

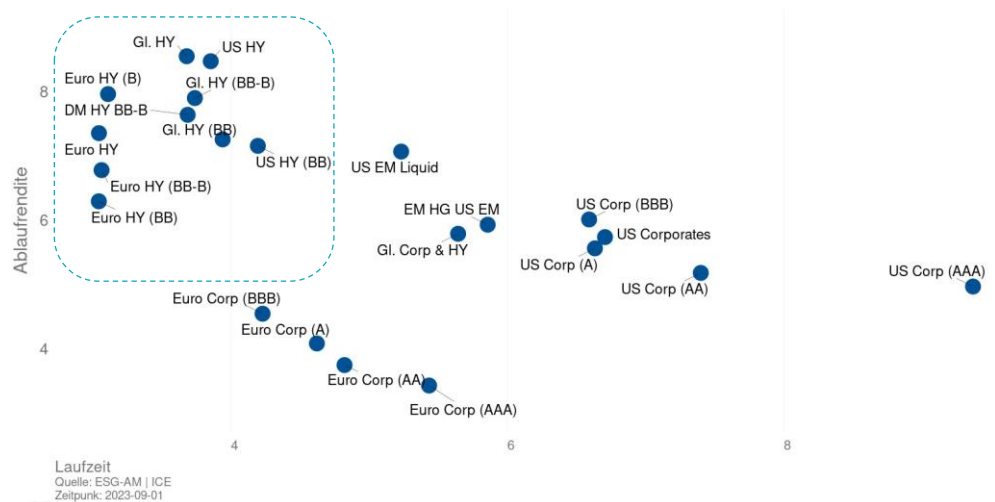
«Eine hohe und kontinuierliche Verzinsung ist nach wie vor ein valides Instrument, um sich gegen etwaige Verluste zu schützen.»

Robert Koch, CIO

## There Is No Alternative To Credit

- **Ablaufrenditen von Hochzinsanleihen auf attraktiven Niveaus**
- **Historisch kein negatives 5-Jahresergebnis bei aktuellen Renditen**
- **Hochzinsanleihen wieder echte Alternativen zu Aktien**

Ablaufrenditen im Überblick



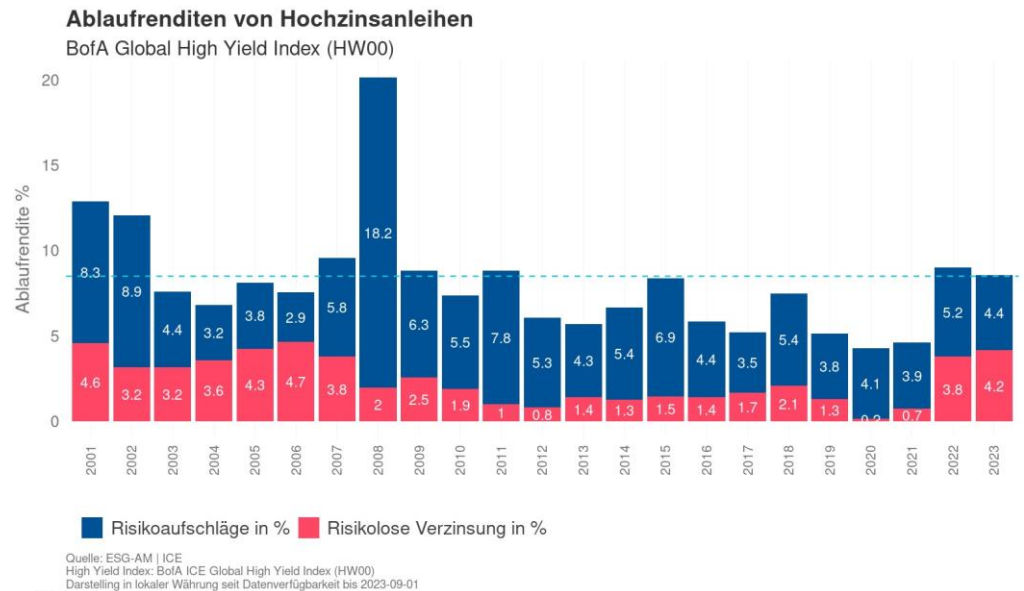
In dieser Ausgabe widmet sich unsere gesamte Aufmerksamkeit dem Thema Hochzinsanleihen. Angesichts des derzeitigen Renditepotenzials lohnt sich unserer Meinung nach ein genauerer Blick auf diese spannende Anlageklasse.

Hochzinsanleihen sind Anleihen mit einem Rating unter BBB-. Instrumente mit einem höheren Rating werden als Investment Grade bezeichnet. Das Rating bezieht sich auf die Ausfallwahrscheinlichkeit einer Anleihe. Je risikoreicher ein Papier eingestuft wird, desto höher auch die Risikoaufschläge, die auf diese Papiere gezahlt werden.

Risikoaufschläge (auch Spreads genannt) beschreibt die zusätzliche Rendite, welche Anleger im Vergleich zu risikofreien Anlagen wie Staatsanleihen mit ähnlicher Laufzeit erhalten, um Anleger für das höhere eingegangene Risiko zu entschädigen. Die gesamte Verzinsung, mit der der Anleger über die Laufzeit letztendlich kompensiert wird, wird Ablaufrendite bezeichnet. Diese setzt sich aus dem risikolosen Zins und dem Risikoaufschlag zusammen.

## Ablaufrenditen nach wie vor auf sehr attraktiven Niveaus

Aktuell rentieren die Risikoaufschläge von Hochzinsanleihen leicht unter ihrem langjährigen Durchschnitt. Angesichts des gegenwärtigen makroökonomischen Umfelds und einer erwarteten Ausfallsrate von 3.25% im nächsten Jahr erscheinen diese, unserer Meinung nach, als fair bewertet.



Nichtsdestotrotz könnte der Eindruck entstehen, dass die Risikoaufschläge deutlich höher rentieren müssten, angesichts einer drohenden wirtschaftlichen Abschwächung. Dieses Argument mag auf den ersten Blick nachvollziehbar sein, vernachlässigt jedoch einen entscheidenden Aspekt: Die Gesamterträge, die der Investor erhält, setzt sich aus dem risikolosen Zinssatz und dem Risikoaufschlag zusammen. Die sogenannte Ablaufrendite, welche in der Niedrigzinsphase eine etwas untergeordnete Rolle spielte, befindet sich aktuell mit rund 8.6% auf sehr attraktiven Niveaus. Diese hohen Ablaufrenditen, erklären auch warum globale Hochzinsanleihen (gemessen am HW00) dieses Jahr um fast 5% (währungsgesichert in Euro) zulegen konnten, obwohl die Risikoaufschläge sich lediglich um ca. 100 Basispunkte einengten.

Die Ursache für diese Entwicklung liegt in der strafferen Geldpolitik der Zentralbanken, die zu einem deutlichen und spürbaren Anstieg der risikofreien Zinssätze geführt hat. Diese Entwicklung resultiert nicht nur in höheren Kreditkosten für private Haushalte, sondern auch für Unternehmen, die nun tiefer in die Tasche greifen müssen, um sich am Kapitalmarkt zu refinanzieren.

Somit bieten Hochzinsanleihen nach wie vor Renditen wie selten zuvor – zumindest auf dem Papier. Letztendlich ist jedoch allein entscheidend, ob die jeweiligen Unternehmen ihre Zinsen bei Fälligkeit auch zurückzahlen können.

Auf Grund der hohen laufenden Verzinsung sowie unter Berücksichtigung einer etwaigen abnehmenden Wachstumsdynamik, schätzen wir vor allem Unternehmensanleihen ohne «Emerging Markets» aus dem Bereich BB-B als aktuell sehr attraktiv ein. Die Vermeidung von hoch überschuldeten Unternehmen aus dem CCC-Segment trägt einer drohenden Wirtschaftsabschwung Rechnung. Der reine Fokus auf Industrieländer sorgt

für ein starkes rechtliches Durchgriffsrecht im etwaigen Konkursfall und man wappnet ausserdem langfristig gegen weitere geopolitischen Verwerfungen.

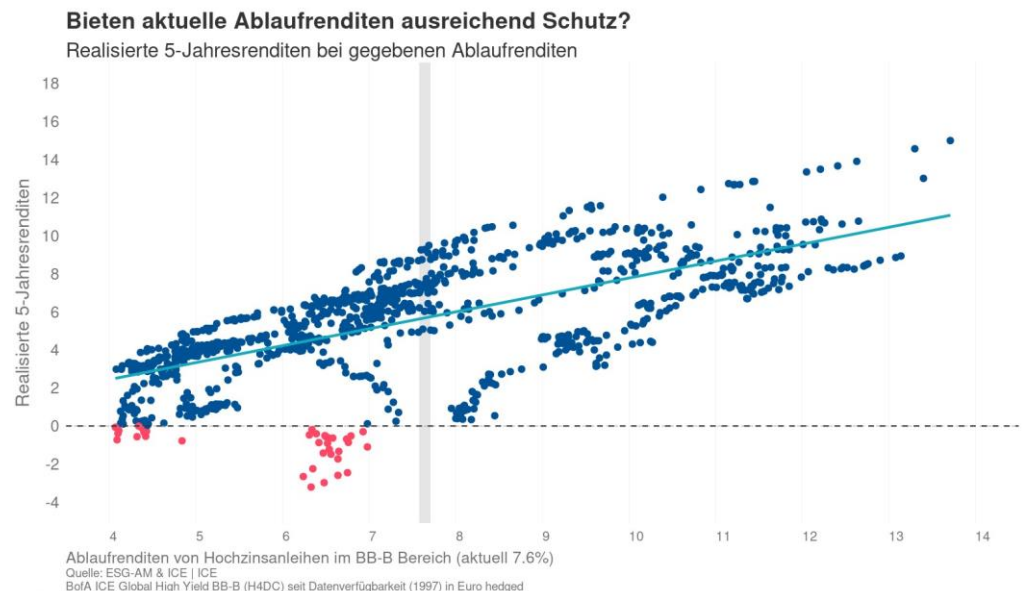
Vergleicht man die Ablaufrenditen vom Gesamtmarkt mit jenen ohne CCC und «Emerging Markets», so muss man lediglich mit einem Abschlag von 0.9% rechnen, wird aber im Gegenzug nach wie vor mit einer attraktiven 7.6% Rendite belohnt.

### Mögliche Rezession als Damoklesschwert für Hochzinsanleihen?

Seit Anfang 2022 wurde in den USA der Zinssatz 11x und in Europa 9x erhöht. Die restriktive Geldpolitik der Zentralbanken hat zwar zu einem Rückgang der Headline Inflation geführt, aber ein rasches Abkühlen der Kerninflation ist vorerst nicht in Sicht. Diese Entwicklung war vorhersehbar und die Gründe dafür wurden bereits letztes Jahr ausführlich in unseren Reports dargelegt.

Wichtiger jedoch ist, dass die Zentralbanker, insbesondere Jerome Powell, unmissverständlich und wiederholt zum Ausdruck gebracht haben gegen die hartnäckige Kerninflation vorzugehen. Unabhängig davon, ob dies ein starkes Abkühlen der Wirtschaft zur Folge hätte. Obwohl es nun erste Anzeichen einer Abschwächung gibt, verläuft die «Muddling-Through-Strategie» der Zentralbanken nach wie vor recht erfolgreich.

Nichtsdestotrotz hätte ein unvorhersehbarer starker Abschwung der Konjunktur zur Folge, dass die Risikoaufschläge als auch die Ausfallswahrscheinlichkeit von Hochzinsanleihen deutlich ansteigen würden. Dies würde naturgemäß zu stärkeren Kapitalverlusten führen, denen die laufenden Erträge aus den Zinseinnahmen sowie Gewinne basierend auf etwaigen Zinssenkungen gegenüberstehen würden.



Die essenzielle Frage, die sich nun aufwirft, lautet: Werden Investoren im derzeitigen Umfeld angemessen für das eingegangene Risiko kompensiert? Oder anders ausgedrückt, bietet die aktuelle Ablaufrendite genügend Schutz nach unten im Falle einer schweren wirtschaftlichen Abkühlung?

Da niemand voraussagen kann, ob und in welcher Form eine Rezession in naher Zukunft eintreten wird, und wie sich dabei die Risikoaufschläge entwickeln werden, lohnt sich ein Blick in die Vergangenheit.

Die obenstehende Grafik veranschaulicht die historischen Ablaufrenditen von Hochzinsanleihen aus Industrieländern im BB-B-Bereich, dargestellt auf der x-Achse. Die y-Achse zeigt die historischen annualisierten 5-Jahresrenditen (währungsgesichert in EUR), die bei der jeweiligen Ablaufrendite im Nachhinein erzielt wurde. Negative 5-Jahresrendite sind in Rot dargestellt, wohingegen die aktuelle Ablaufrendite von 7.6% in Grau hinterlegt ist. Die gerade Line beschreibt die Regressionsgerade, welche den Zusammenhang zwischen den Werten der x- und y-Achse aufzeigt.

Wie sehr schön zu erkennen ist, besteht ein klarer Zusammenhang zwischen realisierten und offerierten Renditen. Je höher die Ablaufrenditen, desto höher waren tendenziell die realisierte 5-Jahresrenditen.

Die Regressionsgerade zeigt, dass historisch betrachtet bei aktuellen Ablaufrenditen von 7.6% im Schnitt eine Rendite von etwa 6% (währungsgesichert in Euro) erwirtschaftet werden konnte. Bemerkenswert ist, dass der Großteil der realisierten Renditen deutlich über diesen Schwellenwert lag, da die Regressionsgerade von wenigen niedrigen Renditen nach unten beeinflusst wurde. Diese niedrigen Renditen waren zum Teil das Ergebnis von zwei langen und schweren Rezessionen ausgelöst durch die Finanz- und Dot-Com-Krise.

Obwohl diese Krisen signifikant auf die Renditen drückten, gab es historisch betrachtet kein einziges negatives 5-Jahresergebnis bei Ablaufrenditen über 7.5%. Dies zeigt recht anschaulich, dass eine hohe und kontinuierliche Verzinsung nach wie vor ein valides Instrument darstellt, um sich gegen etwaige Verluste zu schützen.

### **Hochzinsanleihen als starke Konkurrenz für Aktien?**

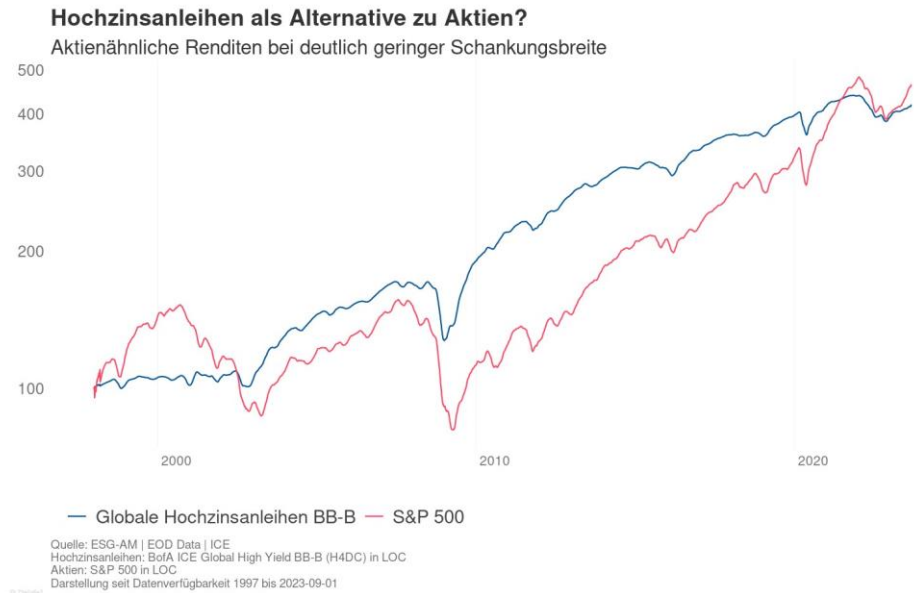
Aktien hatten einen fulminanten Start in das Jahr, wobei insbesondere eine Handvoll Werte im Technologiebereich davon am meisten profitieren konnten. Das aktuelle KGV des S&P 500 rentiert leicht über dem langfristigen Durchschnitt. Somit erscheinen auch Aktien auf den ersten Blick als fair bewertet.

Nichtsdestotrotz stellt sich auch hier die Frage, ob diese Bewertung in Hinblick auf eine etwaige wirtschaftliche Abkühlung gerechtfertigt ist. Das jahrelange Mantra des «There Is No Alternative» hat dazu geführt, dass Aktien oftmals als alternativlos angesehen werden.

Was gerne übersehen wird ist, dass Hochzinsanleihen historisch betrachtet, ebenfalls aktienähnliche Renditen erwirtschaften konnten.

Abgesehen von einigen mageren Jahren im Niedrigzinsumfeld, wiesen Hochzinsanleihen stets Ablaufrenditen zwischen 5% und 7% auf. Interessanterweise entspricht diese Rendite in etwa auch den langfristigen Ertragsersparungen von Aktien. Jedoch mit dem Unterschied, dass diese Rendite am Ende der Laufzeit auch realisiert werden kann.

Ein weiterer bedeutender Vorteil gegenüber Aktien zeigt sich im Stressverhalten. Wie unten im Chart deutlich zu erkennen ist, haben Hochzinsanleihen in Stressphasen erheblich weniger an Wert verloren als Aktien.



Der Grund für dieses Verhalten erklärt sich durch die Eigenschaften einer Anleihe. Während Aktionäre im Falle einer Insolvenz leer ausgehen, wird bei Anleihen ein stets ein Recovery Wert eingepreist. Bei Hochzinsanleihen beträgt dieser in der Regel zwischen 25 und 40 Prozent und sorgt ab einen gewissen Punkt dafür, dass sich der Preis der Anleihe im Vergleich zu Aktien stabilisiert.

Angesichts der unsicheren makroökonomischen Lage spricht auch in diesem Fall einiges dafür, Hochzinsanleihen den Vorzug gegenüber Aktien zu geben. Insbesondere, wenn ein Unternehmen sowohl Aktien als auch Hochzinsanleihen am Kapitalmarkt ausstehend hat.

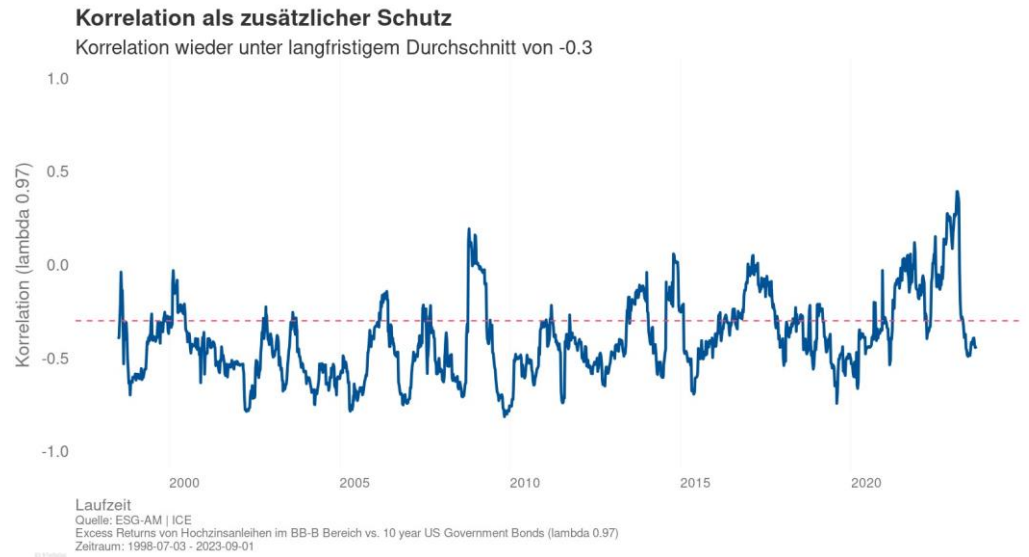
### **Negative Korrelation als zusätzlicher Schutz für «Time in The Market»**

Ein weiterer Vorteil von Hochzinsanleihen gegenüber Aktien ist die tiefe Volatilität, die teilweise aus der negativen Korrelation zwischen dem «risikofreien» Zins und den Prämien für das Eingehen von Kreditrisiken resultiert.

Zwar dreht die Korrelation bei starker Inflationsentwicklung oftmals in Positive, jedoch signalisieren steigende Zinsen in der Regel ein verbessertes makroökonomisches Umfeld. Dadurch werden Kursverluste im Zinsbereich durch sich einengende Risikoaufschläge kompensiert. Auf der anderen Seite würde eine stärkere Abschwächung der Wirtschaft mit fallenden Zinsen einher gehen, welche bei aktuellen Niveaus einen sehr hohen Risikopuffer aufweisen.

Nach einem starken Anstieg der Korrelation im Jahr 2022, ist diese nun leicht unter ihrem langfristigen Durchschnitt von -0.3 zurückgekehrt und erreichte somit den tiefsten Wert seit 2021.

Wichtiger jedoch ist, dass eine negative Korrelation ein sehr effizientes Abschöpfen der Kreditprämien ermöglicht. Letztendlich geht es bei Hochzinsanleihen stets um «Time in The Market» und nicht um «Timing The Market» um von der laufenden Rendite profitieren zu können.



### Fazit: Attraktive Chance-Risiko-Verhältnis im aktuellen Umfeld

Hochverzinsliche Unternehmensanleihen aus dem BB-B-Bereich ohne "Emerging Markets" präsentieren sich angesichts der derzeitigen Marktlage als äußerst vielversprechende Anlageklasse. Die attraktiven Ablaufrenditen verbunden mit einer geringeren Ausfallswahrscheinlichkeit im Vergleich zum Gesamtmarkt, bieten Investoren ein ansprechendes Renditepotenzial bei gleichzeitig hohen Schutz nach unten.

Diese Eigenschaften haben auch in der Vergangenheit dafür gesorgt, dass diese Anlageklasse trotz starken Wirtschaftsabschwüngen in der Regel solide Erträge erzielen konnte. Gerade im aktuellen Umfeld bieten Hochzinsanleihen somit nicht nur anleiheorientierten Investoren ein interessantes Auszahlungsprofil an.

**Autor:**

Robert C. Koch  
Chief Investment Officer  
ESG-AM

**Disclaimer:**

This message (and any attachments) is for the addressee's use only and may contain confidential, proprietary, or legally privileged information. No confidentiality or privilege is waived or lost by any mistransmission. If you are not the intended recipient, any direct or indirect use, disclosure, printing, copying or distribution of this message or of the parties to it is prohibited and may be unlawful. Please notify the sender urgently and delete the message and any copies (including hardcopies) of it immediately. There are risks in communicating by e-mail. E-mail is susceptible to data corruption, delay, interception, and unauthorized amendment. Whilst all adequate care has been taken, ESG-AM AG does not accept responsibility or liability as to the completeness or accuracy of the information and for any damages resulting from e-mail use. ESG-AM AG reserves the right to monitor and save all email communication through their networks. Any views expressed in this message are those of the individual sender, except where the message states otherwise and the sender is authorized to state them to be the views of ESG-AM AG. The information provided does not constitute an, and is not provided in relation to any, offer or solicitation to buy or sell any security, currency, investment fund or other product, service, or information to anyone in any jurisdiction in which an offer or solicitation is not authorized or cannot legally be made or to any person to whom it is unlawful to make an offer or solicitation.