bewertungen haben, ohne dass sich die Fundamentaldaten am amerikanischen High-Yield-Markt ändern. Zurzeit entfallen über 20% der Anlagen der Fonds der Morningstar-Vergleichsgruppe für amerikanische Bank-Loan-Publikumsfonds auf sonstige Aktiva, beispielsweise amerikanische High-Yield-Anleihen.²³

Risiken kennen, langfristig denken

Da alle risikobehafteten Assetklassen hoch bewertet sind, sollten sich Investoren die mögliche Kompensation der Risiken vor Augen führen - und wissen, dass die Risiken heute anders sein können als früher.

Dies sollte aber grundsätzlich nicht davon abhalten, in das Sub-Investmentgrade Anlageuniversum zu investieren. Die Analysen haben gezeigt, dass langfristige Anlagen in US-High-Yield einem Anlageportfolio nützen können. Wenn das Ende des Marktzyklus naht, könnten amerikanische High-Yield-Anleihen jene langfristigen Erträge bieten, die man sich in einem wechselvollen Umfeld wünscht.

²³ Stand 31. Oktober 2018. Angaben für die 66 Publikumsfonds der Morningstar-Vergleichsgruppe „US Bank Loans“ mit einem verwalteten Vermögen von 150 Milliarden US-Dollar. Quelle: Morningstar

Diese Informationen sind weder vollständig noch als Beratung zu verstehen. Wert und Ertrag von Anlagen können schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Wert und Ertrag von Anlagen können schwanken, so dass 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.
- Der Verkaufsprospekt und die Wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) nennen zusätzliche Risiken.
- Je nach Fonds können dazu auch die Risiken von Anlagen in Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen zählen. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, herausgegebene Dokument 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). Das Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren und bildet keine Grundlage für Privatanleger. Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Quellen 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. Sie sind weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.
© 2018 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. CR-332771 STR DE (DE AT)