

SIGLO Timeout Nr. 12

Szenarien für Short Duration HY Anleihen

Zusammenfassung

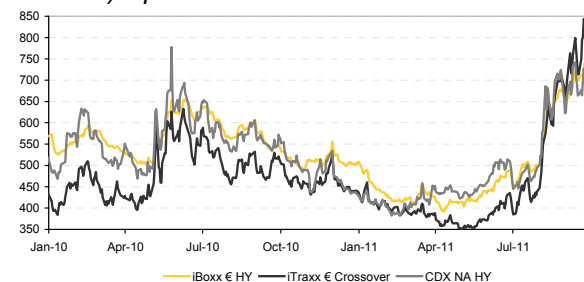
Die Popularität von High Yield Anleihen unter Schweizer Anlegern ist begrenzt, werden sie doch vielfach als schlechte Kopie einer Aktienanlage "abgestempelt". Auf den ersten Blick untermauern die hohen Korrelationen zwischen Renditen von High Yield Anleihen und Aktien dieses Vorurteil. Daher finden HY Anleihen in klassischen Portfolio Allokations-Empfehlungen kaum Berücksichtigung. Orientiert man sich hingegen am heutigen risikoadjustierten Renditepotenzial sowie an möglichen zukünftigen makro-ökonomischen Szenarien, wird klar, dass Short Duration High Yield Anleihen, d.h. solche mit kurzer Duration, eine interessante Anlage im Portfolio darstellen. In diesem Timeout beschreiben wir denkbare HY-freundliche Makroszenarien, deren Eintrittswahrscheinlichkeiten wir durchaus als realistisch einschätzen.

Einführung

Unter dem Begriff "High Yield" (HY) werden Anleihen zusammengefasst, deren Rating unter Investment Grade, d.h. unter BBB- liegt. Die Ratingagenturen äussern folglich Bedenken über die Bonität und die Solvenz der Emittenten. Entsprechend zeichnen sich HY Anleihen oft durch einen hohen Coupon aus, den Anleger als Risikoprämie fordern. Tatsächlich weisen sie im Schnitt auch ein höheres Rückzahlungs- bzw. Kreditrisiko auf (siehe SIGLO Timeout 9 zu Kreditrisiko), während Zinsrisiken weniger relevant sind.

Aktuell liegen Risiko-Aufschläge (Spreads) globaler HY Anleihen gegenüber theoretisch risikolosen Staatsanleihen bei rund 700 bis 850 Bps, wie Grafik 1 verdeutlicht. Ebenfalls fällt auf, dass sich die Spreads über die letzten Wochen ausgeweitet haben. So liegen HY Spreads über dem langzeit Mittel von rund 500 Bps p.a., aber weit unter den Gipfeln (je nach Index) von rund 2000 Bps.

Grafik 1) Spreads auf HY Anleihen

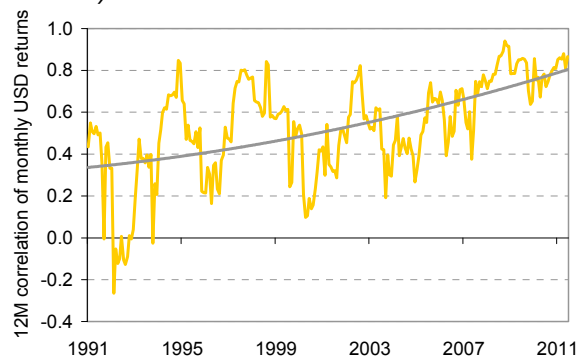


Source: Bloomberg, MarkIt, Commerzbank Corporates & Markets

Vor den pro Argumenten rekapitulieren wir einige vielzitierte "Cons" gegen HY Anleihen.

Basierend auf Robert Merton's Theorie wird argumentiert, dass HY Anlagen durch eine Kombination von Aktien (bzw. Optionen) und risikolosen Anlagen replizierbar sind und man deshalb lieber direkt in Aktien anlegt. Die aktuellen Korrelationen zwischen Aktien und HY Anleihen untermauern diese These, wie Grafik 2 zeigt. Tatsächlich liegt die Korrelation Mitte September 2011 bei rund 0.8 und HY Titel wie auch Aktien büssten seit Anfang August 2011 massiv an Wert ein.

Grafik 2) Aktien und US HY Korrelation



Source: Bloomberg, MarkIt, Commerzbank Corporates & Markets

In diesen Betrachtungen gehen jedoch drei Aspekte vergessen. 1) ist die Korrelation ein lineares Mass, 2) ist das Payoff Profil von HY im Gegensatz zu Aktien nicht linear und 3) basiert Merton's Replikation auf korrekten Bewertungen der gesamten Kapitalstruktur einer Firma und ist agnostisch in Bezug auf die vorherrschende wirtschaftliche Situation. Unter Berücksichtigung dieser drei Aspekte stellen wir in der Folge konkrete makro-ökonomische Szenarien vor, in welchen HY Anleihen attraktive Renditen erzielen können aber Aktien höchst riskant erscheinen.

Renditequellen

Die Renditen von Aktien hängen vereinfacht vom Erfolg einer Firma sowie vom Marktwachstum ab. Aktien haben lineare Payoff Profile, da sie am Wachstum partizipieren und am untersten Ende der Kapitalstruktur stehen. Ihre Dividende (oder andere Formen der Gewinnverteilung) sind variabel und vom Geschäftsgang bestimmt. Das Hauptrisiko der Aktien liegt folglich in der (erwarteten) Entwicklung der Aktienmärkte und natürlich in der Entwicklung der Firma selbst. Der Zeithorizont von Aktienanlagen ist zwar von der Anlagestrategie abhängig und stets subjektiv aber wohl in den wenigsten Fällen genau auf einen bestimmten Termin fixiert.

HY Anleihen weisen hingegen ein geknicktes Payoff Profil auf und sitzen mitten in der Kapitalstruktur. Die im Voraus via Coupon fixierten Erträge werden weitgehend von der Solvenz des Emittenten beeinflusst. Solange in einer Firma flüssige Mittel verfügbar sind, wird eine Anleihe bedient, egal ob die Firma oder der Aktienmarkt Erfolg hat oder nicht. Daher ist der Zeithorizont der HY Investition (anders als bei Aktien) auf den Rückzahlungstermin der Anleihen fixiert. Daraus folgt, dass sich die Visibilität und Prognosequalität mit kürzerer Laufzeit der Anleihen erhöhen. Deshalb sind gerade in unsicheren Zeiten Short Duration HY Anleihen attraktiv. Das Hauptrisiko dieser HY Titel bleibt so nämlich in der Bilanz der Firma und der Geschäftsgang spielt nur eine Nebenrolle, solange keine unmittelbare Pleite droht.

Wie bereits im Timeout 9 gezeigt, lag die kumulierte historische Ausfallquote von BB und B Unternehmensanleihen im Schnitt über die letzten 40 Jahre bei einem Anlagehorizont von 2 Jahren bei 3.3% respektive 10.9%. Auf deutsch: von hundert BB HY Anleihen gehen in den nächsten 2 Jahren im Schnitt gut 3 Pleite. Erstaunlicherweise lag diese Quote auch für die allseits beliebten BBB Investment Grade Anleihen bei 3.3%. Die Risikoprämie von BBB ist also zu tief, oder diejenige von BB zu hoch. Dies spricht gegen die "Investment Grade Treue" vieler Anleger und gegen die Prognosefähigkeiten der Ratingagenturen. Aktuell liegt die Ausfallquote von HY Anleihen sogar unter 2%.

Fiktive Szenarien für HY Anleihen

Basierend auf diesen Fakten und den Payoff Profilen von Aktien und HY Anleihen, können wir uns zukünftige Szenarien ausmalen, in denen Firmen gerade noch genügend Cash erwirtschaften, um fällige Coupons der HY Anleihen mittelfristig zu zahlen, aber für den Aktionär kaum etwas übrig bleibt. Ob diese Firmen langfristig überleben, dürfte Käufer von Short Duration HY Anleihen im Gegensatz zu den Aktionären nicht kümmern. Die Renditen von Aktien und HY Anleihen würden sich so für geduldige HY Investoren, die auf die Rückzahlung warten, entkoppeln. Der Aktienmarkt dürfte nämlich erkennen, dass die langfristigen Aussichten der Firmen schlecht sind, weshalb Aktienkurse fallen oder tief bleiben. Die Investoren in Short Duration HY Anleihen setzen hingegen nur darauf, dass in den Firmen kurzfristig genug Mittel für Coupons und für die Rückzahlung des Nominalwerts vorhanden sein werden.

Ein konkretes Zahlenbeispiel unterstreicht die Attraktivität von HY Anleihen in diesen Szenarien. Bei kurzfristigen risikolosen Zinsen von Null liegt die Yield-to-Maturity durchschnittlicher HY Anleihen bei gut 6.5% p.a. Bei einer Ausfallquote von rund 3% über zwei Jahre ergibt sich eine erwartete Rendite von 5% p.a. (3 Titel sind totale Abschreiber und 97 erzielen die Yield-to-Maturity von 6.5% p.a.). Auch wenn die Ausfallraten der HY Anleihen plötzlich über das historische Mittel ansteigen sollten, sind immer noch gute einstellige Renditen drin. Selbst wenn die täglichen mark-to-market Bewertungen von HY Titeln abstürzen (was die hohe Korrelation mit Aktien verursachte) und zweistellige Ausfallraten implizieren, während gleichzeitig die Liquidität am Markt austrocknet, besteht kein Grund zur Panik. Solange ein Anleger nicht zum Verkauf gezwungen ist und Verluste realisieren muss, kann er die Titel einfach bis Maturität halten, was im Fall von Short Duration HY Anleihen zwischen 6 und 18 Monaten erfordert.

Könnten solche Umstände in naher Zukunft eintreten? Denkbar wärs auf jeden Fall, denn einige der obigen Annahmen widerspiegeln aktuelle Realitäten auf Finanzmärkten relativ gut, wie der folgende Abschnitt erläutert.

Aktuelle Makroökonomische Betrachtung

Die Unsicherheit über das künftige Wirtschaftswachstum und damit über die faire Bewertung von Anlagen ist heute sehr hoch. Schlittert die Welt in die globale Rezession? Inflationsprobleme in den BRIC Staaten, Arbeitslose und stagnierender Konsum in den USA, politische Patts in der Westlichen Welt und natürlich globale Schuldenberge... ...oder stehen wir am Anfang eines Bullenmarktes? Tiefe PE-Ratios, hohe Margen, demographische Chancen in den Emerging Markets und tiefe, ja real negative Zinsen, welche die Wirtschaft ankurbeln (sollten)... ...oder aber dümpeln die Wirtschaft und die Kurse noch weiter bei hoher Volatilität vor sich hin (John Mauldin spricht in dem Zusammenhang oft von "Muddle Through")? Es gibt für alle 3 Ansichten gute Argumente.

Zudem ist die politische Einflussnahme auf die Wirtschaft ungewöhnlich hoch und vielerorts werden individuelle und konträre Interessen verfolgt und kommuniziert. Die wirtschaftlichen Konsequenzen davon sind heute kaum prognostizierbar, was das Vertrauen in globale Aktienmärkte trübt. So überrascht die Verunsicherung der Anleger kaum. Der VIX erreicht hohe Levels, der Skew auf Put-Optionen ist zweistellig, die Korrelationen riskanter Anlagen (z.B. Aktien, Commodities, REITs, HY Anleihen) bei 0.9 und die Tagesvolatilität vieler Märkte kaum nachvollziehbar. Prognosen und Analysen sowohl für Aktien und Indizes als auch für das globale Wirtschaftswachstum selbst werden zur echten Herausforderung.

Vor diesem Hintergrund wirken direktionale Empfehlungen für die Aktienmärkte in der kurzen Frist sehr binär (entweder top oder flop). Übereifrige Zukäufe sind kurzfristig nur für mutige und nicht-pfadabhängige Anleger mit langem Atem. Panische Verkäufe bei entstandenen Verlusten erscheinen uns aber auch verfehlt. Die hohe Unsicherheit schafft deshalb eine Ausgangslage, die leicht in die beschriebenen, HY-freundlichen Szenarien mit tiefen aber ausreichenden Cashflows münden kann. Natürlich ist auch für HY Titel die makroökonomische Situation unklar aber wenigstens sind die Einflussfaktoren zur Beurteilung der Erträge von HY Anleihen bzw.

der Rückzahlungsfähigkeit von Emittenten weniger komplex, weniger binär und nicht politisch. Deshalb wetten wir trotz genialen Replikationsideen der eingangs genannten Nobelpreisträgern im aktuellen Umfeld noch nicht auf Aktienoptionen. Gleichzeitig sind Bilanzen zahlreicher Firmen solide, Cashbestände hoch, die kurzfristige Finanzierung gesichert und die sogenannte "Wall of Maturity" erst 2013 bis 2015 ein Thema. So rechnen wir bei gut sortierten HY Portfolios bei den meisten denkbaren Makroszenarien mit tiefen Ausfallquoten und entsprechend attraktiven risikoadjustierten Renditen.

Die Unsicherheit offenbart sich auch darin, dass die Meinungen und Positionen erfahrener Manager in riskanten Anlagen weit auseinander liegen, aber nur wenige ihre Ansicht mit aggressiven Positionen äussern. Einige halten sogar mehr als 60% Cash. Dies ganz im Sinn von Andrei Shleifer's Meisterwerk "*Limits of Arbitrage*", wonach es sich für Manager nicht lohnt, ihr Business für ihre Überzeugung zu risikieren. Daher investieren zahlreiche Funds in diversifizierte HY Portfolios mit Yields-to-Maturity von 8% bis 15%. Die Manager ersetzen zudem die Anleihen krisengeschüttelter Länder oft mit HY Titeln und argumentieren, dass ausgewählte Titel von solide finanzierten BB oder B Firmen mit Laufzeiten um 6 bis 18 Monate trotz Unsicherheit in naher Zukunft nicht riskanter sind als gewisse staatliche Titel. Zugleich bieten sie hohe risikoadjustierte Renditen, was bei vielen Aktien aufgrund der binären Ausgangslage nicht der Fall ist.

Wer also künftige Firmenpleiten geschickt umschiffet und etwas Geduld hat, um nicht im dümmsten Moment in Verkaufsnöte zu geraten, darf von einem HY Portfolio hohe einstellige bzw. bei guter Selektion sogar zweistellige Renditen pro Jahr erwarten. Dies dürfte zwar bei einer (kaum planbaren) kräftigen wirtschaftlichen Erholung hinter den Renditen von Aktien bleiben. Tendieren Aktien aber seitwärts oder verlieren erneut an Wert, bieten Short Duration HY Anleihen ein attraktives Anlageprofil. Darum warnen wir vor den negativen Vorurteilen gegen HY Anleihen und legen dafür eine pragmatische Integration in das Gesamtportfolio nahe.