

Europäische High-Yield-Anleihen: Hohe Renditen, hohe Erwartungen

Autoren

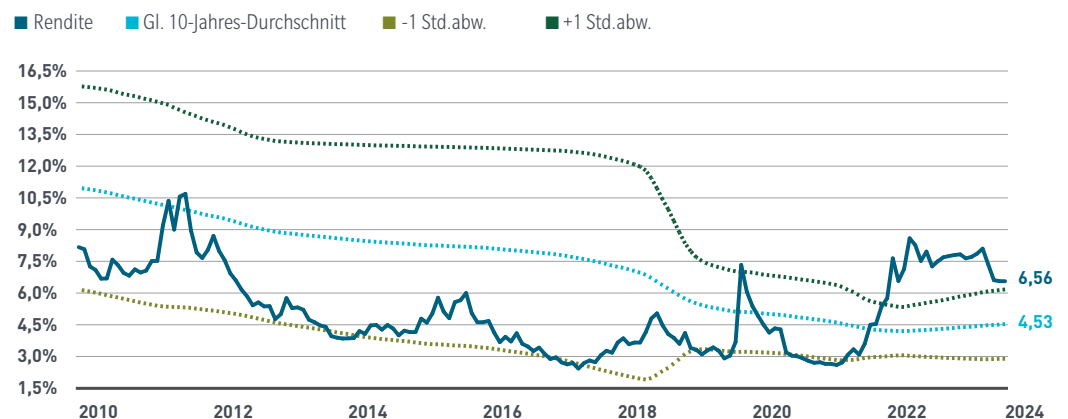


Benoit Anne
Managing Director
Investment Solutions Group

Viele Assetklassen scheinen zurzeit teuer – europäische High-Yield-Anleihen aber nicht: Sie zählen zu den attraktivsten Anleihearten. Wegen ihrer guten Fundamentaldaten und der allmählich wieder besseren Rahmenbedingungen – einschließlich absehbarer Zinssenkungen – sollte man unserer Ansicht nach jetzt über eine höhere Gewichtung nachdenken. Bei MFS® investieren wir in diese Assetklasse vor allem im Rahmen unserer weltweit anlegenden High-Yield-Strategie, unserer internationalen Multi-Sektor-Mandate und unserer Euro-Unternehmensanleihen-Strategie.

Europäische High-Yield-Anleihen bieten wieder attraktive Renditen: Die Indexrendite von zurzeit etwa 6,56% liegt deutlich über dem 10-Jahres-Durchschnitt von 4,53% (Abbildung 1). Das ist nicht zu unterschätzen, da die Ertragserwartungen stark von der laufenden Rendite abhängen.

Abbildung 1: Europäische High-Yield-Anleihen – Renditeentwicklung



Quellen: Bloomberg, ICE BofA. Rendite = Yield to Worst des ICE BofA European Currency High Yield Index (HP00). Monatsdaten von Mai 2010 bis Februar 2024 (Stand 16. Februar). ±1 Std.abw. = eine Standardabweichung über/unter dem Langfristdurchschnitt.



Peter McCandless
European High Yield Analyst

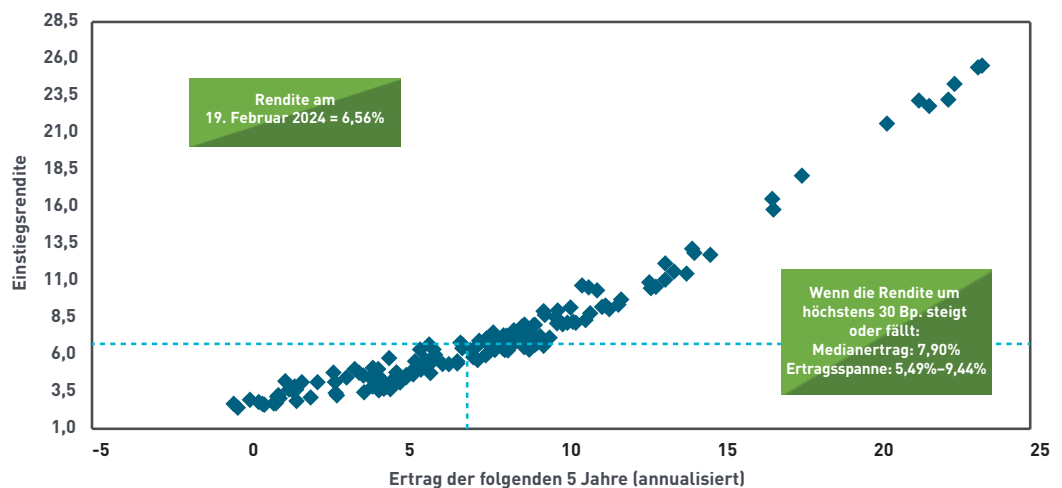


Laura Homsy
European High Yield Analyst

Bei Anleihen zählt der Einstiegszeitpunkt, auch bei High Yield: Wegen der attraktiven laufenden Renditen sind wir für europäische High-Yield-Anleihen optimistisch. Bei Einstiegsrenditen wie heute hat man meist viel verdient – wer zu 6,56% (± 30 Basispunkte) investiert hat, erzielte auf Fünfjahressicht im Median 7,9% Ertrag p.a. mit einer Spanne von 5,49% bis 9,44% (Abbildung 2). Für höhere Erträge als in den letzten Jahren spricht auch, dass die großen Notenbanken – einschließlich der EZB – Zinssenkungen signalisieren. Bei der aktuellen Einstiegsrendite von 6,56% ist ein Jahresertrag von 8,19% durchaus denkbar – etwa wenn sich die Spreads in den nächsten zwölf Monaten nicht ausweiten und die Staatsanleihenrenditen um 60 Basispunkte fallen. Zu diesem Ergebnis kommt man, wenn man den erwarteten Renditerückgang mit der Indexduration multipliziert ($60 \text{ Bp.} \times 2,71 = 162,6 \text{ Bp.}$), was zusammen mit der laufenden Rendite von 6,56% einen Gesamtertrag von 8,19% ergibt. Zum Vergleich: In den letzten 20 Jahren verdiente man im Schnitt 6,6%.

Allerdings würden europäische High-Yield-Anleihen in einem Extremszenario – wie einem Anstieg von Spreads und Staatsanleihenrenditen um zusammen mindestens 270 Basispunkte – auf Jahressicht im Minus liegen.

Abbildung 2: Europäische High-Yield-Anleihen – Einstiegsrendite und Ertrag der folgenden fünf Jahre



Quellen: Bloomberg, ICE BofA. Europäische High-Yield-Anleihen = ICE BofA European Currency High Yield Index (HP00). Monatsdaten von Januar 2005 bis Januar 2024. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Erträge.

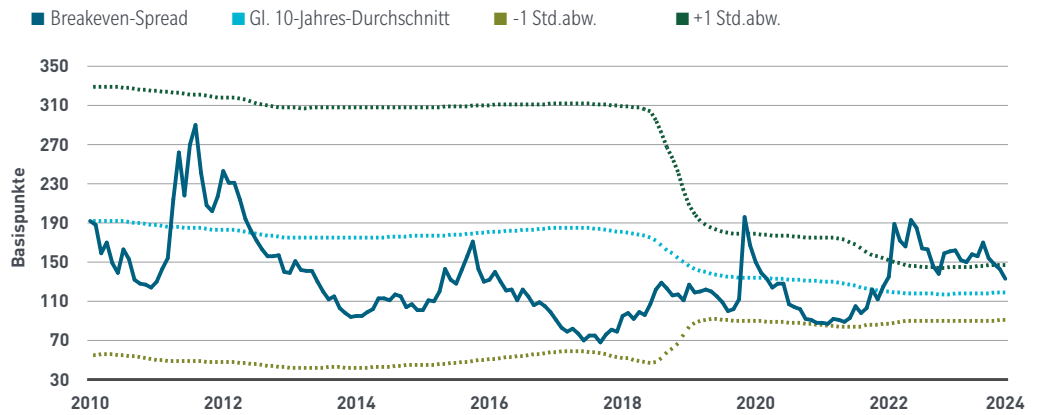
Abbildung 3: 1-Jahres-Ertragserwartungen für europäische High-Yield-Anleihen bei unterschiedlichen Zins- und Spreadentwicklungen (%)

		Spreadänderung in den nächsten zwölf Monaten (Basispunkte)										
		-90	-60	-30	0	+30	+60	+90	+120	+150	+180	+210
Zinsänderung in den nächsten zwölf Monaten (Bp.)	+150	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77	-1,58	-2,40	-3,21
	+120	5,74	4,93	4,12	3,80	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77	-1,58	-2,40
	+90	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77	-1,58
	+60	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77
	+30	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04
	0	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86
	-30	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67
	-60	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49
	-90	11,44	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30
	-120	12,26	11,44	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12
	-150	13,07	12,26	11,44	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93

Quellen: Bloomberg, ICE BofA: Europäische High-Yield-Anleihen = ICE BofA European Currency High Yield Index (HP00). Auf Basis der Rendite am 19. Februar 2024 und der Duration an diesem Tag. Erwartete 1-Jahres-Ertrag geschätzt als Summe aus laufender Rendite und Nettoveränderung von Staatsanleihenrendite und Spread, multipliziert mit der Duration. Die Tabelle zeigt unterschiedliche mögliche Erträge auf Basis der Yield to Worst und möglicher Veränderungen von Zinsen und Spreads. Die Analyse geht davon aus, dass die offizielle Yield to Worst des Index bei unveränderten Zinsen und Spreads der entscheidende Ertragsfaktor im folgenden Jahr ist; dann kann man die Einstiegsrendite in vollem Umfang verbuchen. Außerdem wird unterstellt, dass es keine Zahlungsausfälle gibt, keine Anleihen den Index verlassen oder neu in ihn aufgenommen werden, und dass alle Anleihen bis zur Endfälligkeit gehalten werden. Zinsänderungen werden als Parallelverschiebungen der Zinsstrukturkurve am Ende des angegebenen Zeitraums erfasst; Kennzahlen für Duration und die Spreadduration sind optionsbereinigt. Hinweise auf künftige erwartete Erträge und eine künftige Performance sind keine Versprechen oder Schätzungen der tatsächlichen Performance, die ein Anleger erzielen kann; man sollte sich daher nicht auf diese Angaben verlassen. Prognosen nur zur Illustration. Sie sollten nicht als Beratung, Empfehlung oder Performancegarantie interpretiert werden. Die Prognosen beruhen auf subjektiven Schätzungen und Annahmen, die noch nicht erfüllt sind und möglicherweise auch nicht erfüllt werden. Die Projektionen unterliegen Einschränkungen, weil sie nicht auf tatsächlichen Transaktionen beruhen, sondern auf Modellen und von MFS zusammengestellten Daten. Die Ergebnisse sind keine tatsächlichen und auch kein Hinweis auf mögliche künftige Ergebnisse. Die Performance der einzelnen Investoren kann stark von diesen Zahlen abweichen. Die hypothetischen Berechnungen sollen zeigen, wie sich ein Anleihenindex unter unterschiedlichen Marktbedingungen entwickeln kann, ausgehend von (1) der Yield to Worst, (2) der optionsbereinigten Duration und (3) der aktuellen Spreadduration.

Die Spreads europäischer High-Yield-Anleihen sind noch immer attraktiv: Wie an anderen Märkten haben sich die Spreads in den letzten Wochen zwar stark verengt, doch halten wir die Bewertungen noch immer für recht attraktiv. Besonders deutlich zeigt sich das an den Breakeven-Spreads (Abbildung 4).

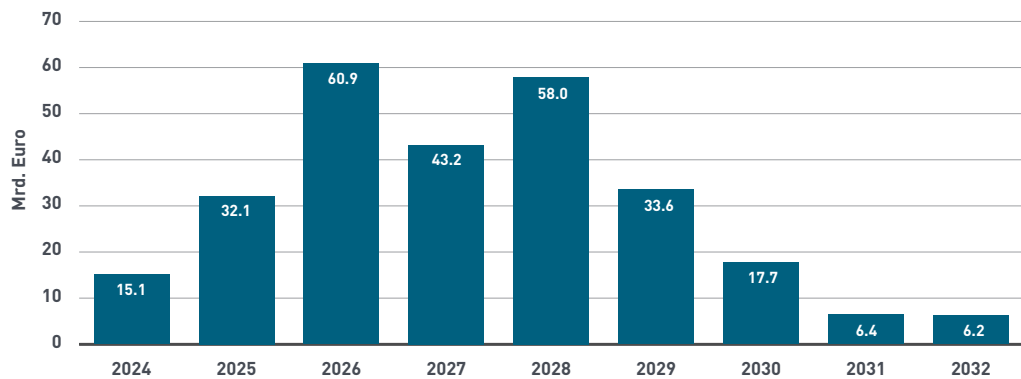
Abbildung 4: Europäische High-Yield-Anleihen – Breakeven-Spreads



Quelle: Bloomberg. Breakeven-Spread europäischer High-Yield-Anleihen = Spread des ICE BofA European Currency High Yield Index (HP00) gegenüber Staatsanleihen, geteilt durch die Duration. Der Breakeven-Spread gibt an, ab welchem Spreadanstieg der Mehrertrag durch den Spread (ohne Zinseffekt) wieder verloren geht. Monatsdaten von Mai 2010 bis Februar 2024 (Stand 19. Februar). ±1 Std.abw. = eine Standardabweichung über/unter dem Langfristdurchschnitt.

Die Rahmenbedingungen für europäische Titel werden besser: Alles in allem fürchten wir in nächster Zeit keinen drastischen Anstieg der Ausfallquoten oder Probleme durch einen hohen Refinanzierungsbedarf. Die Refinanzierungsrisiken halten sich unserer Ansicht nach in Grenzen – weil die Zinsen voraussichtlich gesenkt werden und wohl erst 2026 viele Papiere fällig werden (Abbildung 5). In den letzten Quartalen hat die Assetklasse nach unserem Fundamentalindikator Fortschritte gemacht (Abbildung 6). Wesentlichen Anteil daran hatte der jetzt bessere Quotient aus freiem Cashflow und Schulden, aber auch die Nettoverschuldung.

Abbildung 5: Europäische High-Yield-Anleihen – Fälligkeitenstruktur

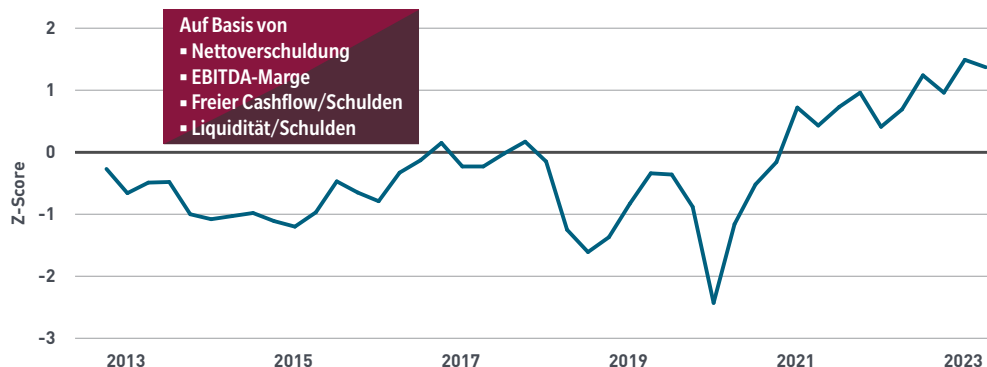


Quelle: Bloomberg. Stand 14. Februar 2024.

Die Rahmenbedingungen für europäische Titel werden besser: Es gibt erste Anzeichen für eine wieder stärkere Konjunktur im Euroraum, doch halten wir eine Beinahe-Stagnation noch immer für den wahrscheinlichsten Fall. Eine schwere Rezession dürfte aber unwahrscheinlicher werden. Unser Konjunkturindikator für Europa, der mehrere wichtige Kennzahlen zusammenfasst, ist in den letzten Monaten kräftig gestiegen. So haben die viel beachteten ZEW-Konjunkturerwartungen für den Euroraum gerade erst den höchsten Wert der letzten zwölf Monate erreicht.

Außerdem dürfte die EZB bald mit Zinssenkungen beginnen, vielleicht schon im 2. Quartal. Für eurodenominierte Wertpapiere kann das nur gut sein – und damit auch für europäische High-Yield-Anleihen.

Abbildung 6: Europäische High-Yield-Anleihen – Fundamentalindikator



Quelle: Morgan Stanley. Quartalsdaten bis zum 3. Quartal 2023. Einfacher Durchschnitt der zehnjährigen Z-Scores folgender vier Indikatoren: Nettoverschuldung, EBITDA-Marge, Freier Cashflow/Schulden, Liquidität/Schulden. Der Z-Score misst die Abweichung vom Mittelwert in Standardabweichungen.

Abbildung 7: Euroraum-Konjunkturindikator

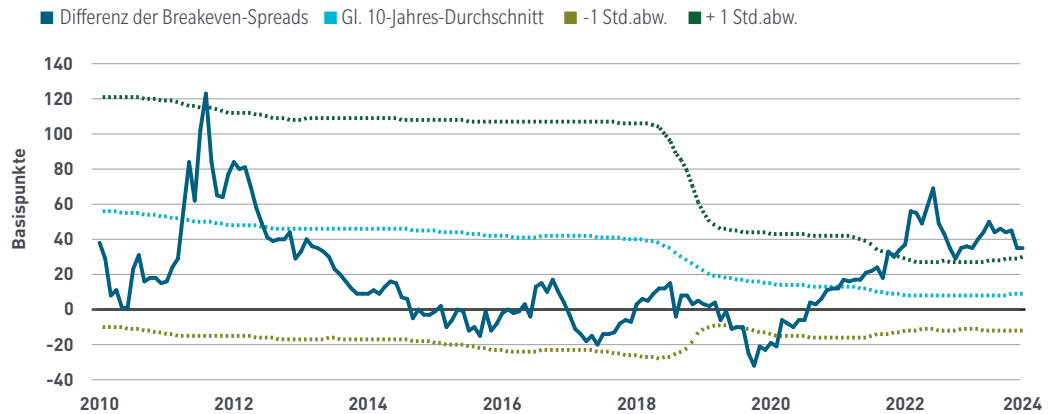


Quelle: Bloomberg. Ifo-Geschäftsklimaindex für Deutschland, Sentix Sentiment für den Euroraum, ZEW-Konjunkturerwartungen für den Euroraum (Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung), Euroraum-Geschäftsklimaindex (Europäische Kommission). Monatsdaten von Juni 2011 bis Januar 2024. Der Gesamtindikator entspricht dem Durchschnitt der Z-Scores der vier Einzelindikatoren.

Europäische High-Yield-Anleihen sind gegenüber amerikanischen attraktiv: Das liegt vor allem an den recht hohen Bewertungen in den USA. Die Differenz zwischen den Breakeven-Spreads der beiden Assetklassen liegt mit zurzeit 35 Basispunkten um deutlich mehr als 1 Standardabweichung über dem Langfristdurchschnitt (Abbildung 8).

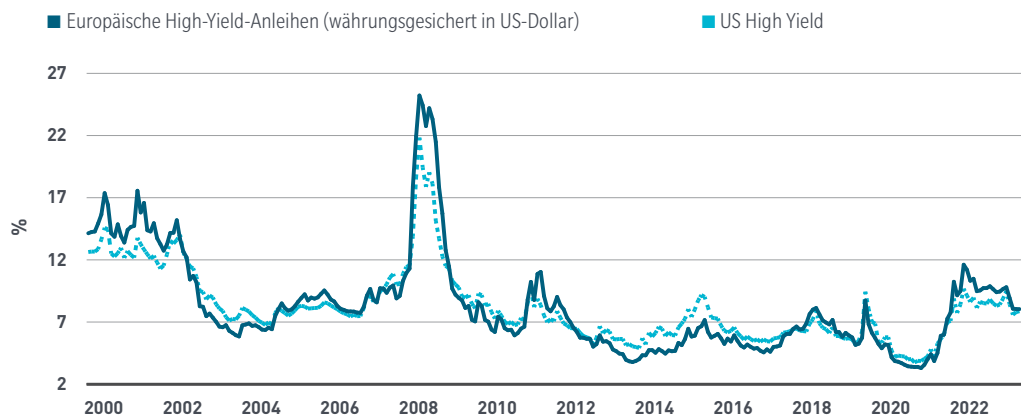
Auch währungsgesichert scheinen europäische High-Yield-Anleihen recht interessant. Für einen amerikanischen Investor, der währungsgesichert im Euroraum investieren möchte, sind 8,04% Rendite möglich, also wesentlich mehr als in den USA – und das, obwohl die Duration im Euroraum kürzer ist (Abbildung 9).

Abbildung 8: Europäische und amerikanische High-Yield-Anleihen – Breakeven-Spreads im Vergleich



Quelle: Bloomberg. Breakeven-Spread europäischer High-Yield-Anleihen = Spread des ICE BofA European Currency High Yield Index (HP00) geteilt durch die Duration. US High Yield = Bloomberg US HY Index. Der Breakeven-Spread gibt an, ab welchem Spreadanstieg der Mehrertrag durch den Spread (ohne Zinseffekt) wieder verloren geht. Monatsdaten von Mai 2010 bis Februar 2024 (Stand 16. Februar). ± 1 Std.abw. = eine Standardabweichung über/unter dem Langfristdurchschnitt.

Abbildung 9: Renditevergleich (währungsgesichert)



Quelle: Bloomberg. Europäische High-Yield-Anleihen = Yield to Worst des ICE BofA European Currency High Yield Index (HP00). US High Yield = Yield to Worst des Bloomberg US HY Index. Kosten der Absicherung europäischer Anlagen in US-Dollar gemessen an der impliziten Rendite dreimonatiger Währungsforwards. Monatsdaten von Januar 2005 bis Februar 2024 (Stand 16. Februar 2024).

Langfristig haben sich europäische High-Yield-Anleihen besser entwickelt als US-Titel: Das gilt über drei, fünf, zehn und 20 Jahre. Dabei waren High-Yield-Anleihen aus Europa und den USA ähnlich volatil. Die volatilitätsbereinigten Renditen waren im Euroraum also kontinuierlich höher (Abbildung 10).

Abbildung 10: Vergangenheitserträge europäischer und amerikanischer High-Yield-Anleihen (in US-Dollar)

	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	20 Jahre
Europa (abgesichert in US-Dollar)				
Ertrag	2,88%	5,09%	5,33%	7,87%
Volatilität	7,34%	9,23%	7,12%	9,77%
Volatilitätsbereinigter Ertrag	0,39	0,55	0,75	0,81
USA				
Ertrag	1,72%	4,08%	4,30%	6,49%
Volatilität	8,36%	9,35%	7,59%	9,11%
Volatilitätsbereinigter Ertrag	0,21	0,44	0,57	0,71

Quelle: Bloomberg. Europa (abgesichert in US-Dollar) = ICE BofA European Currency High Yield Index (HP00), Gesamtertrag, abgesichert in US-Dollar. USA = Bloomberg US High Yield Total Return Index. Volatilität = annualisierte Volatilität der Monatserträge. Volatilitätsbereinigter Ertrag = Ertrag/Volatilität. Auf Basis von Monatsdaten bis Januar 2024. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Erträge. Man kann nicht direkt in einen Index investieren.

Auch im Vergleich zu europäischen Aktien ist die Langfristperformance europäischer High-Yield-Anleihen attraktiv, obwohl sie zuletzt hinter ihnen zurückblieben. In den letzten 20 Jahren waren die Erträge europäischer High-Yield-Anleihen ähnlich hoch wie die europäischer Aktien, aber bei weniger Volatilität (Abbildung 11).

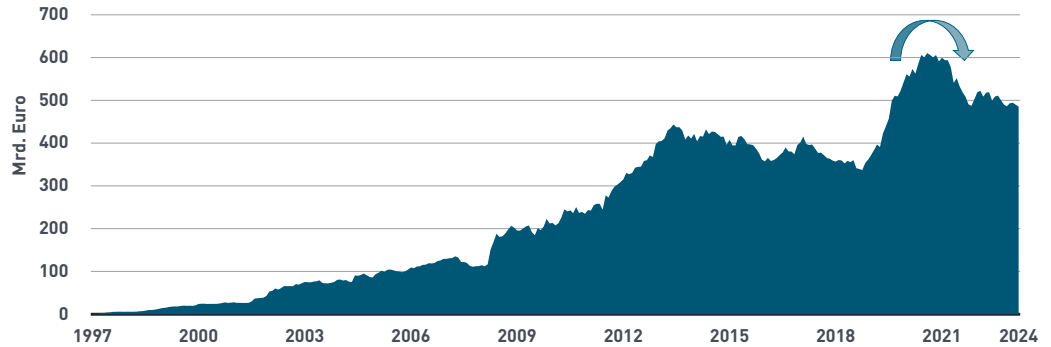
Abbildung 11: Vergangenheitserträge europäischer High-Yield-Anleihen und Aktien

	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	20 Jahre
Europäische High-Yield-Anleihen				
Ertrag	1,01%	2,82%	3,52%	6,62%
Volatilität	7,37%	9,22%	7,14%	9,93%
Volatilitätsbereinigter Ertrag	0,14	0,31	0,49	0,67
Europäische Aktien				
Ertrag	9,88%	8,89%	7,14%	7,05%
Volatilität	13,97%	15,88%	14,08%	14,28%
Volatilitätsbereinigter Ertrag	0,71	0,56	0,51	0,49

Quelle: Bloomberg. Europäische High-Yield-Anleihen = Gesamtertrag des ICE BofA European Currency High Yield Index (HP00). Europäische Aktien = Bruttoertrag des EuroStoxx 600 Return Index (SXXGR). Volatilität = annualisierte Volatilität der Monatserträge. Volatilitätsbereinigter Ertrag = Ertrag/Volatilität. Auf Basis von Monatsdaten bis Februar 2024 (Stand 16. Februar).

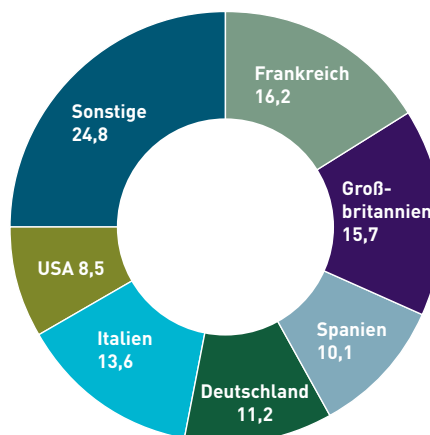
Die Markttechnik ist für europäische High-Yield-Anleihen ebenfalls gut: Hinzu kommt, dass das Marktvolumen seit COVID aufgrund eines geringeren Angebots geschrumpft ist (Abbildung 12). Wir glauben, dass die Markttechnik von dieser Knappheit profitiert. Außerdem ist der Markt stark nach Ländern diversifiziert, sodass die Länderrisiken handhabbar erscheinen (Abbildung 13).

Abbildung 12: Europäische High-Yield-Anleihen – Marktvolumen



Quelle: Bloomberg. Europäische High-Yield-Anleihen = Nennwert des ICE BofA European Currency High Yield Index (HP00). Auf Basis von Monatsdaten bis Februar 2024 (Stand 16. Februar).

Abbildung 13: Europäische High-Yield-Anleihen – Länderstruktur



Quelle: Bloomberg. Europäische High-Yield-Anleihen = ICE BofA European Currency High Yield Index (HP00), nach Ländern. Stand Februar 2024 (Stand 16. Februar).

Alles in allem halten wir europäische High-Yield-Anleihen für eine attraktive Assetklasse, die man nicht übergehen sollte. Sie ist attraktiv bewertet und fundamental stabil, bei einer guten Markttechnik und einer ordentlichen Langfristperformance. ▲

Anlagen in Schuldtitel können an Wert verlieren, wenn sich die (tatsächliche oder wahrgenommene) Kreditqualität des Emittenten, Schuldners, Kontrahenten bzw. anderer zahlungsverantwortlicher Personen/Unternehmen verschlechtert. Wertverluste sind auch bei einer Veränderung der Konjunktur, des politischen Umfelds sowie aus emittentenspezifischen oder anderen Gründen möglich. Bestimmte Anleihenarten können auf diese Faktoren stärker reagieren und sind dadurch volatil. Hinzu kommen Zinsrisiken (steigen die Zinsen, verlieren Festzinstitel üblicherweise an Wert). Deshalb können die Anteilspreise des Fonds bei steigenden Zinsen fallen, da sich der Wert der Portfoliositionen an die steigenden Zinsen anpasst.

Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Bloomberg oder seine Lizenzgeber besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Indizes. Bloomberg hat dieses Dokument weder bestätigt noch genehmigt, garantiert weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, gibt keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließt im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

Die hier dargestellten Meinungen sind die der MFS Investment Solutions Group, eines Teils der Vertriebspartie von MFS. Sie können von denen der Portfoliomanager und Analysten von MFS abweichen. Die Einschätzungen können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Anlageberatung, Wertpapierempfehlung oder Hinweis auf beabsichtigte Transaktionen von MFS verstanden werden.

Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsbezeichnungen Handelsmarken von MFS® und seinen Tochtergesellschaften. In manchen Ländern sind sie außerdem eingetragene Warenzeichen.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. In Kanada wurde diese Publikation weder von der Finanzmarktaufsicht noch von einer ähnlichen Regulierungsbehörde überprüft. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen.