



Marktkommentar

Von Juni 2022

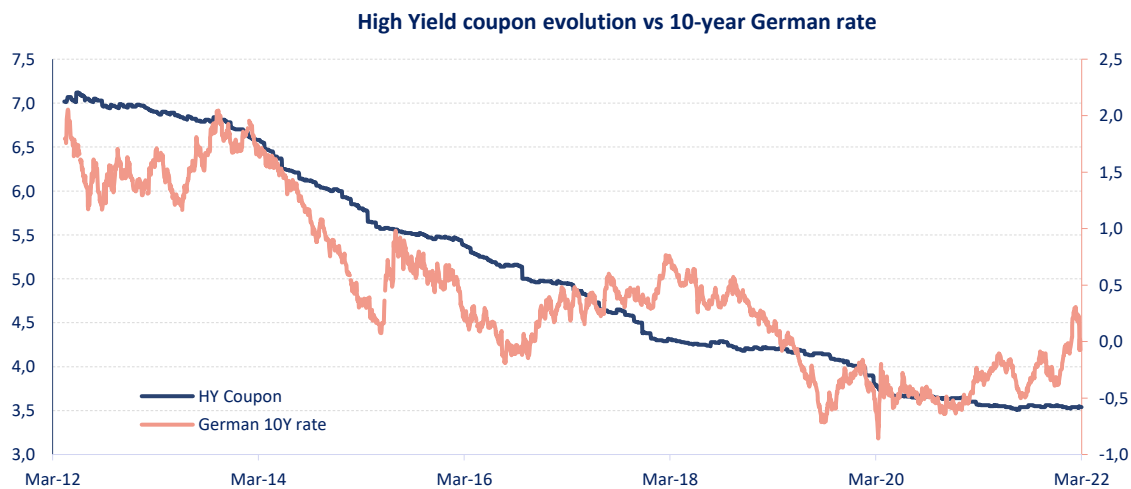
Verringern steigende Zinsen das Call-Risiko?

Von Akram Gharbi, Head of High Yield Investment, La Française AM

Im aktuellen Umfeld steigender Zinsen erscheinen vorzeitige Rückkäufe oder „Calls“, die in den vergangenen Jahren ein erheblicher Risikofaktor für High-Yield-Strategien mit Ziellaufzeit waren, heute weniger riskant, und wir erklären warum.

ZUR ERINNERUNG

Bis Ende 2021 haben die stark gesunkenen Zinssätze in Europa und den USA – dank einer sehr lockeren Geldpolitik und verbunden mit einer erheblichen Verengung der Kreditrisikoprämien – die vorzeitigen Rückkäufe von Hochzinsanleihen und Anleihen privater Emittenten deutlich beschleunigt („Calls“). Viele der Unternehmen haben diese außergewöhnliche Situation genutzt, um ihre Bilanzen zu optimieren und ihre Anleihen zu günstigen Konditionen zu refinanzieren (niedrigere Kupons und längere Laufzeiten). Der durchschnittliche Kupon europäischer Hochzinsanleihen hat sich in den letzten zehn Jahren von 7 % Ende 2013 auf 3,5 % Ende 2021 halbiert. Dies ist insbesondere auf den starken Rückgang der Zinssätze zurückzuführen (siehe Schaubild 1).



Quelle: La Française AM, eigene Darstellung



MECHANISMUS DES VORZEITIGEN RÜCKKAUFS VON ANLEIHEN („CALLS“)

Das High-Yield-Universum besteht hauptsächlich (75 %) aus Anleihen, die nach dem Ermessen des Emittenten ein vorzeitiges Kündigungsrecht („Call“) haben. Der Emittent wird dazu ermutigt, diese Option zu nutzen, wenn der Zinssatz, den er auf den Anleihemärkten erzielen kann, niedriger ist als der Kupon seiner ursprünglichen Schuld (wie ein Haushalt, der seine Hypothek refinanziert).

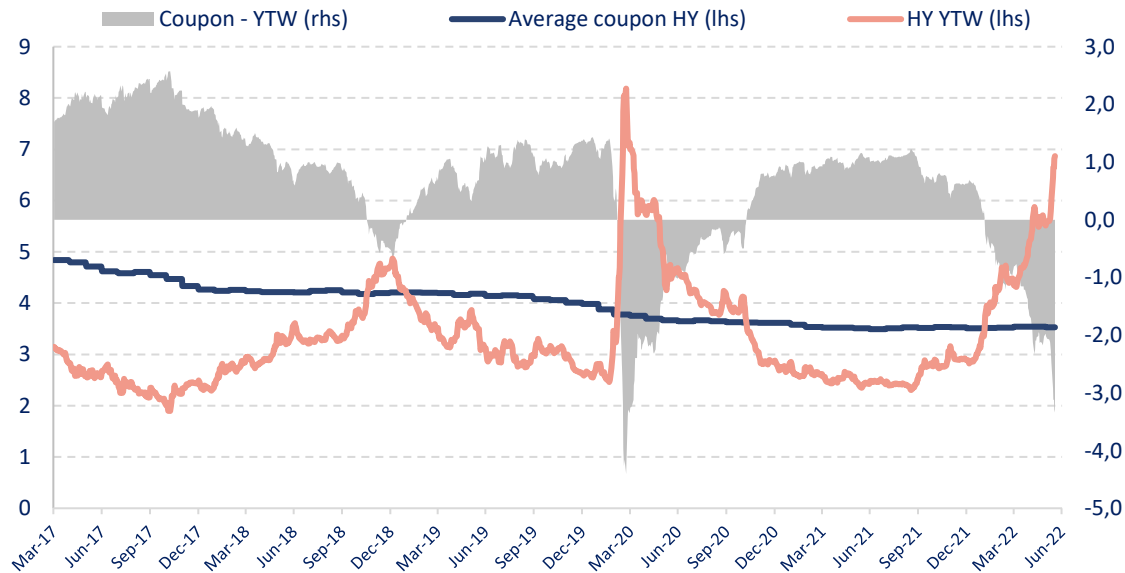
Dadurch steigen (sinken) die vorzeitigen Rückkäufe:

- Wenn die Zinssätze sinken (steigen)
- und/oder wenn sich die Kreditrisikoprämien verengen (Spread).

Die nachstehende Grafik vergleicht den durchschnittlichen Kupon der ausstehenden Schuldtitel (blaue Kurve) von High-Yield-Emittenten mit der Rendite, zu der sich dieselben Emittenten auf dem Sekundärmarkt refinanzieren können (orangefarbene Kurve).

Von März 2017 bis Ende 2021 lagen die Finanzierungskosten der Emittenten am Markt (gemessen am YTW (Yield-To-Worst)) mit Ausnahme eines kurzen Zeitraums 2018 und 2020, der von der Corona-Krise geprägt war, um 100 oder sogar 200 Basispunkte unter dem durchschnittlichen Kupon ihrer ausstehenden Schulden. Diese Spanne ermöglichte es den Unternehmen, ihre Schulden zu tilgen und neue Anleihen zu attraktiveren Bedingungen zu begeben. Dieser Parameter war in diesen fünf Jahren sehr nachteilig für High-Yield-Ziellaufzeitfonds.

Die Situation hat sich seit Anfang 2022 geändert und wird deutlich ungünstiger, da die Kosten für die Schulden auf dem Markt jetzt 300 Basispunkte höher sind als die ursprünglichen Kosten. Vorzeitige Rückkäufe werden nicht mehr ausgeübt, und wir glauben, dass diese Entwicklung allein aufgrund der Gesundheitskrise dauerhafter sein wird als im März 2020. Die Gründe dafür sind unserer Ansicht nach heute vor allem fundamentaler Natur: höhere Zinssätze aufgrund eines inflationären Umfelds und höhere Kreditrisikoprämien aufgrund einer möglichen Konjunkturabschwächung.



Quelle: La Française AM, eigene Darstellung

Wir sind der Meinung, dass Fonds, die in High-Yield-Anleihen investieren, und insbesondere Ziellaufzeitfonds nicht mehr oder nur noch in wesentlich geringerem Maße von vorzeitigen Rückzahlungen betroffen sein dürften.

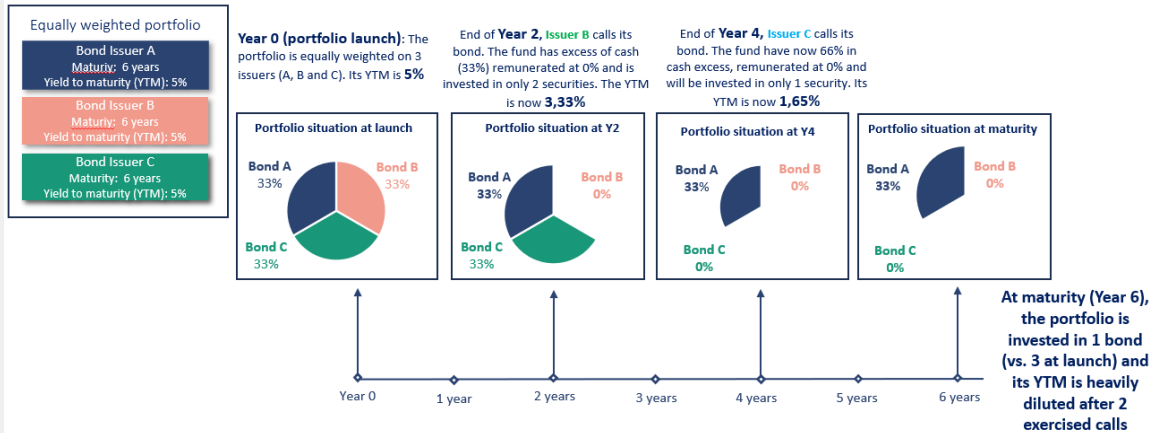
WIE WIRKEN SICH VORZEITIGE RÜCKKÄUFE AUF FONDS MIT ZIELFÄLLIGKEIT AUS?

Einerseits sind vorzeitige Rücknahmen für die Emittenten ein guter Managementgrundsatz, da sie ihre bestehenden Schulden durch neue Schulden ersetzen, deren Kupons niedriger sind als die der vorherigen Schulden. Andererseits wirken sie sich ungünstig auf die Performance des Fonds bei Fälligkeit aus. Die Rendite des Fonds wird nämlich unter der Annahme berechnet, dass die Anleihen bis zur Fälligkeit gehalten werden. Wenn eine Anleihe vorzeitig zurückgenommen wird und der Emittent uns eine Anleihe mit einem niedrigeren Kupon anbietet, wird die Rendite des Fonds nach unten korrigiert. Bedenken Sie, dass Zielfonds (aufgrund der Beschränkung auf die Endfälligkeit) im Gegensatz zu offenen Kreditfonds oft nicht in der Lage sind, ihr Exposure in neue Anleihen zu „verschieben“.

Veranschaulichen wir diese Situation anhand eines konkreten Beispiels eines fiktiven 6-jährigen Ziellaufzeitfonds. Der Fonds ist anfangs zu gleichen Teilen in drei Anleihen (A, B, C) mit einer Laufzeit von sechs Jahren und einer Rendite bis zur Fälligkeit von 5 % für jede Anleihe investiert. Somit beträgt die technische Rendite des Portfolios bei seiner Auflegung 5 %.



CALLS IMPACT ILLUSTRATION



Quelle: La Française AM, eigene Darstellung

Nehmen wir an, dass Emittent „B“ nach zwei Jahren seine Anleihe mit einem Kupon von 5 % vorzeitig zurückzahlt, weil er von günstigeren Refinanzierungsbedingungen profitieren kann. In diesem Fall stehen dem Fondsmanager vier Optionen zur Verfügung:

- Er kann die aus der Rückzahlung erhaltenen Barmittel behalten. Dies bedeutet eine Verwässerung der Fälligkeitsrendite, da die Barmittel mit 0 % gegenüber einer Rendite von 5 % für den Kauf der Anleihe „B“ vergütet werden. Die durchschnittliche Rendite bis zur Fälligkeit des Portfolios sinkt somit auf 3,33 % im Jahr 2 gegenüber 5 % zu Beginn.
- Er kann das aus der Rückzahlung erhaltene Geld in eine neue Anleihe zu den aktuellen Marktbedingungen (z. B. zu 3 %) investieren. Das Risiko des Portfolios wird nicht beeinflusst, wohl aber die Rendite. Die durchschnittliche Rendite bis zur Fälligkeit des Portfolios beträgt nun 4,3 %.
- Er kann das Geld, das er durch die Kündigung erhalten hat, in die verbleibenden Anleihen (A und C) investieren. Die Rendite des Portfolios wird nicht beeinträchtigt, wohl aber das Risiko, da die Transaktion die Konzentration des Portfolios erhöht, was im Falle eines Ausfalls bei A- und/oder C-Emittenten zu erheblichen Verlusten führt.
- Er kann das Geld aus dem Rückkauf in eine risikoreichere Anleihe, die einen Kupon von 5 % bietet, der mit dem der ursprünglichen Investition vergleichbar ist, investieren. Die Rendite wird dadurch nicht geschmälert, wohl aber das Risiko.

Nehmen wir nun an, dass der Emittent „C“ seine Anleihe am Ende des Jahres 4 ebenfalls zwei Jahre vor deren Fälligkeit kündigt. Für den Fonds gelten dieselben vier oben genannten Optionen, allerdings sind die Risikokosten bei Option 3 höher (eine noch stärkere Konzentration) und die Optionen 2 und 3 werden schwieriger oder sogar unmöglich umzusetzen. Entscheidet sich der Fondsmanager für die erste Lösung (Beibehaltung der Barmittel im Fonds, weil es keine Alternative gibt), wird die Rendite des Fonds in den verbleibenden zwei Jahren weiter auf 1,65 % verwässert.



WARUM KÖNNTE DER ZINSANSTIEG EINE „GUTE SACHE“ FÜR ZIELLAUFZEITFONDS SEIN?

Der jüngste Zinsanstieg und der Anstieg der Kreditrisikoprämien haben sich erheblich auf die Anleihekurse ausgewirkt. So liegt der Durchschnittskurs von Hochzinsanleihen auf dem Sekundärmarkt derzeit bei 84 % des Nennwerts (nicht weit von dem während der Corona-Krise beobachteten Niveau).

In der Regel liegt der durchschnittliche Rückkaufpreis zwischen 100 und 102 %, weshalb der Marktpreis der Anleihen dauerhaft über dieses Niveau steigen müsste, um eine erneute Rückkaufoption zu erhalten. Folglich sind vorzeitige Rückkäufe („Calls“) jetzt sehr stark „aus dem Geld“ (d. h. die Wahrscheinlichkeit, diese Option auszuüben, ist angesichts des aktuellen Anleihekurses unserer Ansicht nach nahezu Null).

Bei der optimistischen Hypothese einer schnellen Marktnormalisierung wäre der Gewinn für den Anleger beträchtlich, da er von einer erheblichen Aufwertung der Anleihekurse profitieren würde, die sich dem Call- und dem Carry-Wert annähern würden. Unter der Annahme einer allmählichen Normalisierung würde der Anleger von einem Anleihen-Carry über einen längeren Zeitraum (da die Calls lange Zeit „aus dem Geld“ bleiben) und von einer Annäherung der Preise an den Rückkaufwert profitieren.



Quelle: La Française AM, eigene Darstellung

SCHLUSSFOLGERUNG

In gewissem Maße könnten steigende Zinssätze für hochverzinsliche Strategien mit Ziellaufzeit vorteilhaft sein, weil:

- sie das Risiko eines vorzeitigen Rückkaufs („call“) verringern



LA FRANÇAISE

INVESTING TOGETHER

- und die Wiederanlage rate im Falle einer vorzeitigen Kündigung verbessern. Was die Kupons betrifft, so werden diese bei gleichbleibenden oder sogar höheren Renditen wieder angelegt.

Der Anstieg der Zinssätze verringert somit unserer Ansicht nach die Diskrepanz zwischen der versprochenen Anfangsrendite und der endgültigen Performance des Investors (Konvergenz von YTW (Yield-To-Worst) zu YTM (Yield-To-Maturity)) und ermöglicht die Aufrechterhaltung eines stabilen Kupons für die in den Ausschüttungsanteil investierten Investoren.

La Française Pressekontakt

La Française Systematic Asset Management GmbH

Alexandra Kohlstrung

Neue Mainzer Straße 80

60311 Frankfurt

Tel. +49 (0)69. 97 57 43 -26

akohlstrung@la-francaise.com

www.la-francaise-systematic-am.de

Heidi Rauen

Tel. +49 (0)69 33 99 78 -13

hrauen@dolphinvest.eu

Disclaimer

Diese Veröffentlichung ist für professionelle Anleger im Sinne der MiFID II bestimmt.

Herausgegeben von La Française, einer Aktiengesellschaft mit Vorstand und Aufsichtsrat mit einem Kapital von 78.836.320 € - RCS PARIS 480 871 490. La Française Asset Management - Société par Actions Simplifiée (Vereinfachte Aktiengesellschaft) mit einem Kapital von 17.696.676 € - RCS PARIS B 314 024 019 - von der AMF unter der Nr. GP 97-076 (www.amf-france.org).

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen unter keinen Umständen ein Angebot oder eine Aufforderung zur Investition, eine Anlageberatung oder eine Empfehlung für bestimmte Investitionen dar. Die vorliegenden spezifischen Informationen, Meinungen und Zahlen werden zum Zeitpunkt ihrer Erstellung auf der Grundlage der aktuellen Wirtschafts-, Finanz- und Börsenlage als fundiert oder zutreffend erachtet und spiegeln die aktuelle Meinung der La Française Gruppe über die Märkte und Marktentwicklungen wider. Sie haben keinen vertraglichen Wert und können sich ändern, und sie können von den Meinungen anderer Managementexperten abweichen. Bitte beachten



Sie, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Garantie für zukünftige Ergebnisse ist und dass das Niveau der Wertentwicklung im Laufe der Zeit nicht konstant ist. Die La-Française-Gruppe haftet in keiner Weise für direkte oder indirekte Schäden, die sich aus der Verwendung dieser Veröffentlichung oder der darin enthaltenen Informationen ergeben. Diese Publikation darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung der La Française-Gruppe weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. www.la-francaise.com.