

**Privatmärkte**

Dezember 2023

# **Globaler Credit- Ausblick: 1. Quartal 2024**

---

Die Unterschiede  
werden größer

**BlackRock**

## BlackRock Autoren und Autorinnen



**Amanda Lynam, CPA**  
Head of Macro Credit Research



**Dominique Bly**  
Macro Credit Research Strategist



**James Keenan, CFA**  
Chief Investment Officer & Global Head of Private Debt



**Jeff Cucunato**  
Head of Multi-Strategy Debt Solutions

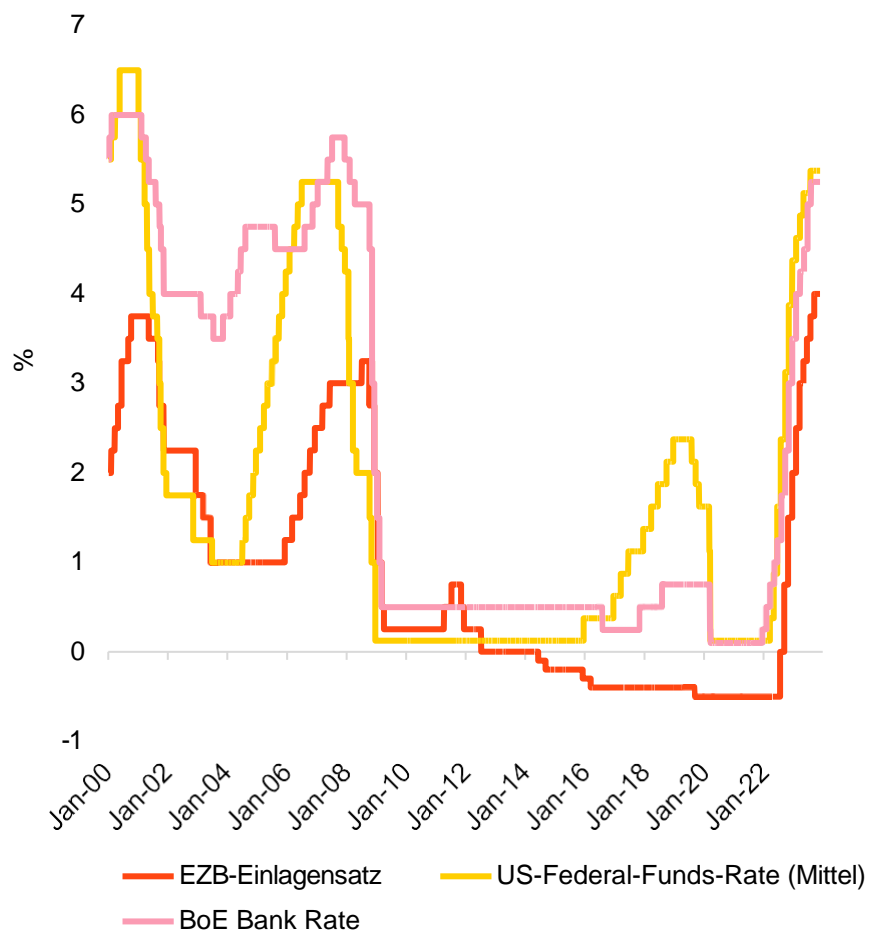
# Die wichtigsten Erkenntnisse

- Mit Blick auf das Jahr 2024 ist zu erwarten, dass die Unterschiede in einigen Bereichen der Anlagelandschaft größer werden. In einem Umfeld mit höheren Kapitalkosten entspricht dies zwar unseren langjährigen Erwartungen, macht jedoch auch deutlich, wie wichtig es aktuell ist, selektiv vorzugehen.
- Bei Private Debt ist bemerkenswert, dass es zwischen den verschiedenen Transaktions-Vintages erhebliche Unterschiede gibt. Dies liegt an den raschen Veränderungen der Zinssätze innerhalb weniger Jahre. Bei den Gewerbeimmobilien ist die Entwicklung in den verschiedenen Sub-Sektoren nach wie vor sehr unterschiedlich. Jüngst machten sich auch außerhalb des Bürosektors, wo dies bereits seit Langem bekannt ist, Stressfaktoren bemerkbar. Der Verbraucher als Motor der US-Wirtschaft zeigte sich zwar insgesamt widerstandsfähig. Neuerdings deuteten sich allerdings am unteren Ende des Einkommensspektrums erste Spannungen an, etwa in den Daten zu Zahlungsrückständen oder in Verhaltensmustern bei nicht unbedingt notwendigen Ausgaben.
- Der Übergang zu höheren Kapitalkosten ist unseres Erachtens noch nicht abgeschlossen. Infolgedessen erwarten wir einen weiteren (wenn auch moderaten) Anstieg der Ausfallquoten und Bonitätsverluste bis Mitte 2024 (sowohl bei öffentlichen als auch bei privaten Schuldtiteln) – auch ohne Rezession. Ähnlich wie es in der Vergangenheit der Fall war, werden die Verlustraten am Private-Debt-Markt unserer Ansicht nach geringer ausfallen als am öffentlichen Markt. Denn die private Kreditvergabe basiert auf langfristigen Beziehungen und ist überaus flexibel.
- An den öffentlichen Leveraged-Finance-Märkten dürfte es besonders wichtig sein, den „Preisfindungsprozess“ für den Refinanzierungsbedarf auf der untersten Stufe des Ratingspektrums (d. h. CCCs) genau im Auge zu behalten, da die Bepreisung hier 2023 noch nicht in großem Umfang stattgefunden hat.

# Makro-Umfeld: Datenbasierte Geldpolitik

## Abbildung 1: Die Geldpolitik ist in den Beobachtungsmodus übergegangen

Leitzinssätze der Europäischen Zentralbank, der Federal Reserve und der Bank of England



Quelle: BlackRock, Europäische Zentralbank, Federal Reserve, Bank of England, Bloomberg. Stand: 24. November 2023.

Im vierten Quartal 2023 sind die Federal Reserve (Fed), die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of England (BoE) in den Beobachtungsmodus übergegangen, um die Auswirkungen der aggressiven Zinserhöhungsschritte seit Anfang 2022 (Abbildung 1) sowie die Verschärfung der Finanzbedingungen und der Kreditvergabestandards der Banken zu bewerten.

Die Inflation hat sich zwar in die richtige Richtung entwickelt (siehe Abbildung 2), allerdings konnten die Zentralbanken noch keine Entwarnung geben. Stattdessen setzen sie auf einen datenbasierten und vorsichtigen Ansatz, um sich nicht von ein paar Monaten mit guten Inflationsdaten („inflation head fakes“ in den Worten des US-Notenbankchefs Powell) in die Irre führen zu lassen und sich die Möglichkeit weiterer geldpolitischer Straffungen offenzuhalten.

Wie in unserem Ausblick auf das vierte Quartal 2023 bereits dargelegt, ist es für die Kapitalkosten von Risikoaktiva unserer Ansicht nach wichtiger, wie lange die Zinsen im restriktiven Bereich bleiben werden, als die Möglichkeit von ein oder zwei kleineren Zinsschritten.

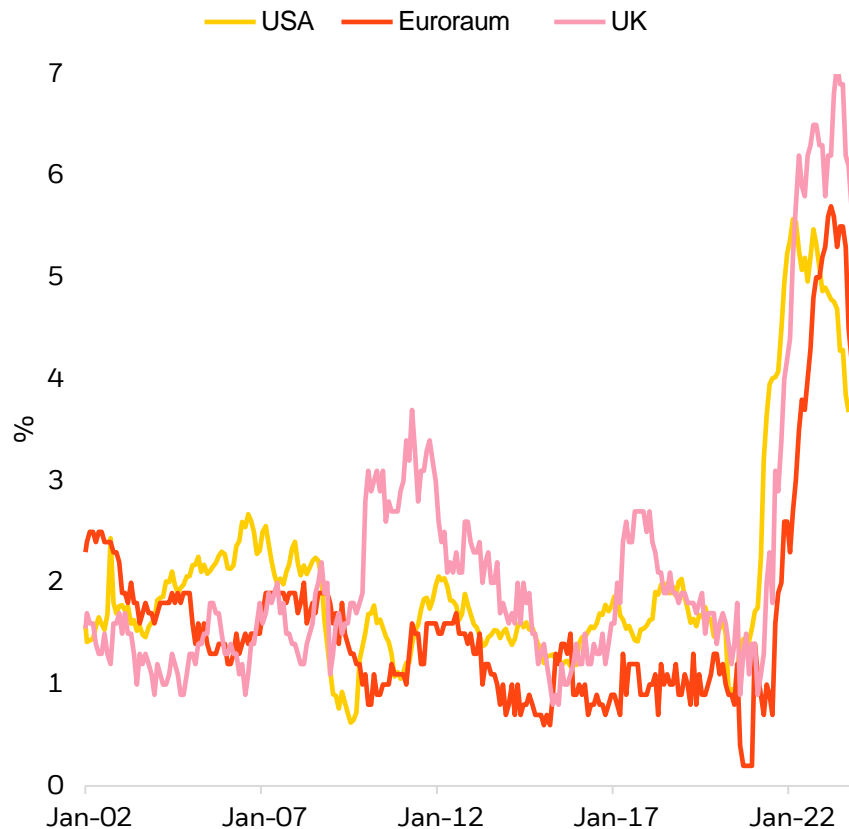
Ein Hauptrisiko für das erste Quartal 2024 besteht unserer Meinung nach darin, dass die Inflation wieder schneller voranschreiten könnte oder dass die Fortschritte der letzten Monate zurückgenommen werden. Insbesondere die kontinuierlich sinkende Lohninflation (Abbildung 3) dürfte die Fed und die EZB in ihren Bemühungen bestärken, die Inflation wieder auf das Zwei-Prozent-Ziel zu bringen. Denn diese Kennzahl ist aussagekräftig für die Bewertung der Inflation bei Dienstleistungen ohne Wohnimmobilien.

Wir denken, dass die Schwelle für Zinssenkungen im ersten Halbjahr 2024 noch recht hoch ist – was vom Markt so nicht eingepreist wird. Dies gilt insbesondere für die USA, wo wir das Zusammenspiel von Wachstum und Inflation günstiger bewerten als im Euroraum und in Großbritannien.

# Inflation: Lohnrückgänge sind entscheidend

## Abbildung 2: Fortschritte bei der Inflation

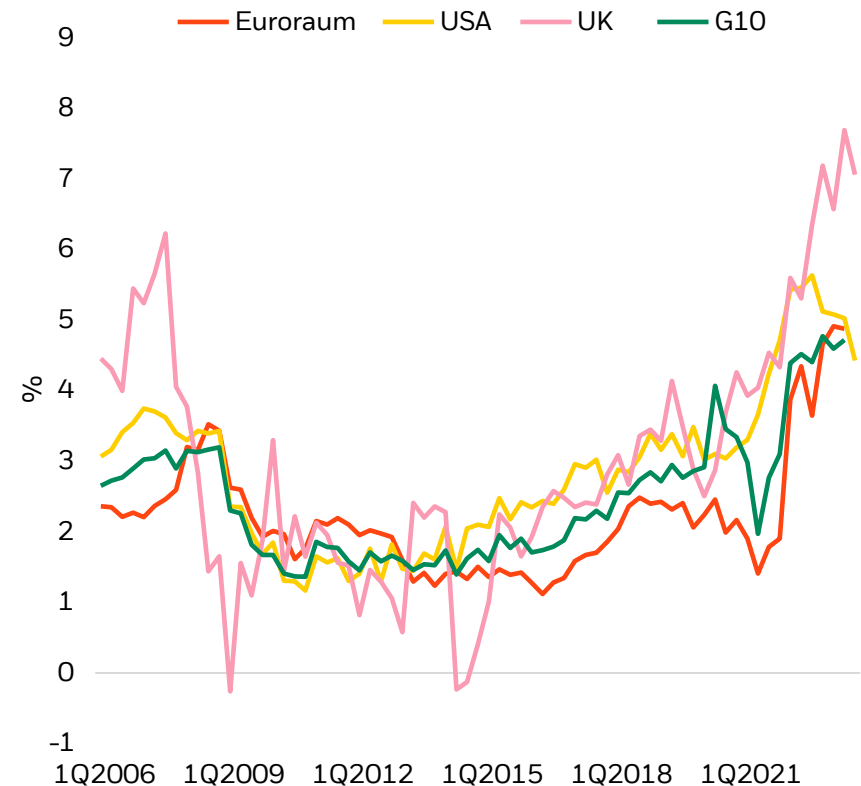
Veränderung der Kerninflation gegenüber dem Vorjahr (%): US-Kernrate der privaten Konsumausgaben (PCE), Verbraucherpreisindex der Währungsunion für die Eurozone (MUICP) und britischer Verbraucherpreisindex ohne Nahrungsmittel, Energie, Alkohol und Tabak



Quelle: BlackRock, Bureau of Economic Analysis, Eurostat, U.K. Office for National Statistik, Bloomberg.

## Abbildung 3: Dennoch braucht es wahrscheinlich weitere Lohnrückgänge

Zugrunde liegendes Lohnwachstum im Jahresvergleich in der Eurozone, Großbritannien, den USA und den G10-Staaten, gemäß Goldman Sachs Wage Trackers



Quelle: BlackRock, Goldman Sachs Global Investment Research, auf Basis der letzten verfügbaren Quartale (2. bzw. 3. Quartal 2023), Stand: November 2023. Die Goldman Sachs Wage Trackers erfassen eine Mischung aus offiziellen, gemeldeten Lohndaten aus den USA und dem Euroraum, einschließlich des Employment Cost Index, der durchschnittlichen Stundenlöhne, der Vergütung pro Stunde, des Atlanta Fed Wage Trackers und der ausgehandelten Löhne.



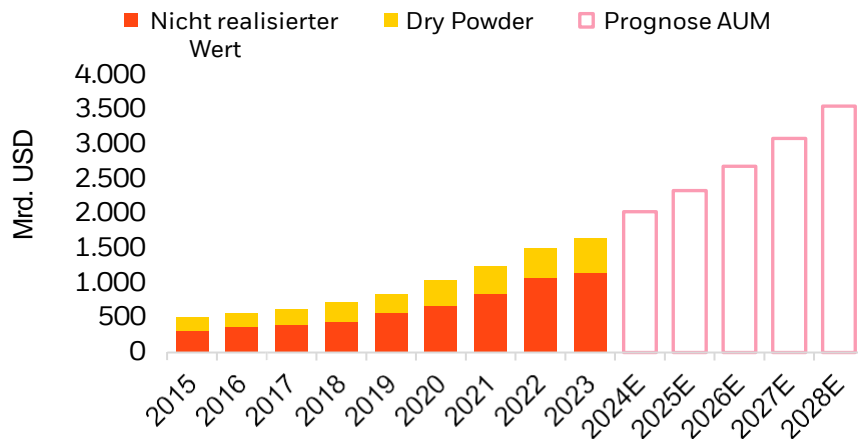
# Private Debt: Raum für weiteres Wachstum

Mit einem verwalteten Vermögen von weltweit 1,6 Billionen US-Dollar (Stand: März 2023) hat Private Debt seinen Status als große und skalierbare Anlageklasse für ein breites Spektrum langfristiger Investoren gefestigt. Trotzdem entfallen insgesamt nur bescheidene 12 % des 13 Billionen US-Dollar schweren Universums alternativer Anlagen auf Private Debt (Abbildung 6). Wie kürzlich in unserem Private Debt Primer ([Link zum Bericht in englischer Sprache](#)) ausgeführt, könnte der globale Private-Debt-Markt unserer Ansicht nach bis Ende 2028 ein Volumen von 3,5 Billionen US-Dollar erreichen (Abbildung 5). Die Gründe für diese langfristige Prognose sind vielschichtig, unter anderem:

- (1) **Kreditnehmer mögen maßgeschneiderte** Finanzierungslösungen, die Sicherheit der Ausführung und die Flexibilität, die mit einer langfristigen Beziehung zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber verbunden ist.
- (2) **Anleger wünschen sich Diversifizierung** im Rahmen einer Gesamtportfolioallokation, verbunden mit der Möglichkeit, strukturelle Schutzmechanismen zu integrieren (je nach Strategie).
- (3) **Die Anleihenmärkte erleben einen strukturellen Wandel** und bedienen größere Kreditnehmer, sodass öffentliche/syndizierte Hochzinsanleihen und Leveraged Loans für die meisten mittelständischen Unternehmen zu groß sind.
- (4) **Banken verschärfen ihre Kreditvergabestandards und die Verfügbarkeit von Krediten sinkt** – wir erwarten, dass deswegen mehr Kreditnehmer auf den Private-Debt-Markt drängen werden (Abbildungen 7 und 8).

## Abbildung 5: Wir prognostizieren weiter Wachstum

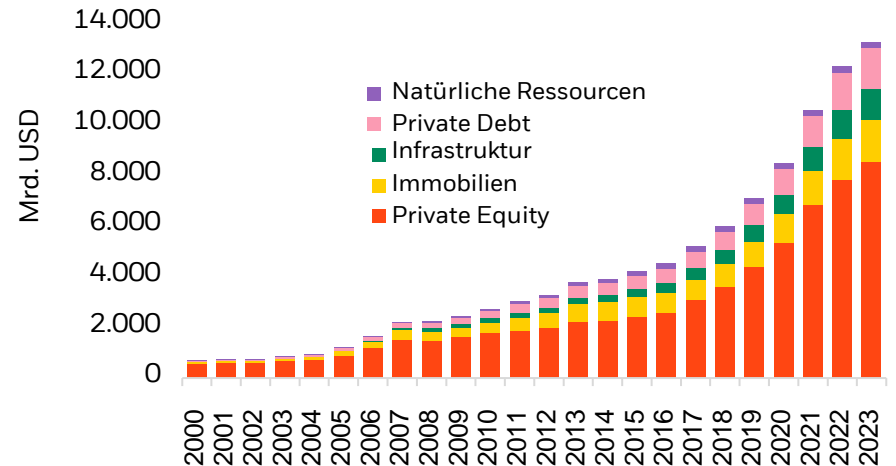
Globales in Private Debt verwaltetes Vermögen (in Mrd. USD)



Quelle: BlackRock, Preqin. Historische (tatsächliche) Daten von Preqin, jeweils zum Ende des Kalenderjahres, bis 31. März 2023. 2024E bis 2028E sind Schätzungen von BlackRock.

## Abbildung 6: Private Debt insgesamt noch niedrig

Globales in alternativen Anlagen verwaltetes Vermögen, nach Kat. (in Mrd. USD)



Quelle: BlackRock, Preqin. Stand: 31. März 2023 (letzter verfügbarer Stand). Das verwaltete Vermögen umfasst nicht realisierte Werte und Dry Powder. Infrastruktur und Immobilien umfassen Debt und Equity.

# Makro-Umfeld: Strukturell höhere Zinsen

Neben den erhöhten Leitzinsen am vorderen Ende der Zinskurve spricht aus unserer Sicht auch einiges für strukturell höhere Zinsen am langen Ende der Kurve, insbesondere durch Defizitfinanzierung und steigende Zinsen weltweit.

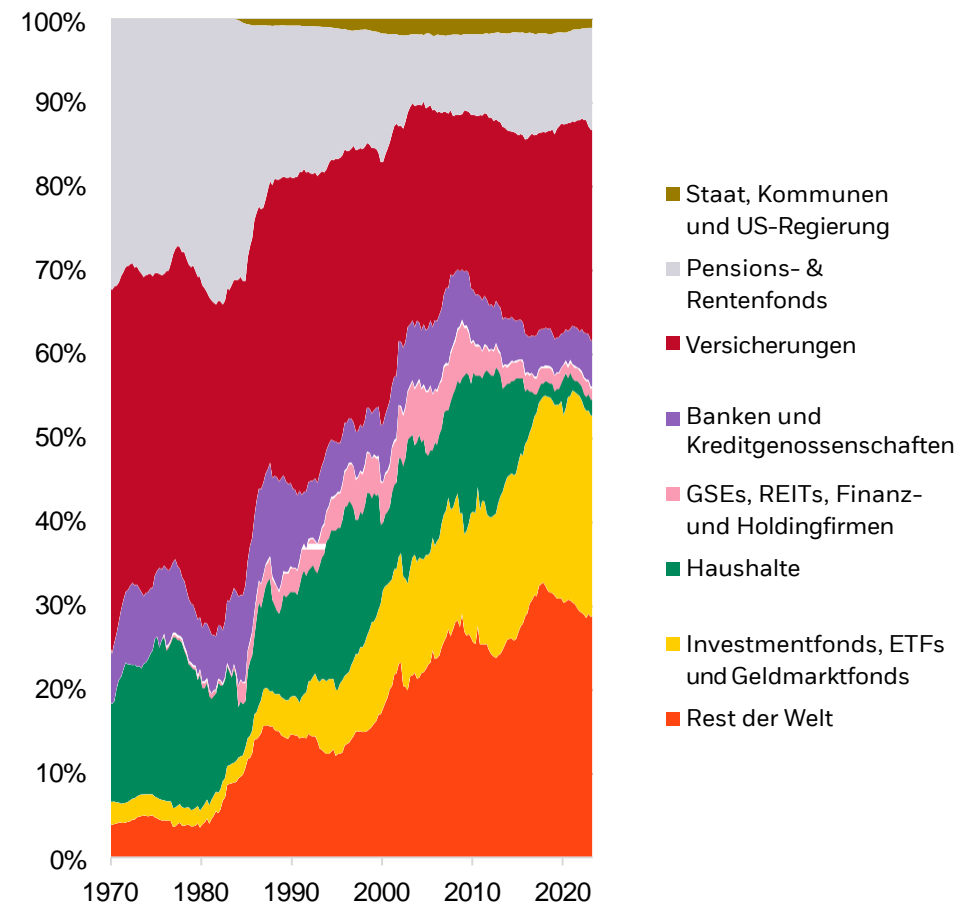
Nach Angaben des [US-Finanzministeriums](#) stieg das US-Haushaltsdefizit im Gesamtjahr 2023 auf 1,69 Billionen US-Dollar (6,3 % des BIP), während es 2022 noch bei 1,37 Billionen US-Dollar (5,4 % des BIP) gelegen hatte. Beide Jahre liegen deutlich über dem 50-Jahres-Durchschnitt (1974 bis 2023) von 3,7 % (laut [Congressional Budget Office; CBO](#)) Die [Gesamtverschuldung](#) der US-Bundesstaaten stieg im Jahr 2023 um 2,0 Billionen US-Dollar auf 26,2 Billionen US-Dollar (98 % des BIP), größtenteils wegen des Bedarfs an Defizitfinanzierung. Ohne wesentliche Änderungen der Steuer- und Ausgabenpolitik wird das Defizit nach den [jüngsten Prognosen des CBO](#) langfristig wahrscheinlich weiter ansteigen.

Auf der Nachfrageseite haben die kontinuierliche Verringerung der Fed-Bilanz (quantitative Straffung) und die Kapital- und Liquiditätsbeschränkungen in den Bilanzen der Banken den Appetit der traditionell aktiven Käufer von US-Treasuries gedämpft, was auch die Zinsen hoch hält.

Die Haushaltssorgen beschränken sich nicht auf die USA, sondern sind auch in Italien, Deutschland und Großbritannien Thema. Dies hat zusammen mit der sukzessiven geldpolitischen Normalisierung in Japan zu einem weltweiten Aufwärtsdruck auf die Zinsen geführt. Trotz der gestiegenen Renditen globaler Staatsanleihen gehen wir davon aus, dass die ausländische Beteiligung an den Märkten für USD-Unternehmensanleihen (siehe Abbildung 4) hoch bleiben wird – vor allem, weil es in anderen Regionen keine greifbare Spread-Duration bei qualitativ hochwertigen Papieren gibt.

## Abbildung 4: Ausländische Investoren besaßen im Juni 2023 mehr als 25 % des Marktes für USD-Unternehmensanleihen

Eigentümerstruktur des Marktes für USD-Unternehmensanleihen (Investment Grade und High Yield)



Quelle: BlackRock, Haver Analytics, Federal Reserve Board. Erfasst Daten ab dem 2. Quartal 2023 (die letzten verfügbaren).

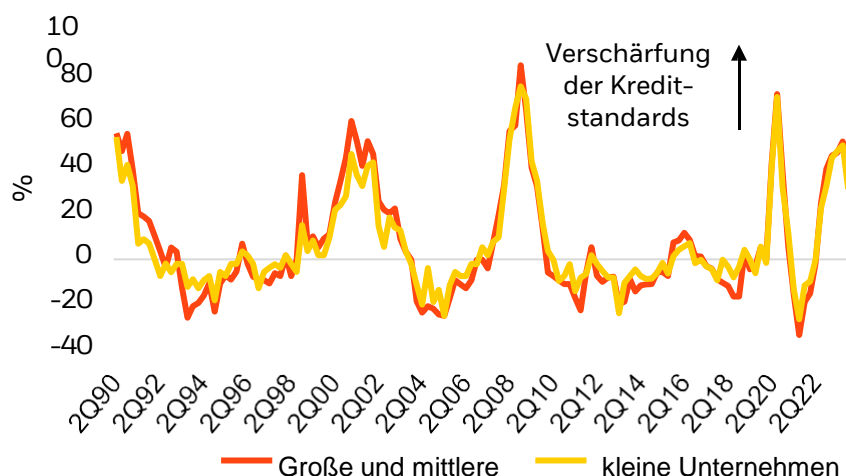
# Private Debt: Die AUM-Prognose im Kontext

Unsere Prognose von 3,5 Billionen US-Dollar an globalem verwaltetem Vermögen (AUM) bis Ende 2028 mag auf den ersten Blick übertrieben hoch erscheinen, ist aber im Kontext des globalen Finanzökosystems relativ bescheiden. Betrachtet man beispielsweise US-amerikanische und europäische Bankkredite, so stehen [12,2 Billionen US-Dollar](#) an Krediten von US-Banken aus (laut Daten aus dem H.8 Report der Federal Reserve vom November 2023) sowie [19,9 Billionen Euro](#) von europäischen Banken (laut Daten der European Banking Authority vom Juni 2023).

Unsere AUM-Prognose zum Jahresende 2028 fällt auch im Verhältnis zur *aktuellen* Größe der öffentlichen/syndizierten Anleihemärkte bescheiden aus. Zum Vergleich: Der Bloomberg Global Corporate Index (mit Investment-Grade-Anleihen) lag im November 2023 bei 12,6 Billionen US-Dollar. Der Bloomberg Global High Yield Index (mit Hochzinsanleihen) hatte einen Nominalwert von 2,7 Billionen US-Dollar, und der Morningstar Global Leveraged Loan Index (mit variabel verzinslichen Leveraged Loans des breit syndizierten Marktes) hatte einen Nominalwert von 1,7 Billionen Dollar. Um diesen Punkt weiter zu verdeutlichen, genügt ein Blick auf zwei populäre Aktienindizes in den USA, den S&P 500, dessen Marktkapitalisierung im November 2023 bei 38,2 Billionen US-Dollar lag, und den Russell 2000 mit 2,6 Billionen US-Dollar.

## Abbildung 7: Kreditvergabe der US-Banken bleibt angespannt

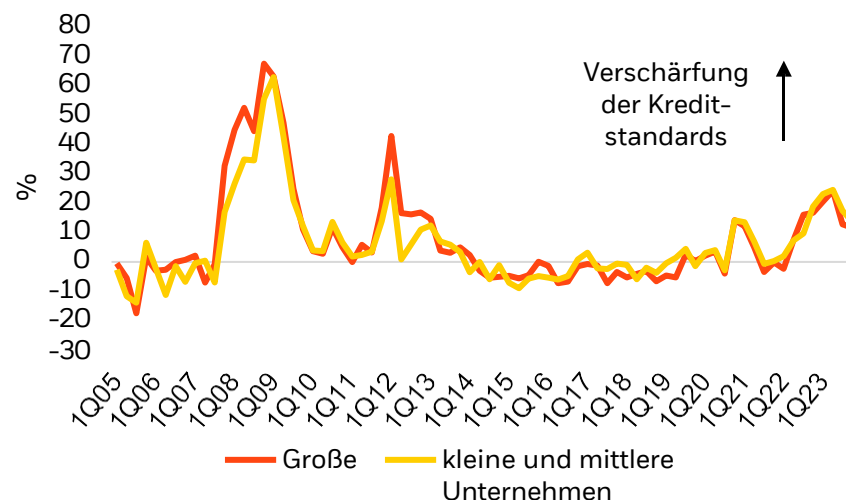
Netto-Anteil der inländischen Befragten aus dem Senior Loan Officer Opinion Survey (SLOOS) der Fed, die die Standards für Kredite an große/mittlere und kleine Unternehmen verschärfen



Quelle: BlackRock, Board of Governors of the Federal Reserve System. Die Aktualisierung vom Oktober 2023 wurde am 6. November 2023 veröffentlicht. Bei den angegebenen Krediten handelt es sich um gewerbliche und industrielle (C&I) Kredite.

## Abbildung 8: Ein ähnlicher Trend ist in Europa zu beobachten

Netto-Anteil der Befragten in der EZB-Umfrage über die Kreditvergabe der Banken, die die Kreditstandards für Unternehmenskredite an große und kleine/mittlere Unternehmen verschärfen



Quelle: BlackRock, Europäische Zentralbank, Haver Analytics. Stand: Oktober 2023.

# Private Debt: Mehr Investitionen erwartet

Mit Blick auf das Jahr 2024 erwarten wir, dass die Anleger ihre Private-Debt-Allokationen weiter erhöhen werden – eine Einschätzung, die eine im Juni 2023 durchgeführte Anlegerumfrage des externen Datenanbieters Preqin bestätigt.

Von den Teilnehmern an der Preqin-Umfrage (Privatanleger und institutionelle Investoren) hielten etwa 28 % eine Allokation in Private Debt. Hier besteht unseres Erachtens Luft nach oben, zumal die Befragten prozentual mehr in Private Equity (63 %) und Immobilien (51 %) investiert hatten. Hinzu kommt, dass die durchschnittliche Zielallokation in Private Debt gemäß Schätzungen von Preqin bei 6,4 % des Gesamtvermögens liegt, verglichen mit 14,8 % bei Private Equity und 11,8 % bei Immobilien.

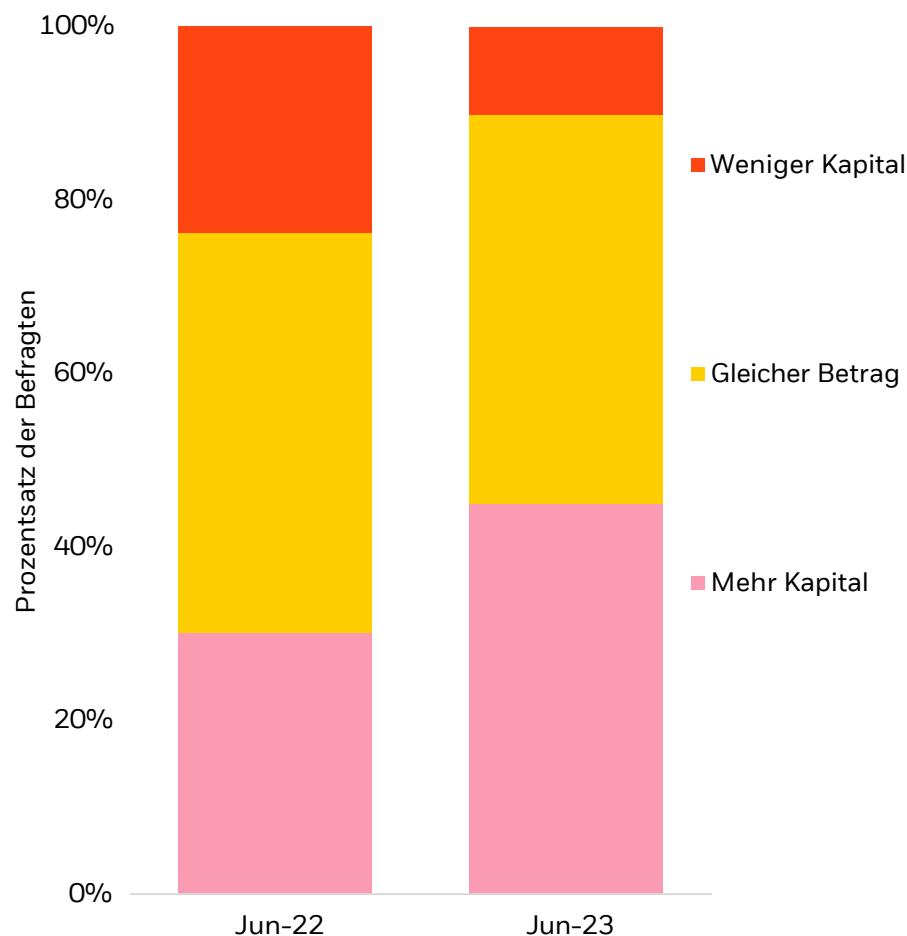
Entscheidend für den Ausblick auf 2024 ist unseres Erachtens, dass 45 % der Befragten angaben, sie wollten in den nächsten zwölf Monaten mehr Kapital in Private-Debt-Strategien anlegen, während 45 % planten, den gleichen Betrag zu investieren. Nur 10 % gingen davon aus, im nächsten Jahr weniger Kapital in Private Debt zu investieren (Abbildung 9). Außerdem planten 51 %, den Anteil an Private-Debt-Allokationen in ihren Portfolios langfristig zu erhöhen, und 43 %, ihn beizubehalten.

Die befragten Anleger nannten eine Reihe von Gründen, warum sie in Private Debt investieren wollten, darunter den Wunsch nach einem auf lange Sicht verlässlichen Einkommen (61 %), Diversifizierung (49 %), hohe risikobereinigte Renditen (44 %), geringere Volatilität des Portfolios (33 %) und geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen (27 %).

Die Preqin-Umfrage deutet darauf hin, dass Investoren an einer Reihe von Strategien Interesse zeigten – namentlich an Direct Lending und notleidenden Krediten. Wie sich das langfristige AUM-Wachstum der einzelnen Strategien tatsächlich darstellen wird, hängt unserer Ansicht nach stark vom globalen makroökonomischen Hintergrund ab. Ein drastischer Konjunkturrückgang etwa könnte die Chancen bei Investitionen in bestimmte Strategien, etwa notleidende Kredite, verbessern.

## Abbildung 9: Luft nach oben

Antworten auf die Preqin-Anlegerumfrage vom Juni 2023 auf folgende Frage: "Wie viel Kapital werden Sie in den nächsten 12 Monaten für Private Debt einsetzen?"



Quelle: BlackRock, Preqin-Anlegerumfrage vom Juni 2023 (sowie Ergebnisse der Umfrage vom Juni 2022 zum Vergleich).



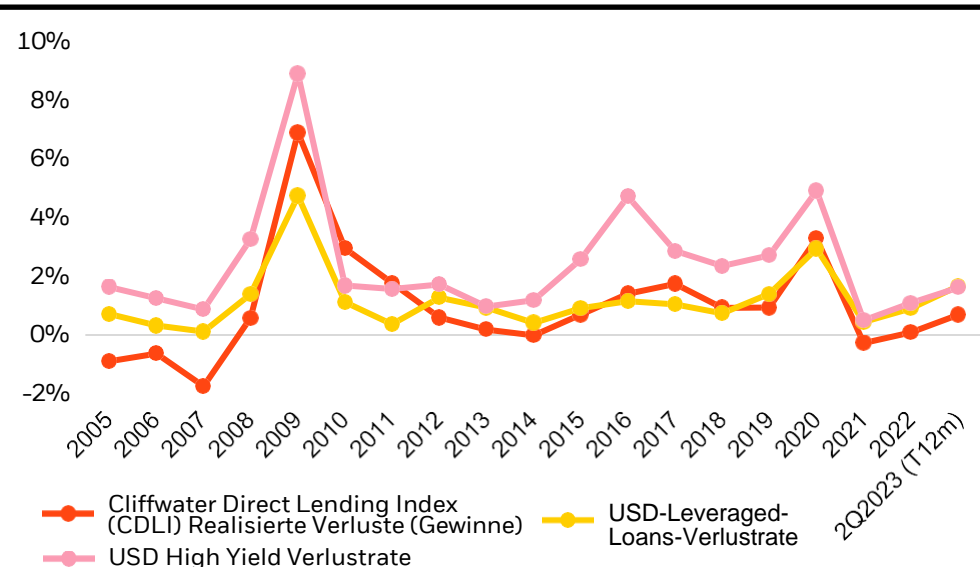
# Private Debt: Schwerpunkte 2024

Mit Blick auf das Jahr 2024 konzentrieren wir uns auf zwei wichtige Themen bei Private Debt:

- 1) Normalisierte, aber begrenzte Verlustraten.** Wir erwarten in den nächsten Quartalen einen weiteren moderaten Anstieg der Verlustraten um 50 bis 100 Basispunkte, und zwar sowohl an den öffentlichen als auch an den privaten Kreditmärkten. Damit sollte sich der seit dem ersten Halbjahr 2023 bestehende Trend fortsetzen (siehe Abbildung 10). Auslöser für diese Entwicklung dürfen in erster Linie die höheren Kapitalkosten sein, die unserer Einschätzung nach anhalten werden. Ein starker Konjunkturrückgang würde die realisierten Verlustraten weiter anheizen. Wir gehen davon aus, dass die Verlustraten in einigen Private-Debt-Strategien – so etwa beim vorrangig besicherten Direct Lending – niedriger als die ihrer börslich gehandelten Pendanten ausfallen werden, wie es auch in der Vergangenheit der Fall war (siehe Abbildung 10).
- 2) Neue und optimierte Finanzierungsmöglichkeiten.** Neben dem Wachstum erwarten wir, dass sich die Anlageklasse Private Debt weiterentwickeln wird, wozu die Ausweitung des adressierbaren Marktes ebenso gehören dürfte wie mehr Spielraum bei den Finanzierungsmöglichkeiten. In der Praxis bedeutet dies, dass sich mehr Überschneidungen zwischen den Private-Debt- und den Konsortialkreditmärkten ergeben könnten. Wir gehen davon aus, dass Private Debt nicht nur im Rahmen von Sponsor-Transaktionen, sondern auch bei nicht gesponserten Transaktionen, bei Going-Private-Refinanzierungen sowie bei größeren Lending-Deals eine Rolle spielen wird. Wir sehen auch Spielraum für mehr und neue Partnerschaften. So haben beispielsweise mehrere globale Banken formelle Beziehungen zu Kreditgebern jenseits der Bankenwelt angekündigt, um ihren Kunden ein breites Spektrum an Möglichkeiten für ihren Finanzierungsbedarf zu eröffnen. Und schließlich erwarten wir ein Wachstum bei Debt-Strategien wie Collateralized Loan Obligations (CLOs) und Private Debt Secondaries.

## Abbildung 10: Die Verlustraten bei Public und Private Debt dürften 2024 wegen höherer Kapitalkosten moderat steigen

Historische Verlustraten (%) für den Cliffwater Direct Lending Index sowie der von Moody's beobachteten USD-Hochzinsanleihen und Leveraged Loans



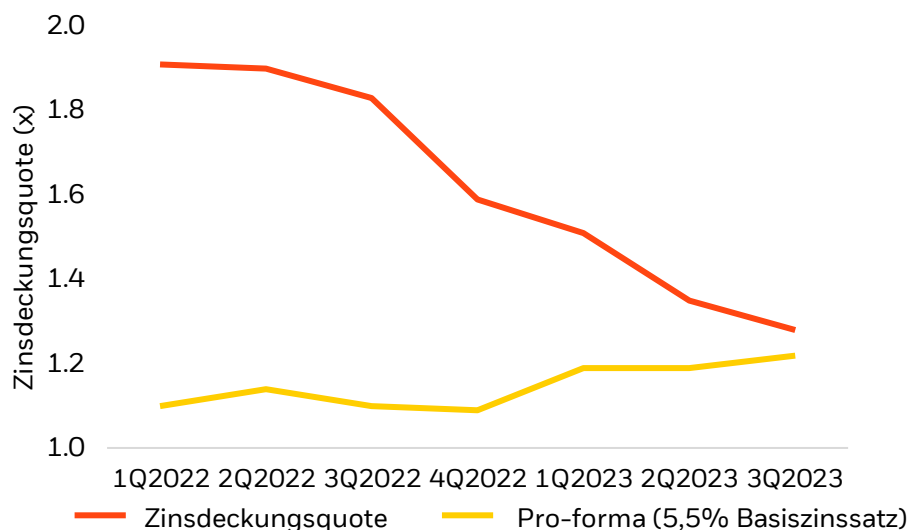
Quelle: BlackRock, Moody's, Cliffwater. Für den CDLI zeigen wir jährliche und nachlaufende 12-monatige Daten zur realisierten Verlustrate für das zweite Quartal 2023 (die aktuellsten verfügbaren Daten für den CDLI). Realisierte Gewinne können aus Equity Stubs, Optionsscheine und Exit-Gewinnen stammen. Diese kamen in den Jahren 2005 bis 2007 häufiger vor, als Second-Lien- und Mezzanine-Kredite einen größeren Anteil am CDLI ausmachten. Wir gehen von einer 40-%igen Erholungsrate für High Yield und einer 60-%igen Erholungsrate bei Leveraged Loans aus, um auf Basis der emittentengewichteten, nachlaufenden 12-Monats-Ausfall-Daten von Moody's zu geschätzten Verlustraten zu kommen. Die Verlustraten für Hochzinsanleihen und Leveraged Loans beziehen sich auf die von Moody's beobachteten Hochzinsanleihen und Leveraged Loans. **Die angegebenen Zahlen beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit, die kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse ist.** Die Renditen der Indizes enthalten keine Verwaltungsgebühren, Transaktionskosten oder andere Ausgaben. Indizes werden nicht gemanagt, und man kann nicht direkt in einen Index investieren.

# Private Debt: Gegenwind durch Zinskosten

Ähnlich wie bei variabel verzinslichen börslich gehandelten Anleihen (siehe weiter unten) haben der rasche Anstieg der Zinssätze seit Anfang 2022 und der damit verbundene kostspieligere Schuldendienst auch Schuldner an den Privatmärkten Gegenwind beschert. Abbildungen 11 und 12 veranschaulichen diese Entwicklung: Sie zeigen den Trend bei der Zinsdeckung und der Deckung der Fixkosten bei mehr als 4.500 privaten US-Portfoliounternehmen (auf Basis von 150 alternativen Asset-Managern), die zum Lincoln International Senior Debt Index (LSDI) gehören. Da nun der Großteil, wenn nicht sogar alle, Zinserhöhungsschritte in den USA, im Euroraum und in Großbritannien hinter uns liegen dürften, dürfte der Druck auf die Kosten für variabel verzinsliche Anleihen nicht mehr wesentlich zunehmen. Dennoch erwarten wir keine Erleichterung in Form von Zinssenkungen im ersten Halbjahr 2024. Dies unterstreicht nochmals, wie wichtig die Auswahl der Kredite ist (die den Schwerpunkt auf Unternehmen legen sollte, die höhere Fremdkapitalkosten bewältigen und teilweise ausgleichen können), aber auch das Fachwissen des Managements, die Integration struktureller Schutzmechanismen und ein kontinuierliches Monitoring.

## Abbildung 11: Zinsdeckung

Größengewichtete Zinsdeckungsquoten für die über 4.500 von LSDI erfassten Portfoliounternehmen: tatsächlich und pro forma mit 5,5 % Basiszinssatz

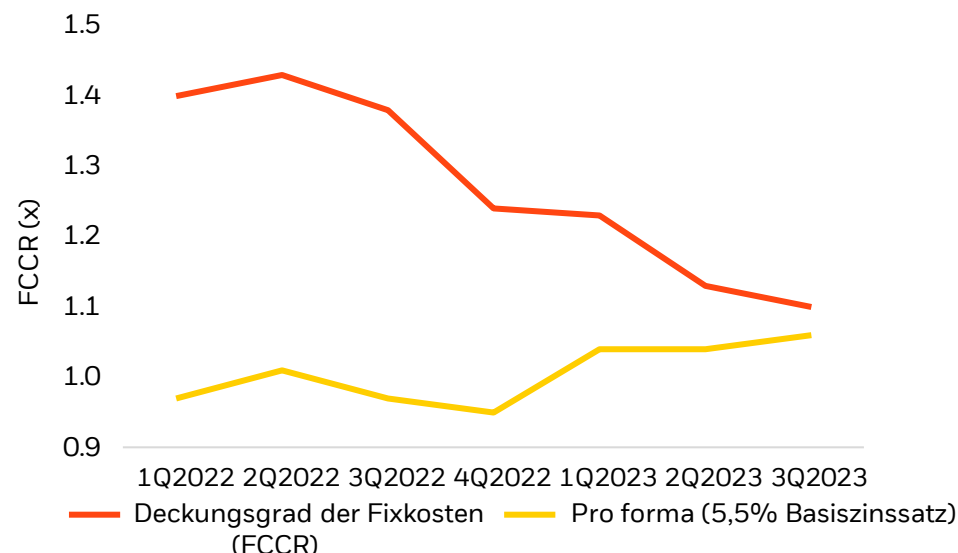


Quelle: BlackRock, Lincoln Valuations & Opinions Group Proprietary Private Market Database. Stand: Q3/2023. Zinsdeckungsquote = (EBITDA der letzten zwölf Monate (LTM) - Capex) / tatsächliche LTM-Zinsen. Die Investitionsausgaben ("Capex") verwenden standardmäßig LTM Capex. Wenn LTM Capex nicht verfügbar ist, wird NFY Capex verwendet, und LFY Capex, wenn sowohl LTM Capex als auch NFY Capex nicht verfügbar sind.

NUR FÜR PROFESSIONELLE KUNDEN

## Abbildung 12: Deckung der Fixkosten

Größengewichteter Deckungsgrad der Fixkosten (FCCR) für die über 4.500 von LSDI erfassten Portfoliounternehmen: tatsächlich und pro forma mit 5,5% Basiszinssatz



Quelle: BlackRock, Lincoln Valuations & Opinions Group Proprietary Private Market Database. Stand: 3Q2023. FCCR = (LTM EBITDA - Steuern - Capex) / LTM Zinsaufwand + (1% \* Gesamtverschuldung). Die Investitionsausgaben ("Capex") verwenden standardmäßig LTM Capex. Wenn LTM Capex nicht verfügbar ist, wird NFY Capex verwendet, und LFY Capex, wenn sowohl LTM Capex als auch NFY Capex nicht verfügbar sind.

# Private Debt: Vintage-Unterschiede bleiben

Während die aggregierten Kennzahlen für Zins- und Fixkostendeckung den Trend verdeutlichen, gibt es nach wie vor erhebliche Unterschiede bei den Fundamentaldaten zwischen den verschiedenen Vintages – ein Trend, der sich unserer Ansicht nach 2024 noch verstärken dürfte.

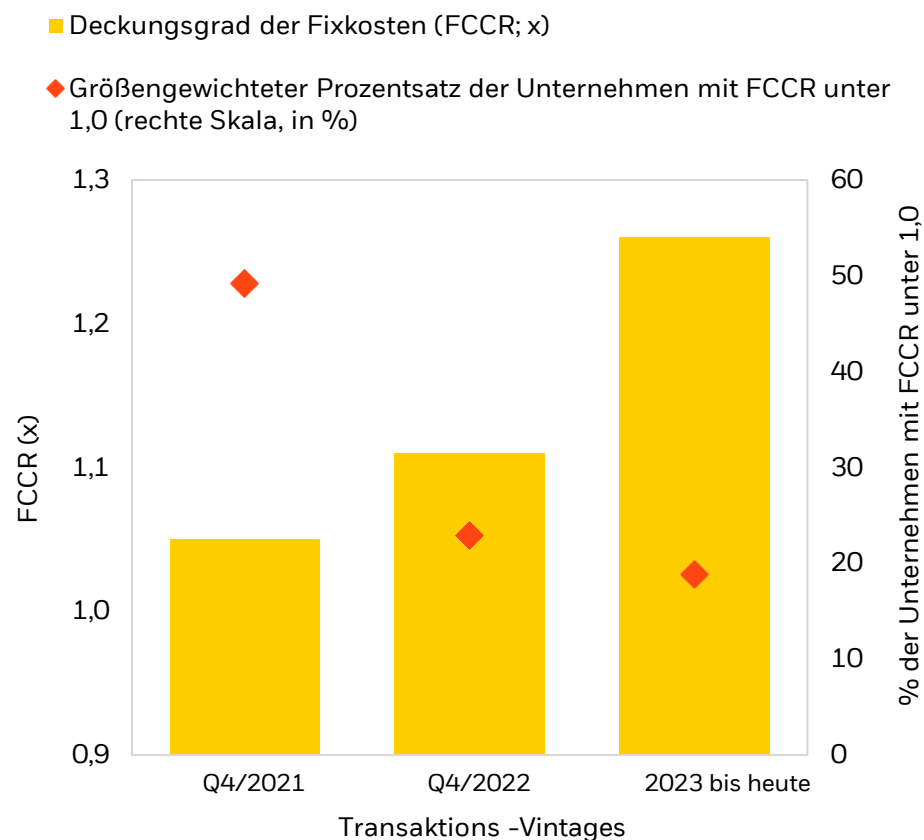
Abbildung 13 verdeutlicht diese Streuung nach Jahrgängen, wiederum unter Verwendung des Universums der von LSDI erfassten Portfoliounternehmen. So liegt beispielsweise der durchschnittliche Deckungsgrad der Fixkosten für Transaktionen, die im vierten Quartal 2021, also vor Beginn des Zinserhöhungszyklus der Fed, abgeschlossen wurden, bei 1,05 und bei 49,2 % dieser Transaktionen bei unter 1,0. Im Gegensatz dazu liegt der durchschnittliche Deckungsgrad der Fixkosten für Transaktionen, die in den ersten neun Monaten des Jahres 2023 abgeschlossen wurden, bei 1,26 und bei 18,8 % dieser Transaktionen bei unter 1,0.

Die Unternehmen und Sponsoren haben sich auf diese höheren Kosten für den Schuldendienst eingestellt. So sind zum Beispiel die gesamten Investitionsausgaben innerhalb des LSDI seit Anfang 2023 um 6 % zurückgegangen, während das EBITDA im gleichen Zeitraum um 1,4 % gestiegen ist. Der Fair Value der privaten Darlehen im LSDI stieg im dritten Quartal 2023 auf 97,8 %, verglichen mit 96,9 % im zweiten Quartal 2023, was auf die fundamentale Performance und die leicht verengten Kreditmarkt-Spreads zurückzuführen ist.

Wir gehen davon aus, dass Fragen rund um die Kosten für den Schuldendienst auch im Jahr 2024 ein zentrales Thema sein werden, insbesondere bei älteren Transaktionen, die abgeschlossen wurden, als das Zinsumfeld noch günstiger war als heute. Für das Private-Debt-Universum dürfte dies bedeuten, dass es eine Rolle spielt, ob ein Unternehmen in der Lage ist, *kapitaleffizientes* Wachstum zu generieren und nicht bloß Wachstum um jeden Preis, wie dies in einer Zeit extrem niedriger Zinssätze häufiger anzutreffen war.

## Abbildung 13: Vintage-Unterschiede nach Zinsumfeld

Deckungsgrade der Fixkosten für den LSDI nach Transaktions-Vintages



Quelle: BlackRock, Lincoln Valuations & Opinions Group Proprietary Database. Berechnungen: Fixed Charge Coverage Ratio = LTM EBITDA - Steuern - Capex / LTM Zinsaufwand + (1% \* Gesamtverschuldung).

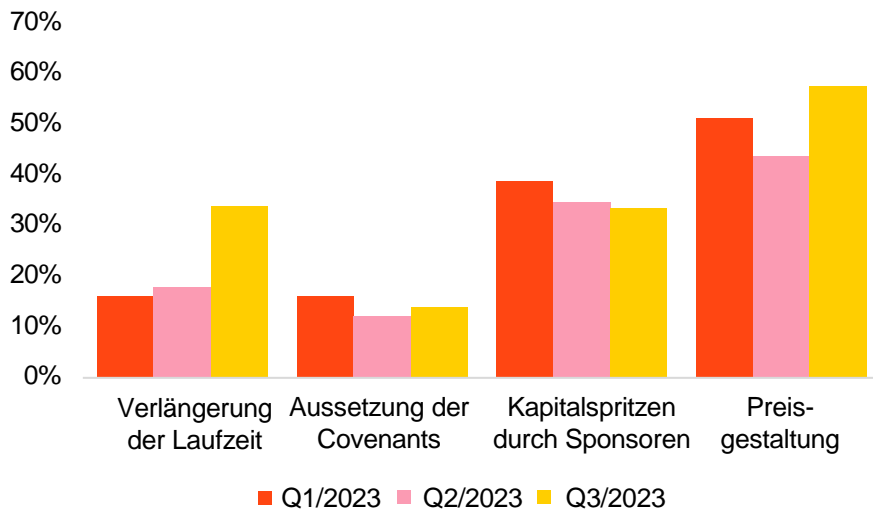
# Private Debt: Kreditnehmer und Kreditgeber

Trotz höherer Kapitalkosten und steigendem Druck für Kreditnehmer ist die Covenant-Ausfallrate für den LSDI in den letzten beiden Quartalen *gesunken* (Abbildung 15). Dieses unerwartete Ergebnis ist unseres Erachtens auf die langjährigen Beziehungen zwischen Kreditnehmern und Kreditgebern (bzw. einer kleinen Gruppe von Kreditgebern) auf dem Private-Debt-Markt zurückzuführen. Dank dieses Verhältnisses können finanzielle Engpässe teilweise proaktiver und effizienter angegangen werden als im öffentlichen Sektor, wo in der Regel viel mehr Kreditgeber beteiligt sind.

Laut dem [Bericht von Lincoln International für das dritte Quartal 2023](#) (in englischer Sprache) wurden in den ersten neun Monaten des Jahres 2023 bei den von LSDI erfassten Unternehmen mehr als 550 Anpassungen vorgenommen (siehe Abbildung 14). Ein beträchtlicher Teil davon betraf Kuponerhöhungen wegen Eigenkapitalspritzen durch Sponsoren, da Kreditgeber und Kreditnehmer "proaktiv gegen drohende Covenant-Ausfälle aufgrund von Liquiditätsengpässen und sinkenden Fixkostendeckungsgraden vorgehen". Die typische Form dieser Anpassungen unterstreicht erneut, wie wichtig die Kreditauswahl und die Diversifizierung über die unterschiedlichen Vintages ist. Laut Lincoln erfolgten die meisten Anpassungen im dritten Quartal 2023 bei Transaktionen, die im Jahr 2021 oder davor abgeschlossen worden waren (als die Zinssätze noch wesentlich niedriger waren). Außerdem mussten 60 Unternehmen im Jahr 2023 mehrere Anpassungen durchführen. Diese Unternehmen kamen in der Mehrzahl aus den Sektoren Unternehmensdienstleistungen und Konsumgüter bzw. hatten ihre Kredite 2021 abgeschlossen.

## Abbildung 14: Anpassungen der Covenants

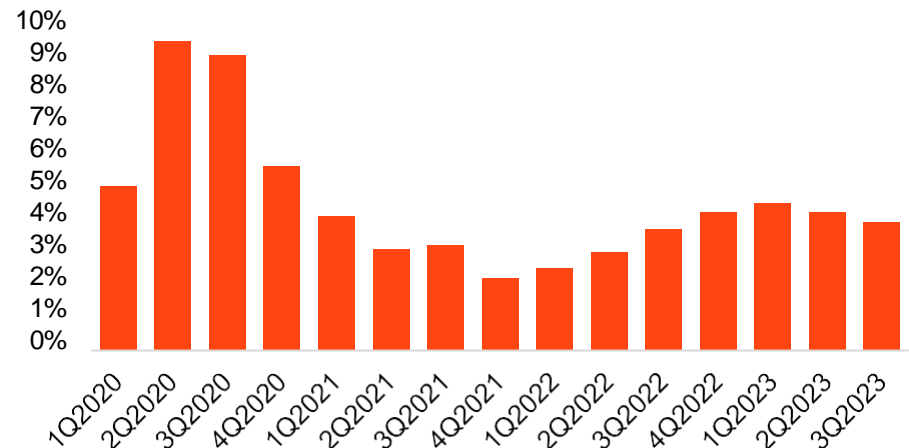
Aufgliederung der über 550 Anpassungen in den ersten neun Monaten 2023 (beteiligt waren 15 % der von LSDI erfassten Unternehmen)



Quelle: BlackRock, Lincoln International Valuations & Opinions Group Proprietary Private Market Database; Stand: Lincolns Bericht zu Q3/2023.

## Abbildung 15: Private-Debt-Ausfallraten sinken

Größengewichtete Covenants-Ausfallraten bei den über 4.500 von LSDI erfassten Portfoliounternehmen



Quelle: BlackRock, Lincoln International Valuations & Opinions Group Proprietary Private Market Database. Stand: Q3/2023. Anmerkung: Ein Ausfall ist definiert als ein Covenant-Ausfall und nicht als ein monetärer Ausfall. Die Analyse wurde auf Basis eines größengewichteten Ansatzes durchgeführt, bei dem die gesamte Nettoverschuldung für jedes der Portfoliounternehmen berücksichtigt wurde, das in dem jeweiligen Quartal ein ausgefallenes Wertpapier hatte.

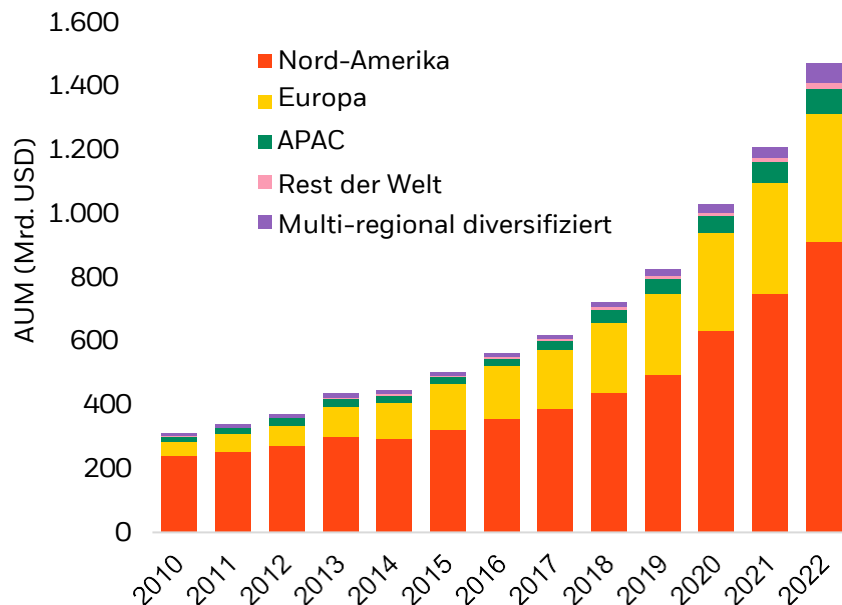
# Private Debt: Reichlich Spielraum für Wachstum außerhalb der USA

Auf regionaler Ebene entfallen derzeit etwa zwei Drittel des globalen in Private Debt verwalteten Vermögens auf Nordamerika (Abbildung 16). Für 2024 und darüber hinaus sehen wir Spielraum dafür, dass Private Debt in Regionen wie Europa und vor allem im asiatisch-pazifischen Raum (APAC) weiter Fuß fasst. Die Finanzierungen sind in diesen Regionen im Vergleich zu den USA und Kanada derzeit viel stärker auf Banken angewiesen (Abbildung 17). So sehen wir etwa in der APAC-Region eine spezielle Chance für Private Debt (das noch relativ jung ist), zusätzliches Kapital (mit geringerem Verwässerungseffekt) bei Private-Equity-Aktivitäten zur Verfügung zu stellen, dies insbesondere außerhalb von traditionell vermögensintensiven Sektoren wie Immobilien.

Dass sich hier die Möglichkeit einer regionalen Diversifizierung in anderen Industrieländern ergibt, könnte für Anleger, die sich bereits in erheblichem Umfang in Nordamerika engagiert haben, besonders attraktiv sein. Angesichts des langfristigen Charakters von Private-Debt-Anlagen müssen jedoch die regional unterschiedlichen wirtschaftlichen, devisenbezogenen, rechtlichen und geopolitischen Bedingungen berücksichtigt werden. Aus diesem Grund werden lokales Fachwissen und umfangreiche Erfahrungen der Manager immer wichtiger.

## Abbildung 16: In Private Debt verwaltetes Vermögen nach Regionen

Weltweit in Private Debt verwaltetes Vermögen (in Mrd. USD) nach Regionen

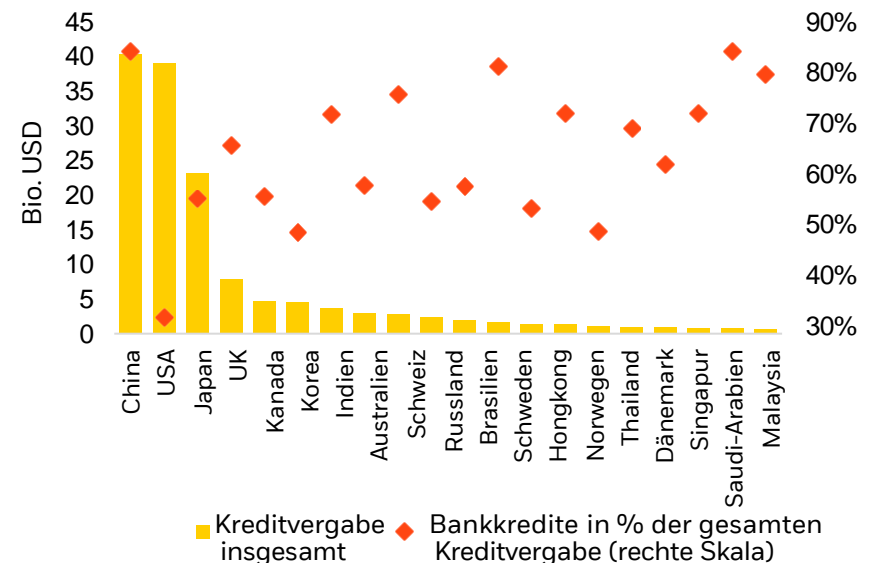


Quelle: BlackRock, Preqin. Jeweils zum Ende des Kalenderjahres.

NUR FÜR PROFESSIONELLE KUNDEN

## Abbildung 17: Der Anteil der Banken an der Kreditvergabe variiert

Kreditvergabe insgesamt an privaten Nicht-Finanzsektor (Kernverschuldung) und Anteil der Banken daran (rechte Skala)



Quelle: BlackRock, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich. Stand: Q1/2023. Ohne Länder/Regionen mit einem ausstehenden Kreditvolumen von weniger als 630 Mrd. USD in Q1/2023.



# Private Debt: Künftige Schwerpunktbereiche

Im Zuge der Weiterentwicklung der Anlageklasse Private Debt erwarten wir weiteres Wachstum in zwei aufstrebenden Marktsegmenten: bei Private Debt Secondaries und Private Debt CLOs, die auch Middle Market CLOs genannt werden.

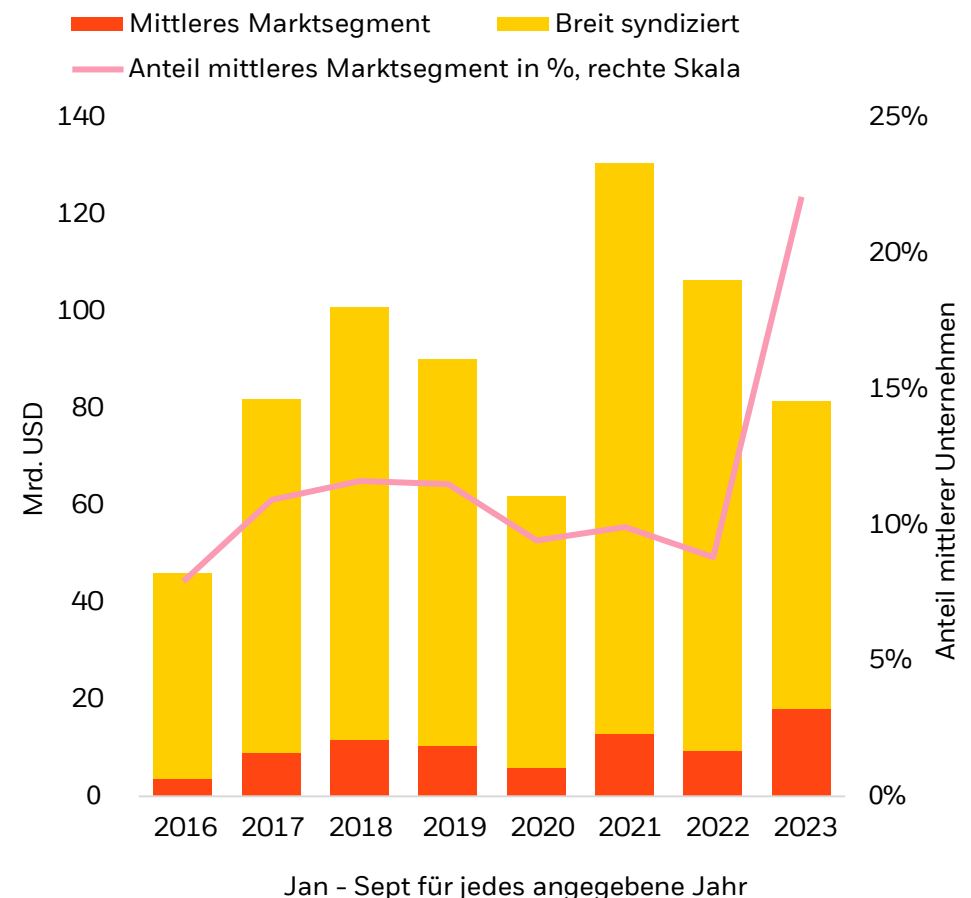
Laut dem Investor Coller Capital und Daten von Pitchbook LCD wird das gesamte Handelsvolumen auf dem Private-Debt-Sekundärmarkt im Jahr 2022 17 Mrd. USD erreichen, und damit mehr als das 30-Fache des gesamten Handelsvolumens im Jahr 2012. Coller geht davon aus, dass Private Debt Secondaries bis 2026 ein Volumen von 50 Mrd. USD erreichen werden, vor allem wegen des raschen Wachstums von Private Debt.

Anleger nutzen die Sekundärmärkte aus vielen verschiedenen Gründen, etwa um ihre Portfolios neu zu gewichten oder umzuschichten. Die Sekundärmarktpreise für Private-Debt-Fonds hängen in hohem Maße von der Art der Darlehen (also vorrangig, Mezzanine oder notleidend), dem Vintage, dem Laufzeitstadium des Fonds und dem Manager ab. Wir denken, dass zusätzliche Möglichkeiten, Liquidität zu beschaffen (und ggf. langfristige Engagements anzupassen), dazu beitragen werden, dass mehr Anleger in Private Debt investieren.

Der zweite Wachstumsbereich sind Middle Market CLOs, die Darlehen umfassen können, die direkt von Private-Debt-Kreditgebern stammen. Wie Abbildung 18 zeigt, entfällt auf solche Middle Market CLOs inzwischen ein größerer Anteil aller CLO-Emissionen. Tatsächlich wurde in einem [Bloomberg-Artikel](#) vom Juli 2023 (in englischer Sprache) darauf hingewiesen, dass Middle Market CLOs von einigen Direktkreditgebern zur Finanzierung von Teilen ihres eigenen Kreditgeschäfts eingesetzt werden.

## Abbildung 18: Der Anteil von Middle Market CLOs am gesamten CLO-Emissionsvolumen steigt

CLO-Emissionsvolumen in den USA, Januar bis September für jedes angegebene Jahr



Quelle: BlackRock, Pitchbook LCD. 2023 ist der Stand vom 26. September 2023.

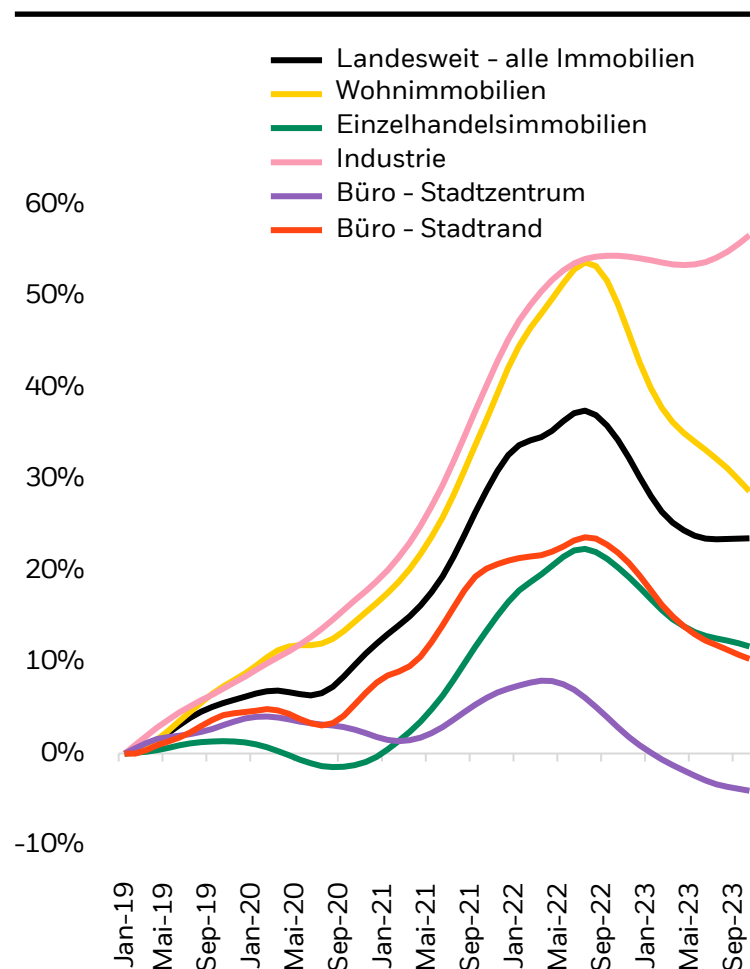
# CRE: Unterschiede bleiben

In den USA verläuft die Entwicklung in den verschiedenen Segmenten des Gewerbeimmobilienmarktes (CRE) nach wie vor sehr uneinheitlich (Abbildung 19). Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend auch 2024 fortsetzen wird, und sehen Raum für zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Marktpreise, dies vor allem bei Büroimmobilien sowie in geringerem Maße bei einigen Wohnimmobilien (Mehrfamilienhäusern). Innerhalb der Segmente des CRE-Marktes sowie regional gibt es weiterhin erhebliche Unterschiede. Unserer Ansicht nach werden viele der Themen, die 2023 wichtig waren, auch 2024 im Fokus stehen, so zum Beispiel:

- 1) Höhere Kapitalkosten.** Die Kapitalisierungsraten (auch Cap Rates, also das Verhältnis der jährlichen Netto-Einnahmen zum aktuellen Marktpreis einer Immobilie) haben mit dem Anstieg der Zinssätze nicht Schritt gehalten (Abbildung 22). Wenn die Cap Rates (in allen CRE-Segmenten) steigen, dürften die Bewertungen sinken. Höhere Fremdkapitalkosten in Verbindung mit niedrigeren Vermögenswerten können unter Umständen eine Refinanzierung unwirtschaftlich machen.
- 2) Bevorstehende Fälligkeiten.** Nach Angaben von Real Capital Analytics (RCA) werden 2024 und 2025 jeweils CRE-Kredite in Höhe von fast 500 Mrd. USD fällig. Etwa 20 % dieser Fälligkeiten entfallen laut RCA auf Büroimmobilien.
- 3) Strengere CRE-Kreditvergabestandards.** Die Fed hielt in ihrem [Senior Loan Officer Opinion Survey \(SLOOS\)](#) (in englischer Sprache) vom Oktober 2023 fest, dass die Banken strengere Standards und eine schwächere Nachfrage für alle Kredite im Gewerbeimmobiliensegment meldeten (Abbildung 20).
- 4) Geringe Büronutzung.** Aufgrund der Verlagerung auf hybride Arbeitsmodelle nach der Pandemie liegt die Büronutzung in den US-Metropolen deutlich unter dem Vor-Corona-Trend (Abbildung 21).
- 5) Erhöhtes Wohnungsangebot.** Eine Welle von Wohnungsneubauten im Jahr 2022 könnte zu einem vorübergehenden Überangebot in bestimmten US-Metropolen führen.
- 6) Rückenwind für die Industrie.** Die wachsende Nutzung von Online-Shopping sowie die Bemühungen um resilientere Lieferketten dürften dem Industriesektor längerfristig Rückenwind verleihen.

## Abbildung 19: CRE bleibt uneinheitlich

Kumulative prozentuale Veränderung des Niveaus der Real Capital Analytics Commercial Property Price Indices, seit Januar 2019

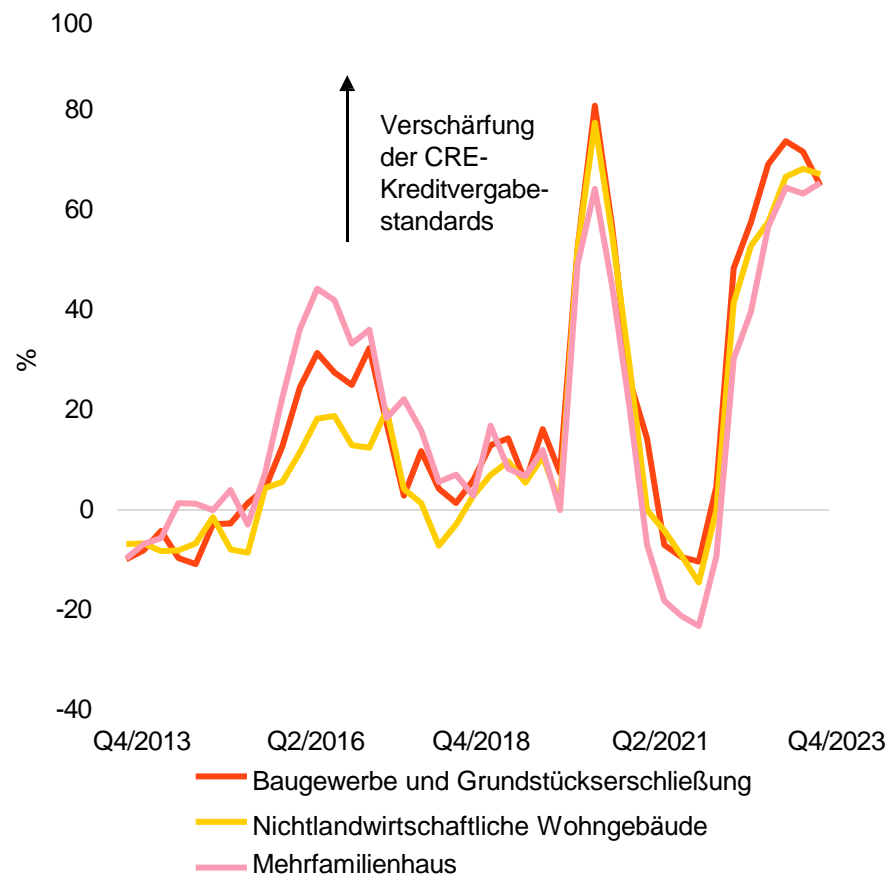


Quelle: BlackRock, Real Capital Analytics. Erfasst Daten bis zum 31. Oktober 2023.

# CRE: Strengere Kreditvergabe, andere Büronutzung

**Abbildung 20: Strenge CRE-Kreditvergabe**

Netto-Prozentsatz der inländischen Befragten im Senior Loan Officer Opinion Survey (SLOOS) der Fed, die die Standards für CRE-Kredite verschärfen

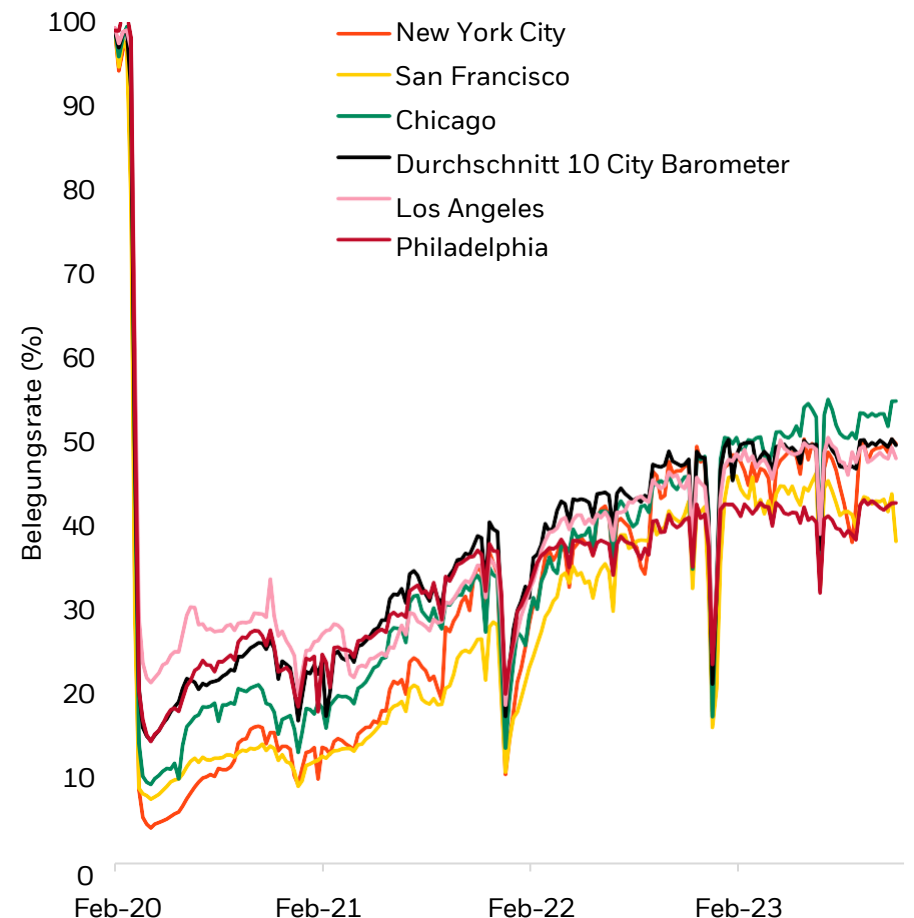


Quelle: BlackRock, Board of Governors of the Federal Reserve System, laut Senior Loan Officer Opinion Survey Oktober 2023 (letzte verfügbare Umfrage). Die befragten Banken erhielten die Umfrage am 25. September 2023, die Rückmeldungen erfolgten bis zum 5. Oktober 2023.

NUR FÜR PROFESSIONELLE KUNDEN

**Abbildung 21: Geringe Bürobelegung**

Wöchentliche Bürobelegungsdaten in den wichtigsten US-Metropolen



Quelle: BlackRock, Kastle, Bloomberg. Das Kastle 10 City Barometer umfasst die folgenden Metropolen: Washington D.C., New York City, Chicago, Houston, Philadelphia, San Francisco, Los Angeles, Dallas, San Jose und Austin. Stand: 15. November 2023.

# CRE: Die Herabstufung zu notleidenden CRE-Krediten beginnt gerade erst

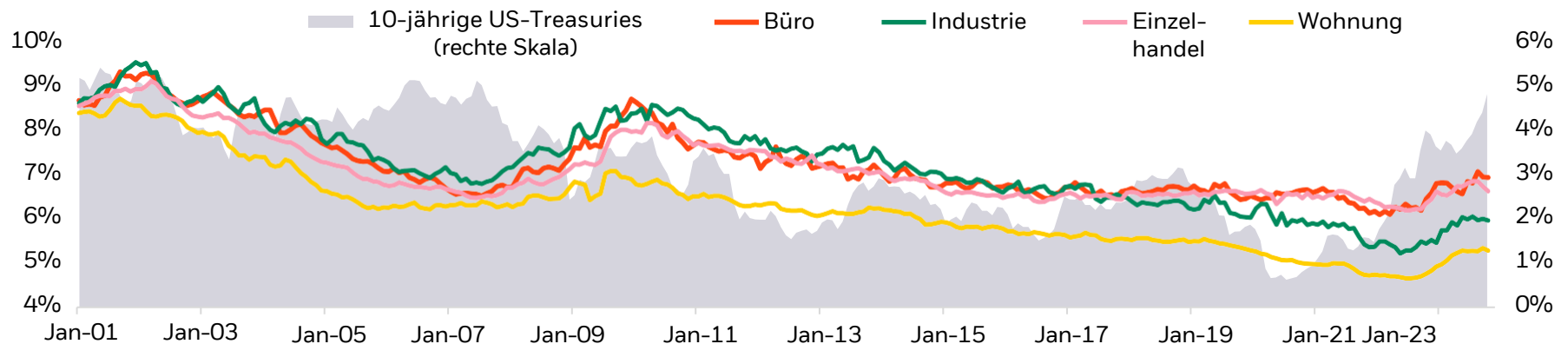
Wir gehen davon aus, dass unter den Gewerbeimmobilien Büros auch künftig besonders anfällig sein werden. Denn bei ihnen treffen mehrere Probleme zusammen, so die höheren Zinssätze bei der Refinanzierung, strengere Kreditvergabestandards der Banken für Gewerbeimmobilien im Allgemeinen und eine strukturell bedingte geringere Nutzung von Büroflächen. Anlässlich der jüngsten Verlautbarung ihrer Ergebnisse im Oktober 2023 bemerkte eine große US-Regionalbank zur Herabstufung einiger ihrer Mehrmieterbürogebäude von „kritisch“ zu „notleidend“ Folgendes: „Wir denken nicht, dass sie auf dem derzeitigen Markt refinanzierbar sind. Der Schritt von ‚kritisch‘ zu ‚notleidend‘ ... erfolgt, wenn man beobachtet, dass die Cap Rates steigen, ... und man den Wert der Immobilien daran anpasst.“

Da Büromietverträge meist langfristig abgeschlossen werden und Gewerbeimmobilien zu den illiquiden Anlageklassen gehören, sind die Preisfindungs- und Ausfall-/Verlustzyklen tendenziell länger als dies auf dem Markt für Unternehmenskredite üblich ist. So dauerte es seit Beginn der globalen Finanzkrise im September 2007 34 Monate, bis der RCA Commercial Property Price Index seinen Tiefpunkt erreicht hatte. Obgleich sich der heutige Gewerbeimmobilienmarkt unserer Ansicht nach deutlich von dem damaligen unterscheidet, gehen wir davon aus, dass sich weiterer Preisdruck im CRE-Segment über mehrere Jahre hinweg, wohl bis 2025 hinein, auswirken wird.

Für den Preisfindungsprozess wird ein Wiederanstieg des Transaktionsvolumens entscheidend sein (Abb. 23), denn bei einem Verkauf erfolgt in der Regel die Neubewertung einer Immobilie.

## Abbildung 22: Höhere CRE Cap Rates dürften Druck auf die Bewertungen ausüben

Durchschnittliche Cap Rates im CRE-Segment (%; rollierend über drei Monate) und die Rendite 10-jähriger US-Treasuries (%; rechte Skala)

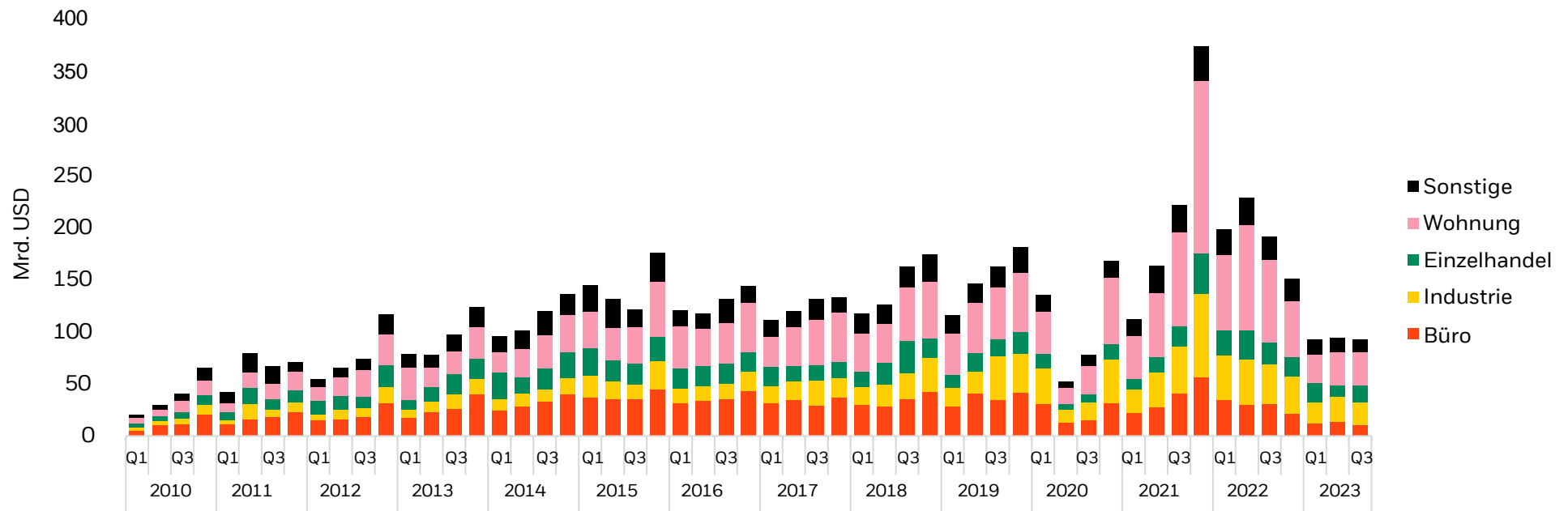


Quelle: BlackRock, Real Capital Analytics. Erfasst Daten bis zum 31. Oktober 2023.

# CRE: Transaktionen sind zentral für Neubewertungen

## Abbildung 23: CRE-Transaktionsvolumen bleibt gedämpft

Vierteljährliches CRE-Transaktionsvolumen in den USA, nach Objektart



Quelle: BlackRock, Real Capital Analytics. "Sonstige" umfasst: Hotels, Entwicklungsgrundstücke und Seniorenwohnungen & Pflege. Erfasst Daten bis Q3/2023.

Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, dass die Zahl der notleidenden gewerblichen Immobilienkredite weiter zugenommen hat. Nach Daten von RCA stieg der Wert der ausstehenden notleidenden Kredite in diesem Segment im dritten Quartal 2023 das fünfte Vierteljahr in Folge und lag bei 79,7 Mrd. USD (gegenüber 71,8 Mrd. USD im zweiten Quartal 2023). Damit erreichte er den höchsten Wert seit 2013, lag aber immer noch deutlich unter dem Höchststand von fast 200 Mrd. USD während der globalen Finanzkrise (laut Daten von RCA). Auf Büroimmobilienkredite entfallen 41 % der ausstehenden 79,7 Mrd. USD aus notleidenden Immobilienkrediten (Abb. 24).

Allerdings betraf die wachsende Pipeline notleidender und potenziell notleidender Immobilienkredite in den ersten neun Monaten des Jahres 2023 keineswegs nur Büroimmobilien. Wie Abbildung 25 zeigt, trug auch das Wohnungssegment zu den potenziell notleidenden Immobilienkrediten erheblich bei (was zum Teil auf den raschen Neubau von Wohnungen in bestimmten Gebieten der USA zurückzuführen sein dürfte).

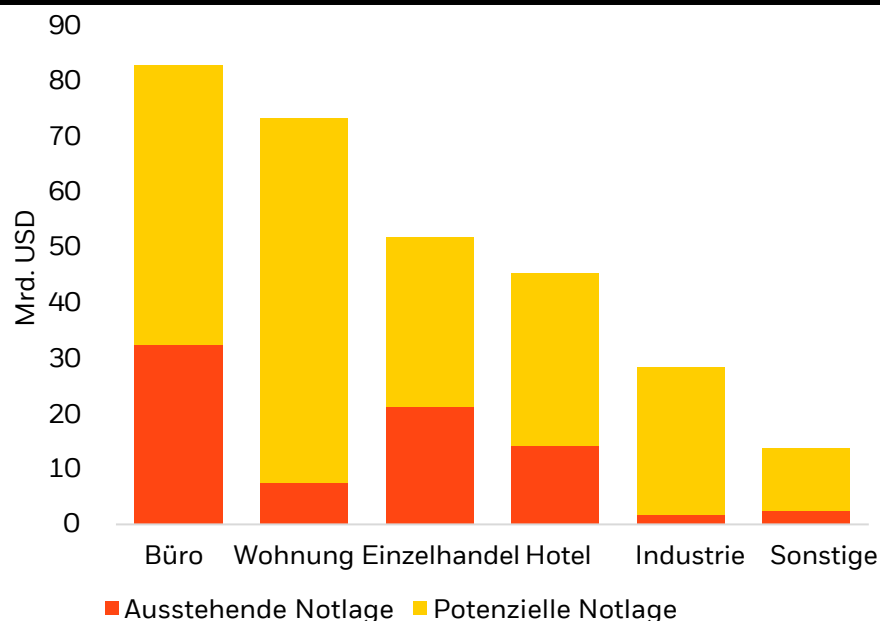


# CRE: Veränderungen der Gemengelage im Blick behalten

Obwohl es durchaus möglich ist, dass es vorübergehend zu einem Überangebot an Wohnraum in einigen US-Metropolen kommt, deutet der längerfristige Trend – insbesondere der [Mangel](#) an erschwinglichem Wohnraum in den USA – darauf hin, dass der Markt in der Lage ist, das Angebot im Laufe der Zeit aufzunehmen. Dabei ist es unserer Meinung nach entscheidend zu beobachten, ob der Stress auf dem CRE-Markt auf andere Segmente übergreift, weil der Refinanzierungsdruck fortbesteht (was den fundamentalen Rückenwind, von dem einige Regionen und Segmente profitieren, abschwächen oder sogar gänzlich zunichtemachen könnte).

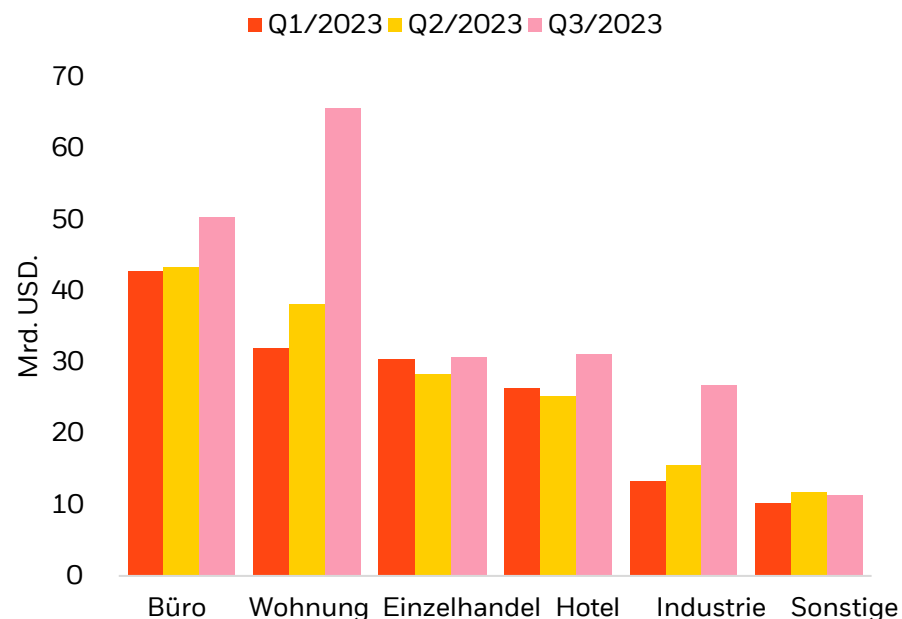
## Abbildung 24: Der größte Anteil an ausstehenden notleidenden Krediten entfällt auf Büros, ...

Notleidende CRE nach Segmenten, Stand: 30. September 2023



## Abbildung 25: ... aber man muss die Veränderungen bei potenziell notleidenden Krediten einbeziehen

Pipeline potenziell notleidender CRE, jeweils zum Quartalsende, nach Segmenten



Quelle für beide Abbildungen: BlackRock, Real Capital Analytics. "Sonstige" umfasst Kategorien wie Self Storage und Fertighäuser. Stand: 30. September 2023. "Ausstehende Notlage" bezieht sich darauf, dass eine Notlage auf Immobilienebene direkt bekannt ist (durch Bekanntgabe von Konkursen, Zahlungsausfällen, Zwangsvollstreckungen und anderer öffentlich gemeldeter Probleme). "Potenzielle Notlage" bezieht sich auf mögliche künftige finanzielle Probleme auf Immobilienebene, etwa durch ausstehende Darlehenszahlungen, Zahlungsaufschub und langsame Vermietung/Verkauf. Dazu gehören auch CMBS-Darlehen, die auf der Beobachtungsliste des Master Servicer stehen.

# CRE: Abwärtsrisiken im Auge behalten

Laut öffentlicher Berichterstattung machen CRE-Büroimmobilienkredite bei den meisten großen Banken nur einen kleinen (niedrigen einstelligen) Prozentsatz ihres Kreditengagements insgesamt aus (einschließlich Nicht-CRE). Kleine Banken hingegen sind stärker engagiert – dies bekräftigte auch der Chef der US-Notenbank Jerome Powell in seinem [öffentlichen Kommentar vor dem Economic Club of New York](#) im Oktober 2023 (in englischer Sprache). Demgegenüber hob ein Bericht von Moody's aus dem August 2023 hervor, dass kleine und mittelgroße Banken hier stärker eingestiegen seien: Einige von ihnen hätten in den nächsten 18 Monaten ein „wesentliches“ Engagement (in Prozent des materiellen Eigenkapitals) bei Fälligkeiten im CRE-Bereich.

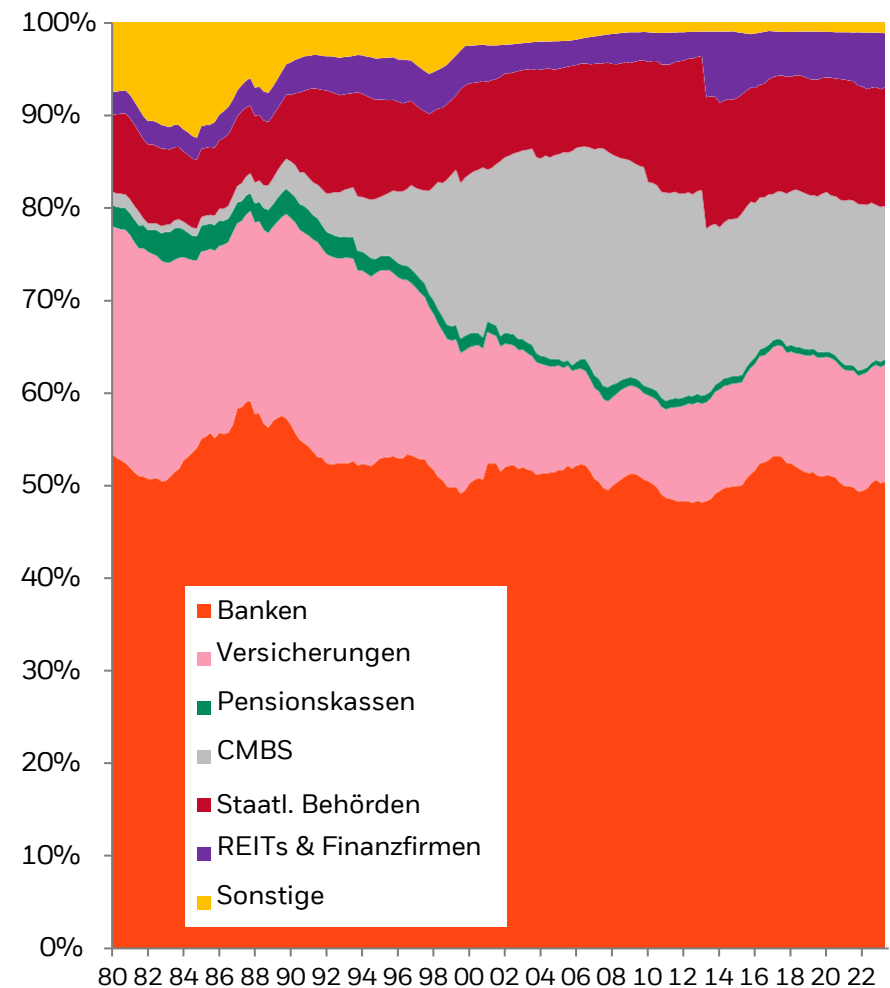
Der [Financial Stability Report](#) (in englischer Sprache) der Fed enthielt die folgende Warnung in Bezug auf den CRE-Büromarkt, falls es zu einer Rezession in den USA kommen sollte:

*„Sollte sich die Konjunktur unerwartet abschwächen, würden die Gewinne von Unternehmen außerhalb des Finanzsektors sinken, und angesichts des allgemein hohen Verschuldungsgrads in diesem Sektor würde ein solcher Rückgang wahrscheinlich zu finanziellem Stress und Zahlungsausfällen bei einigen Unternehmen führen ... Die Bewertungen im Bürogebüdesektor scheinen besonders unsicher, zumal der Umgang mit der Rückkehr an den Arbeitsplatz nach der Pandemie noch immer nicht eindeutig geregelt ist. Eine Korrektur der Bewertungen von Büroimmobilien, gekoppelt mit einer (auch nur leichten) Rezession, könnte für eine Reihe von Finanzinstituten, die beträchtliche Engagements in diesem Bereich halten, zu erheblichen Verlusten führen, darunter für einige regionale und kommunale Banken und Versicherungsgesellschaften. Wenn Kreditgeber hohe Verluste erleiden, kann dies dazu führen, dass sie ihre Bereitschaft zur Kreditvergabe an die Gesamtwirtschaft verringern, was die Wirtschaftstätigkeit weiter beeinträchtigen würde. Während Stresstests darauf hindeuten, dass die größten Banken gut aufgestellt sind, um eine schwere Rezession und schrumpfende CRE-Märkte zu überstehen, könnten andere Finanzinstitute mit konzentrierten Engagements gezwungen sein, sich zurückzuziehen.“*

NUR FÜR PROFESSIONELLE KUNDEN

## Abbildung 26: Das CRE-Engagement von Banken ist hoch

Die Eigentümerstruktur des CRE-Kreditmarkts



Quelle: BlackRock, Federal Reserve Board. Stand: 30. Juni 2023.

# Verbraucher: Höhere Einkommen zeigen Resilienz

Das Wohlbefinden des US-Verbrauchers – der für etwa 68 % des US-BIP verantwortlich ist – bleibt auch beim Einstieg in 2024 ein Indikator, den man genau im Blick behalten sollte. Über weite Strecken des Jahres 2023 zeigte sich der US-Verbraucher bemerkenswert resilient. Dies auch noch in einer Phase, in der die Einschätzungen des Marktes bezüglich der „Sparüberschüsse“ von Privathaushalten bereits wieder von ihren Höchstständen im Jahr 2021, die durch steuerliche Transferleistungen und mangelnde Ausgabemöglichkeiten angekurbelt worden waren, absanken.

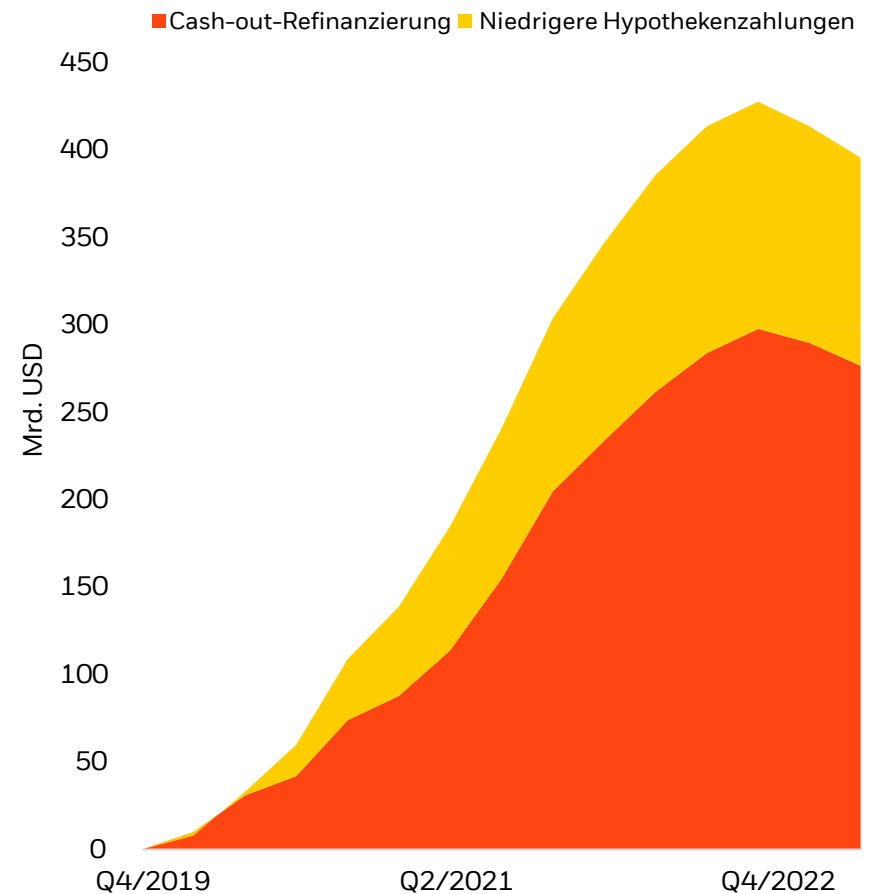
Die Sparüberschüsse stellen zwar durchaus ein Maß für den Wohlstand der Haushalte dar (auch wenn sie von wichtigen und variablen Annahmen bezüglich der Sparquote vor der Pandemie abhängen), erfassen aber keine illiquiden Vermögenswerte, wie z. B. Immobilien. So ist beispielsweise der S&P Core Logic/Case-Shiller U.S. National Home Price Index (der den Wert von Einfamilienhäusern abbildet) von Ende 2019 bis August 2023 um 45 % gestiegen. Unserer Ansicht nach erklärt sich daraus ein großer Teil der Resilienz der Verbraucher im Jahr 2023, insbesondere am oberen Ende des Einkommensspektrums.

Darüber hinaus refinanzierten laut einer [Analyse der New Yorker Federal Reserve](#) (in englischer Sprache) vom Oktober 2023 schätzungsweise 14 Millionen US-Haushalte ihre Hypotheken während der Pandemie (Q2/2020 bis Q4/2021) – zu historisch niedrigen Zinsen. Die kumulierten Einsparungen durch diese niedrigeren Hypothekenzahlungen beliefen sich bis zum zweiten Quartal 2023 auf etwa 120 Milliarden USD (siehe Abbildung 27).

Zusätzlich zu den Ersparnissen aus der Refinanzierung von Hypotheken schätzt die New Yorker Fed, dass sich Hausbesitzer während der Pandemie auf Basis des Eigenkapitals ihrer Häuser durch Cash-out-Refinanzierungen Kapital beschafften. Nach ihren Schätzungen belief sich der Betrag, der durch Cash-out-Refinanzierungen für den Konsum frei wurde, im zweiten Quartal 2023 auf 280 Mrd. USD (siehe Abbildung 27).

## Abbildung 27: Wohneigentum als Mittel für mehr Liquidität

Kumulierter Beitrag zu den liquiden Mitteln von Privathaushalten in den USA, seit dem vierten Quartal 2019 (Mrd. USD)



Quelle: BlackRock, New York Federal Reserve Consumer Credit Panel, Equifax. Stand: Q2/2023.

# Verbraucher: Erste Risse

Unserer Ansicht nach haben diese Ersparnisse in Höhe von insgesamt rund 400 Mrd. USD die Verbraucherausgaben (und das Verbrauchervertrauen) insgesamt erheblich gestützt.

Neben dem Wohneigentum waren es auch andere Faktoren, die den Verbrauchern zur Hilfe kamen, so etwa die Reallohnzuwächse aufgrund eines nach wie vor starken (wenn auch sich abkühlenden) Arbeitsmarktes sowie Erträge aus Kapitalanlagen (Zinseinkünfte, Aktien usw.).

Dabei gilt es jedoch eine wichtige Einschränkung zu beachten: Die Gewinne aus Wohneigentum und Investitionen kommen in der Regel (überproportional) dem oberen Ende des Vermögens- und Einkommensspektrums zugute.

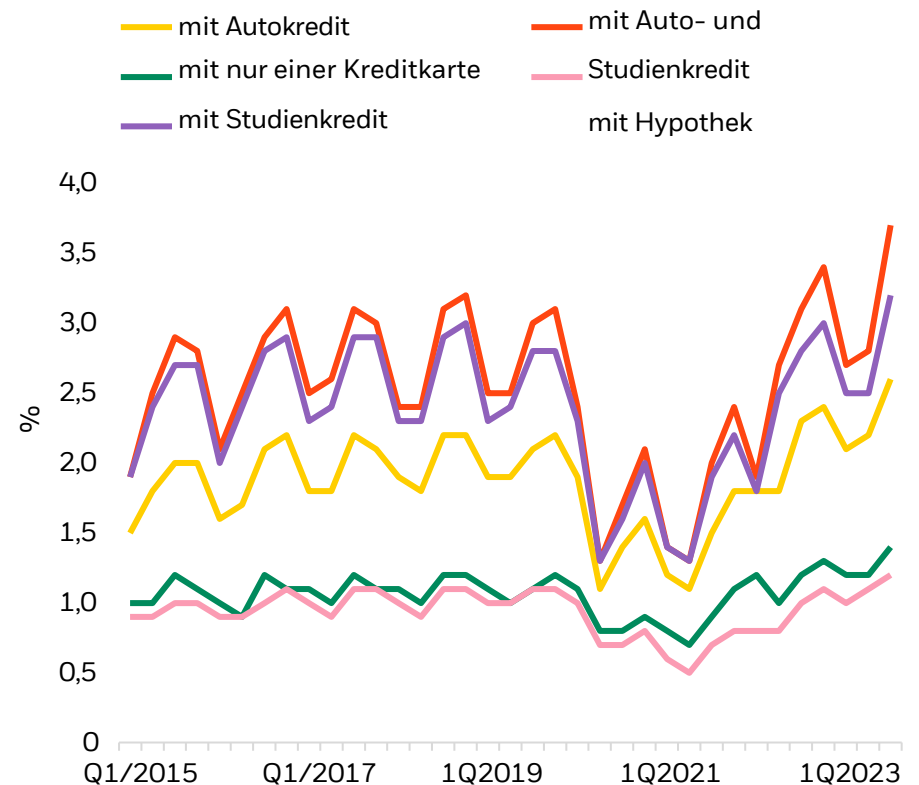
Tatsächlich sehen wir die Verbraucher mit niedrigen Einkommen als die größte Schwachstelle der US-Wirtschaft im Jahr 2024, wobei sich gewisse Probleme bereits jetzt abzeichnen.

Eine [Studie der NY Fed](#) vom November 2023 (in englischer Sprache) zeigt, dass die Zahlungsverzugsraten bei den meisten Kreditprodukten seit ihrem historischen Tiefstand Mitte 2021 gestiegen sind. Während die Verzugsrate bei Hypotheken, die den größten Teil der Verschuldung privater Haushalte ausmachen, unter dem Niveau vor der Pandemie liegt, haben die Verzugsraten bei Autokrediten und Kreditkarten das Niveau vor der Pandemie überschritten und steigen weiter an.

Es überrascht nicht, dass der Anstieg der Zahlungsrückstände bei Kreditkartenschulden vor allem Verbraucher mit geringeren Einkommen sowie solche mit *Auto- und Studienkrediten* betraf (Abb. 28 und 29).

## Abbildung 28: Kreditkarten-Zahlungsrückstände steigen bei Personen mit Auto- und Studienkrediten schnell

Anteil der neu in Verzug geratenen Kreditkartenschuldner (in %)

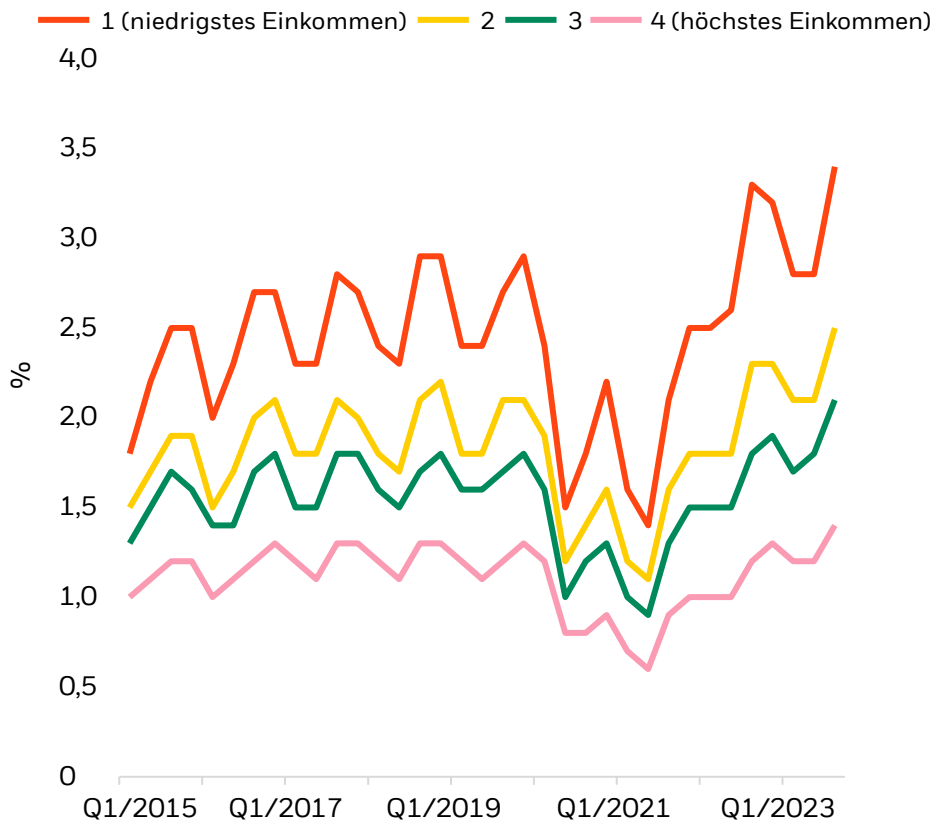


Quelle: BlackRock, New York Fed Consumer Credit Panel /Equifax. Stand: Q3/2023. Anmerkungen: Kreditkartennutzer werden in Gruppen eingeteilt, und zwar ausgehend davon, ob sie bei anderen Kreditarten einen Saldo ungleich Null haben. Kreditnehmer können zu mehreren Gruppen gehören, je nachdem, welche Kredite sie haben.

# Verbraucher: Die Spaltung wird wohl bleiben

## Abbildung 29: Zahlungsverzugsraten in allen Quartilen auf/über dem Niveau von 2019

Anteil der US-Kreditkartenkreditkarteninhaber, die neu in Verzug geraten sind (in %), nach Einkommensquartil



Quelle: BlackRock, New York Fed Consumer Credit Panel/Equifax; American Community Survey. Stand: Q3/2023. Anmerkungen: Kreditkartennutzer werden in Einkommensquartile nach PLZ eingeteilt, indem die PLZ-Bezirke nach den mittleren Einkommen vom niedrigsten zum höchsten Wert eingeteilt und dann in vier gleich große Gruppen nach Einwohnerzahl aufgeteilt werden.

Der [Federal Reserve Financial Stability Report](#) vom Oktober 2023 (in englischer Sprache) bestätigt für das zweite Quartal 2023 einen starken Anstieg der Säumigkeitsraten bei Autokrediten für Kreditnehmer minderer Bonität („Subprime“) auf ein Niveau, das über dem vor der Pandemie liegt. Darüber hinaus hält der Bericht fest, dass die realen (also inflationsbereinigten) Kreditkartensalden im ersten Halbjahr 2023 über das gesamte Bonitätspektrum hinweg weiter anstiegen und die Säumigkeitsraten zunahmen.

Auch bei der Kreditvergabe an Verbraucher gehen die Banken je nach Bonität unterschiedlich vor. Der [Senior Loan Officer Opinion Survey](#) vom Oktober 2023 (in englischer Sprache) ergab, dass die Kreditvergabestandards für Kreditkarten, Autokredite und andere Verbraucherkredite verschärft wurden. Bei genauerem Hinsehen zeigten die Banken aber durchaus eine Präferenz für Verbraucher mit höherer Bonität. So gaben sie zum Beispiel an, sie würden im Vergleich zu Anfang 2023 Kreditkartenanträge und Autokredite von Kreditnehmern mit einem FICO-Score von 620 und 680 seltener bewilligen. Für Kreditnehmer mit einem FICO-Score von 720 war im gleichen Zeitraum die Bewilligung bei Kreditkarten wahrscheinlicher und bei Autokrediten etwa gleich wahrscheinlich.

Darüber hinaus wiesen mehrere US-Einzelhändler in ihren Geschäftsberichten im November 2023 auf eine schwächelnde Nachfrage im Bereich größerer, nicht notwendiger Anschaffungen. Denn preisbewusste Käufer und unter Druck stehende Verbraucher stellten solche Anschaffungen zurück und/oder setzten Prioritäten.

Für Anleger in Unternehmenskredite wird hier deutlich, wie wichtig die Auswahl *innerhalb* und zwischen den Sektoren ist. Produkte, die auf Verbraucherkrediten basieren (also Kredite für Autos, Haushaltsgeräte, Großelektronik), könnten 2024 besonders unter Druck geraten.



# Refinanzierung zu höheren Kapitalkosten

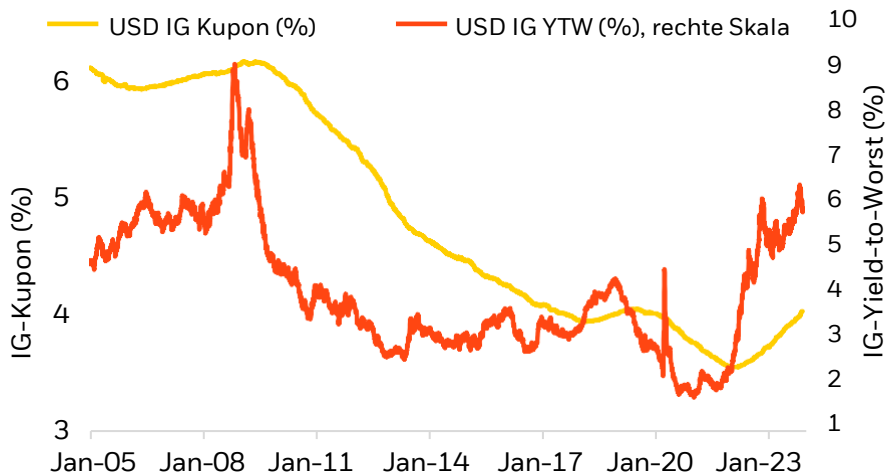
An den liquiden/syndizierten Kreditmärkten erwarten wir, dass die Refinanzierungskosten (und in einigen Fällen das *Refinanzierungsrisiko*) im Jahr 2024 ein Hauptaugenmerk sein werden. Wie die Abbildungen 30 bis 33 zeigen, steigen die gleichgewichteten Kupons der Indizes für Investment-Grade- und Hochzins-Unternehmensanleihen am USD- und EUR-Markt gegenüber den außergewöhnlich niedrigen Niveaus von 2021 und 2022 weiter an, da neue Anleihen in einem Umfeld höherer Kapitalkosten refinanziert werden.

Für den USD IG Index (Abb. 30) ist der durchschnittliche gleichgewichtete Kupon gegenüber Anfang 2022 um fast 50 Basispunkte gestiegen (auf 4,03%, Stand November 2023). Gleichzeitig stieg die Yield-to-Worst des Index (die wir als groben Anhaltspunkt für die aktuellen Kosten von Schuldtiteln auf dem Neuemissionsmarkt betrachten) um 338 Basispunkte (auf 5,83 %). Eine ähnliche Dynamik zeigt der EUR IG Index (siehe Abb. 31): Der gleichgewichtete Kupon stieg gegenüber Anfang 2022 um 62 Basispunkte (auf 2,04 %), der Yield-to-Worst um 367 Basispunkte (auf 4,21 %).

Wie bereits dargelegt, gehen wir davon aus, dass Investment-Grade-Unternehmen in der Lage sein werden, diesen Gegenwind zu managen, da sie über eine große finanzielle Flexibilität und Liquiditätsressourcen verfügen und Cashflows bei Bedarf umleiten können (z. B. indem sie ihre Aktienrückkäufe einschränken).

## Abbildung 30: USD Investment Grade (IG)

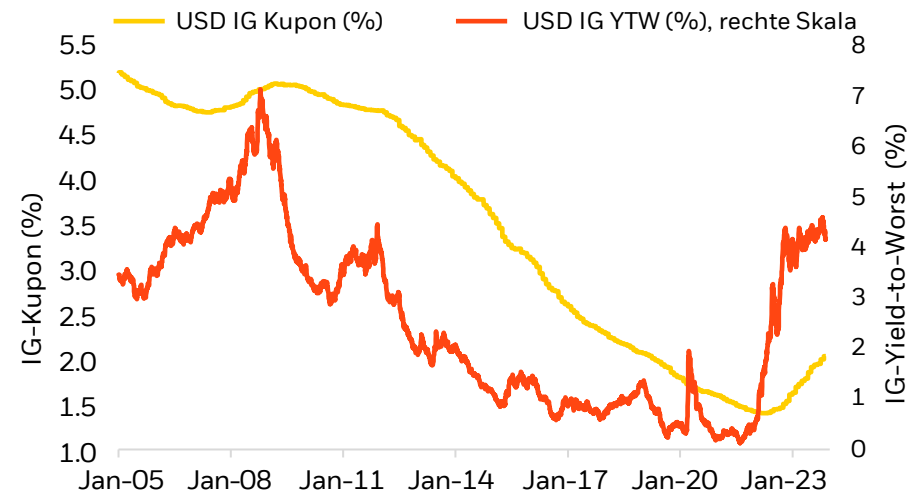
Bloomberg USD IG Corporate Index Yield-to-Worst (YTW) und gleichgewichteter Kupon



Quelle: BlackRock, Bloomberg. Stand: 20. November 2023.

## Abbildung 31: EUR Investment Grade (IG)

ICE-BAML EUR IG Corporate Index Yield-to-Worst (YTW) und gleichgewichteter Kupon



Quelle: BlackRock, ICE-BAML, Bloomberg. Stand: 20. November 2023.

**Die angegebenen Zahlen beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse.** Die Renditen der Indizes spiegeln keine Verwaltungsgebühren, Transaktionskosten oder Ausgaben wider. Indizes werden nicht verwaltet und man kann nicht direkt in einen Index investieren.

# Refinanzierung: Recht gut zu managen, ...

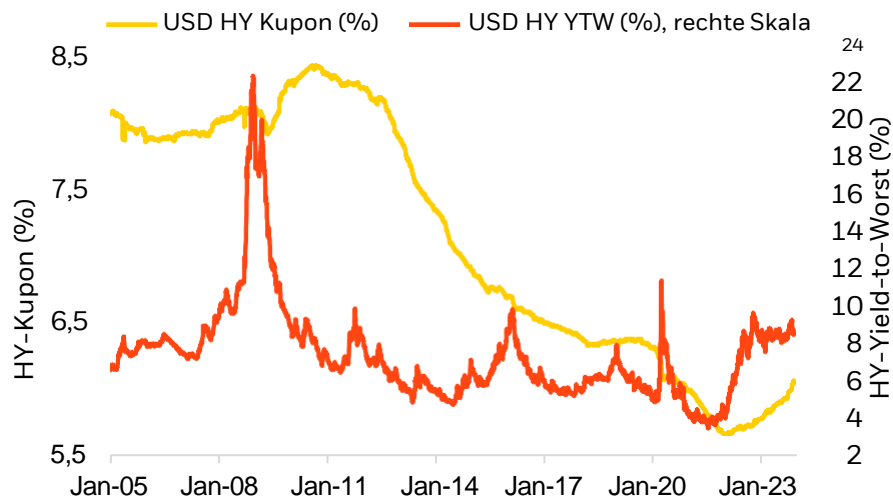
Auf dem Hochzinsmarkt, wo die finanziellen Polster im Vergleich zum Investment-Grade-Markt in der Regel dünner sind, erwarten wir gewisse Probleme aufgrund der höheren Finanzierungskosten, die aber recht gut zu managen sein dürften – außer für Emittenten der untersten Bonitätsstufe.

Unter Verwendung derselben Zeiträume wie beim Investment-Grade-Index stieg der gleichgewichtete Kupon des USD HY Index durchschnittlich um 40 Basispunkte (auf 6,07 %) und sein Yield-to-Worst um 447 Basispunkte (auf 8,73 %; siehe Abb. 32). Beim EUR HY Index (Abb. 33) stieg der gleichgewichtete Kupon um 55 Basispunkte (auf 4,06 %) und der Yield-to-Worst um 435 Basispunkte (auf 7,23 %).

Wie in unserem Ausblick für das vierte Quartal 2023 bereits dargelegt, gehen wir davon aus, dass die höheren Kapitalkosten im Allgemeinen die Performance-Unterschiede auf dem Markt für Unternehmensanleihen zwar vergrößern, aber keine weitgreifende Eintrübung bewirken werden. So können zum Beispiel starke Marken ihre Preissetzungsmacht nutzen, um einen Teil der Zinskosten auszugleichen. Darüber hinaus können Managementteams mit Zugang zu verschiedenen Finanzierungsquellen in Erwägung ziehen, diese Ressourcen bei der Refinanzierung zu nutzen, um ihre Kapitalkosten zu reduzieren (z. B. durch die Emission von Wandelanleihen oder die Nutzung besicherter Schuldtitel zur Senkung der Kuponsätze).

## Abbildung 32: USD High Yield (HY)

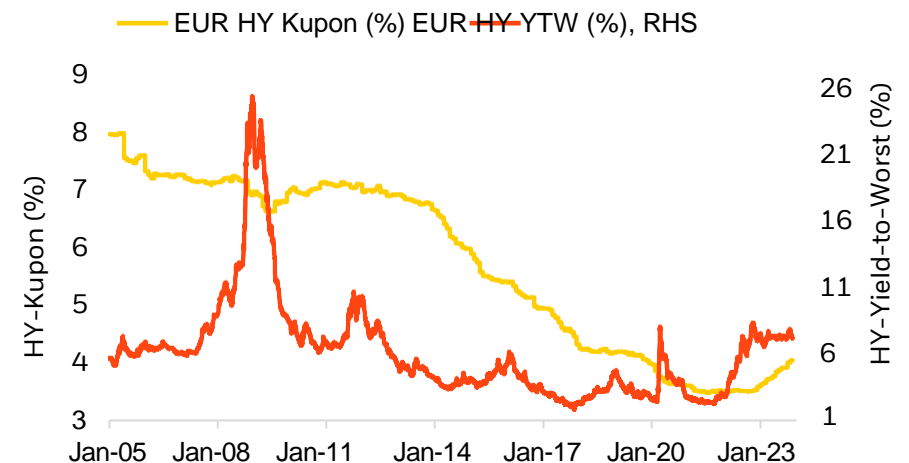
Bloomberg USD HY Corporate Index Yield-to-Worst (YTW) und gleichgewichteter Kupon



Quelle: BlackRock, Bloomberg. Stand: 20. November 2023.

## Abbildung 33: EUR High Yield (HY)

ICE-BAML EUR HY Corporate Index Yield-to-Worst (YTW) und gleichgewichteter Kupon



Quelle: BlackRock, ICE-BAML, Bloomberg. Stand: 20. November 2023.

**Die angegebenen Zahlen beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse.** Die Renditen der Indizes enthalten keine Verwaltungsgebühren, Transaktionskosten oder andere Aufwendungen. Indizes werden nicht gemanagt, und man kann nicht direkt in einen Index investieren.

NUR FÜR PROFESSIONELLE KUNDEN

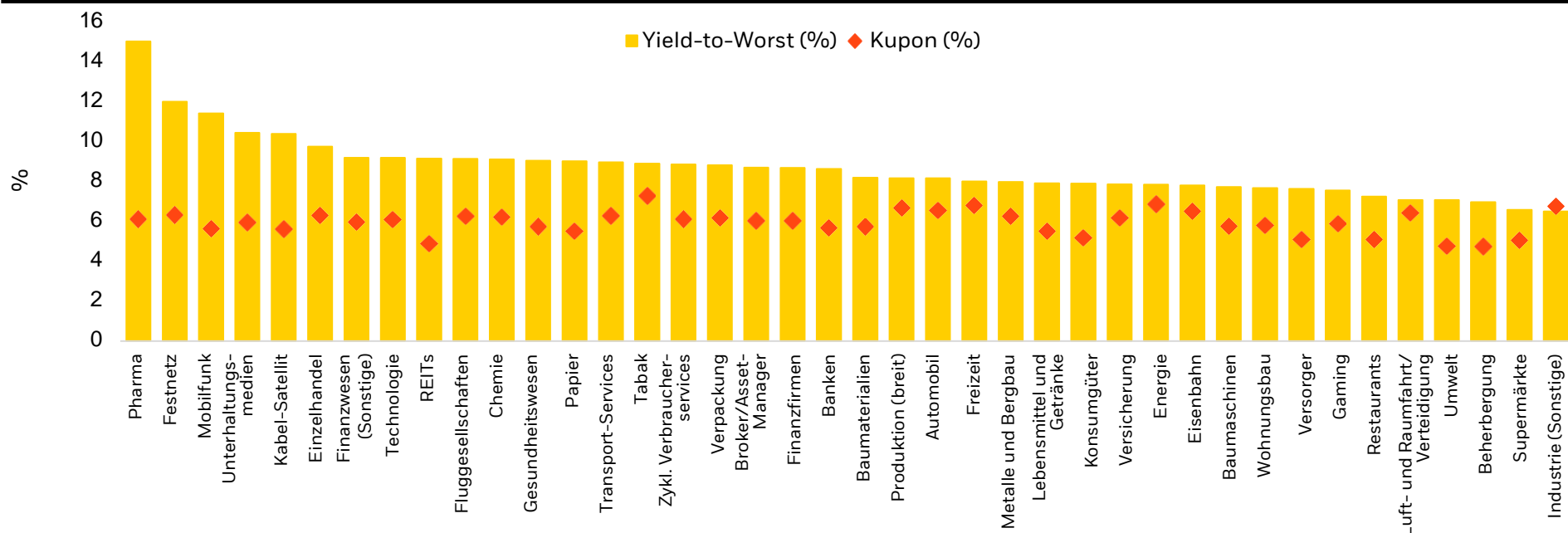
# ... aber dennoch ein Trigger für Unterschiede

Dabei folgt die Verteilung der Unterschiede auf Sektorebene einem ähnlichen Muster – da sie vom Finanzierungsumfeld abhängt. Abbildung 34 veranschaulicht dies anhand des Bloomberg USD HY Corporate Index. Wenn man die gleichgewichteten Kupons und die Yield-to-Worst-Kennzahlen auf Sektorebene isoliert, zeigt sich, dass Pharma, Telekommunikation/Medien/Kabel, REITs und Einzelhandel zu den Sektoren mit den größten Unterschieden bei der Refinanzierung gehören. Ein ähnlicher Trend ist auch bei den Sektoren am EUR-Hochzinsmarkt zu beobachten.

Allerdings werden in den nächsten ein bis zwei Jahren nicht alle Sektoren ihre Schulden refinanzieren müssen. Darüber hinaus halten wir eine Analyse auf Sektorebene zwar für informativ, um einschätzen zu können, wohin der Trend verläuft, die *tatsächlichen* Ergebnisse der Refinanzierung werden jedoch auf Emittentenebene bestimmt.

## Abbildung 34: Auf Sektorebene sind die Unterschiede beim Refinanzierungsrisiko groß

Bloomberg USD HY Corporate Index Yield-to-Worst und gleichgewichtete Kupons nach Sektoren



Quelle: BlackRock, Bloomberg. Stand: 20. November 2023. **Die angegebenen Zahlen beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse.** Indexrenditen enthalten keine Verwaltungsgebühren, Transaktionskosten oder andere Aufwendungen. Indizes werden nicht gemanagt, und man kann nicht direkt in einen Index investieren.

# Refinanzierung: Preisfindung bei CCCs

Eine weitere wichtige Entwicklung im Jahr 2024 im Zusammenhang mit den Finanzierungskosten ist der Preisfindungsprozess für die Emittenten mit dem niedrigsten Rating (CCC) auf dem USD-Hochzinsmarkt.

Betrachtet man das Verhältnis von Yield-to-Worst und Kupons, so sind die impliziten zusätzlichen Refinanzierungskosten für Emittenten mit CCC-Rating erheblich gestiegen, und zwar auf 640 Basispunkte (siehe Abb. 35). Unter dem Vorbehalt, dass es innerhalb der Unternehmen mit CCC-Rating erhebliche individuelle Unterschiede gibt, ist der Spielraum für höhere Zinskosten gering. Ausgehend von den von Bloomberg zusammengestellten Daten betrug der bereinigte durchschnittliche Zinsdeckungsgrad (EBITDA/Zinsdeckung) bei Emittenten mit CCC-Rating im Bloomberg USD HY Index im zweiten Quartal 2023 nur 1,1 (gegenüber 2,6 bei B-, 4 bei BB- und 6,1 bei BBB-Ratings).

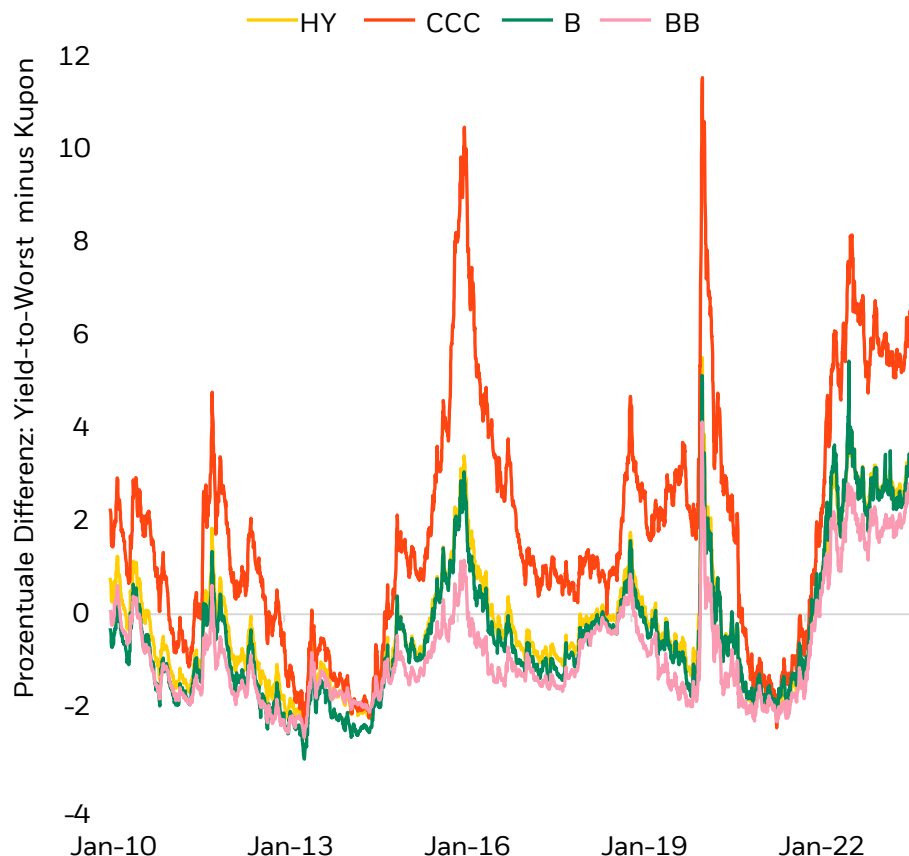
In 2023 blieb die Aufnahmefähigkeit des Marktes für CCC-Refinanzierungen noch weitgehend unerprobt, da die bisherigen USD-Hochzins-Emissionen in erster Linie Gruppen mit höheren Ratings betrafen (Abb. 38). Den Daten von Dealogic zufolge machten Emissionen mit CCC-Rating nur 4 % des Gesamtangebots im bisherigen Jahresverlauf aus (gegenüber 12 % in 2022, 9 % in 2021 und 6 % in 2020). Der Anteil der Transaktionen mit B-Rating war mit 6 % ebenfalls gering (verglichen mit 4 % in 2022, 8 % in 2021 und 9 % in 2020). Zum Kontext: Anleihen mit B-Rating machen 9,3 % des Marktwerts des Bloomberg USD HY Index aus und CCC-geratete Anleihen (in allen Notches) 10,8 %. Eine ähnliche Schieflage hin zu Emissionen mit hohem Rating war 2023 auf dem EUR-Hochzinsmarkt zu beobachten (siehe Abb. 39), wo allerdings Anleihen mit CCC-Rating mit nur 4 % des Marktwerts einen viel kleineren Teil ausmachen.

Die bevorstehende „Maturity Wall“ bringt Refinanzierungsbedarf von Emittenten aus diesen niedriger bewerteten Gruppen sowohl auf dem USD- als auch auf dem EUR-Hochzinsmarkt (siehe Abb. 36 und 37). Wir gehen daher davon aus, dass es bei einem Überhang für CCC- und B-Ratings am Markt bleiben wird.

NUR FÜR PROFESSIONELLE KUNDEN

## Abbildung 35: CCCs haben ein erhöhtes implizites Refinanzierungsrisiko

Prozentuale Differenz von Yield-to-Worst minus Kupon für den Bloomberg USD HY Corporate Index, nach Ratingkategorie



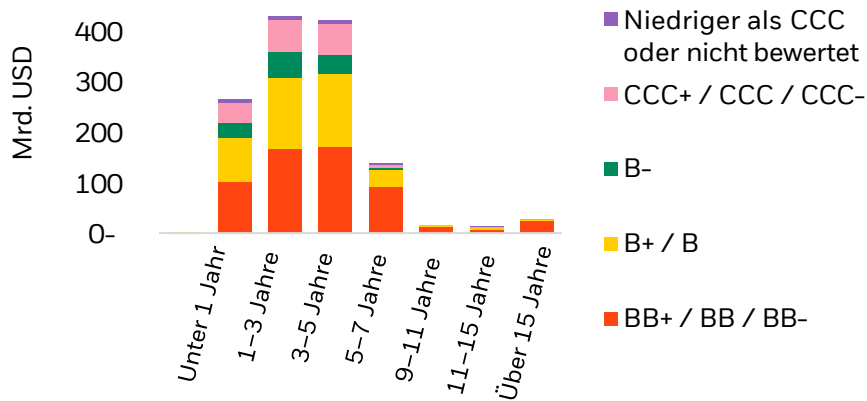
Quelle: BlackRock, Bloomberg. Stand: 21. November 2023. **Die angegebenen Zahlen beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse.**

Indexrenditen enthalten keine Verwaltungsgebühren, Transaktionskosten oder andere Aufwendungen. Indizes werden nicht gemanagt, und man kann nicht direkt in einen Index investieren.

# Refinanzierung bei niedrigen Ratingstufen

**Abbildung 36: USD HY Maturity Walls**

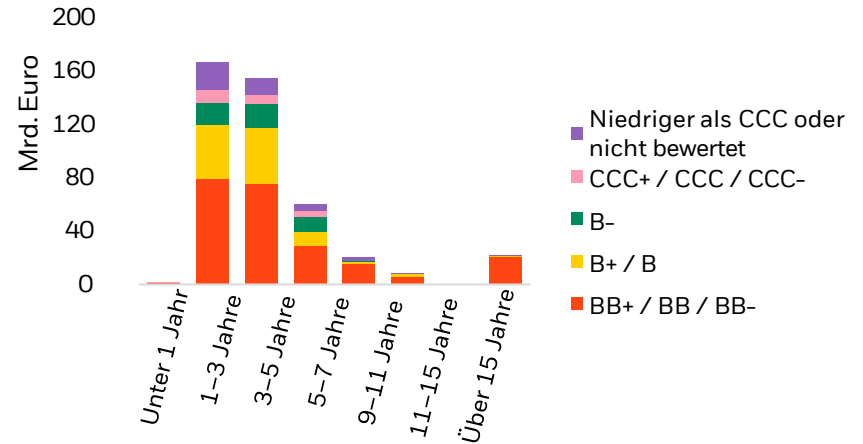
Aufschlüsselung der Fälligkeit (nach Rating) der Anleihen im Bloomberg USD HY Corporate Index



Quelle: BlackRock, Bloomberg. Stand: 9. November 2023.  
Ausgeschlossen sind nicht indexfähige Anleihen.<

**Abbildung 37: EUR HY Maturity Walls**

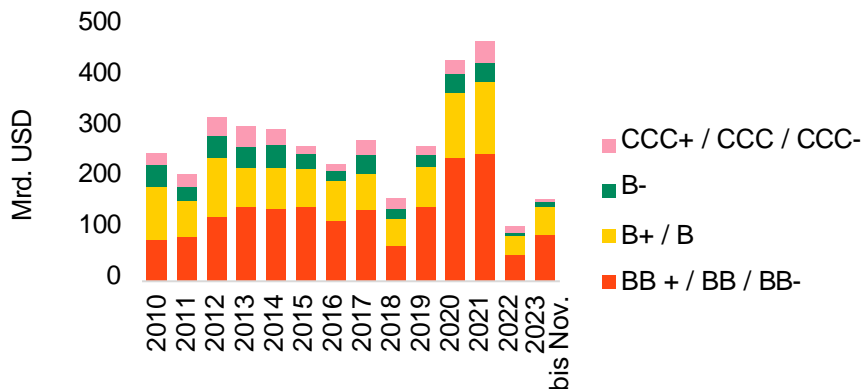
Aufschlüsselung der Fälligkeit (nach Rating) der Anleihen im Bloomberg Pan Euro HY Corporate Index



Quelle: BlackRock, Bloomberg. Stand: 24. November 2023.  
Ausgeschlossen sind nicht indexfähige Anleihen.

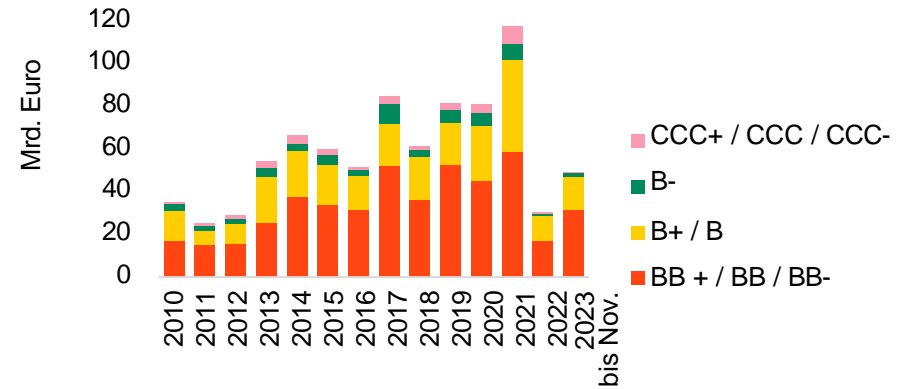
**Abbildung 38: USD HY-Angebot, nach Rating**

USD-HY-Bruttoangebot von Dealogic Effektive Rating bei Einführung



**Abbildung 39: EUR HY-Angebot, nach Rating**

EUR HY Bruttoangebot von Dealogic Effektive Rating bei Einführung



Quelle für Abb. 38 und 39: BlackRock, Dealogic, 2023 seit Jahresbeginn, Stand: 21. November 2023. Ohne nicht an Dealogic gemeldete Privatplatzierungen.



# Hochzinsanleihen versus Leveraged Loans

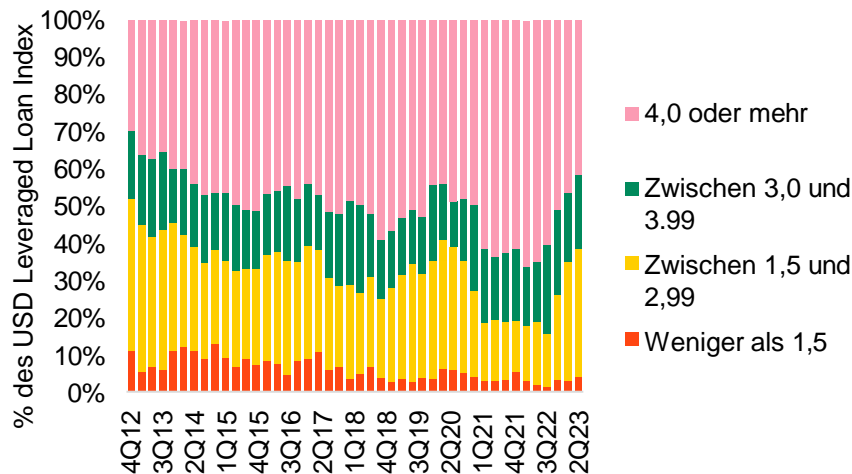
Auf dem Markt für USD Leveraged Loans gilt es 2024, das Interesse für Emittenten mit geringerer Qualität genau im Auge zu behalten. Denn bei Leveraged Loans ist die Verteilung der Ratings weniger verzerrt als bei den Hochzinsanleihen. Im Oktober 2023 waren beispielsweise 23,8 % des Morningstar/LSTA USD Leveraged Loan Index mit B- und weitere 6,7 % mit CCC (nach Marktwert) bewertet.

Die variablen Zinssätze bei Leveraged Loans haben dazu geführt, dass die Zinskosten mit den Zinsschritten der Fed und der EZB auch ohne Refinanzierung gestiegen sind (siehe Abb. 42 und 43). Dies hat sich auf die Fundamentaldaten ausgewirkt, wie die Verteilung der Zinsdeckungskennzahlen in Abbildung 40 zeigt.

Da sich die Carry-Differenz zwischen Leveraged Loans und Hochzinsanleihen am oberen Ende der historischen Spanne befindet (Abb. 41), erhalten die Anleger einen zusätzlichen Ausgleich für das Risiko von Leveraged Loans. In der Tat übertraf die Gesamtrendite von USD Leveraged Loans im bisherigen Jahresverlauf (+11,3 %) die von Hochzinsanleihen (8,3 %, Stand: 26. November 2023).<sup>1</sup> Insgesamt gehen wir jedoch davon aus, dass der Löwenanteil der Outperformance von Leveraged Loans bereits hinter uns liegen könnte, insbesondere wenn der Zinserhöhungszyklus abgeschlossen ist und die Volatilität der Zinssätze am langen Ende nachlässt. In einem solchen Umfeld werden Anleger ihr Augenmerk wohl verstärkt auf die fundamentalen Unterschiede zwischen den beiden Anlageklassen richten.

## Abbildung 40: Zinsdeckungsgrad gesunken

Verteilung des Zinsdeckungsgrads (EBITDA/Zinsen) der Leveraged Loans (nur öffentliche Emittenten) im Morningstar/LSTA USD Leveraged Loan Index, basierend auf der Anzahl der Emittenten

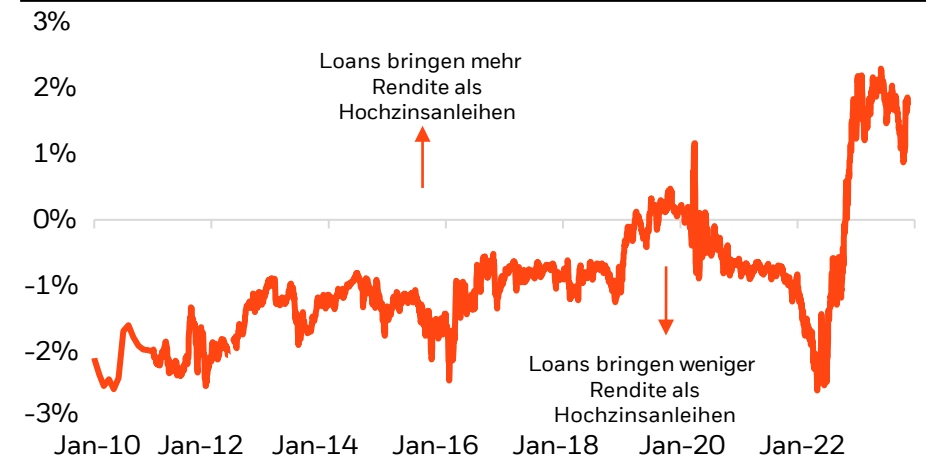


Quelle: BlackRock, Morningstar/LSTA, Pitchbook LCD. Stand: Q3/2023.

1) Für die Berechnung der Gesamtrendite wurden der Morningstar/LSTA USD Leveraged Loan Index und der Bloomberg USD HY Corporate Index verwendet.

## Abbildung 41: Große Carry-Differenz

Carry-Differenz (%): Leveraged Loans mit B-Rating minus HY-Anleihen mit B-Rating, Basis: Morningstar/LSTA USD Leveraged Loan Index



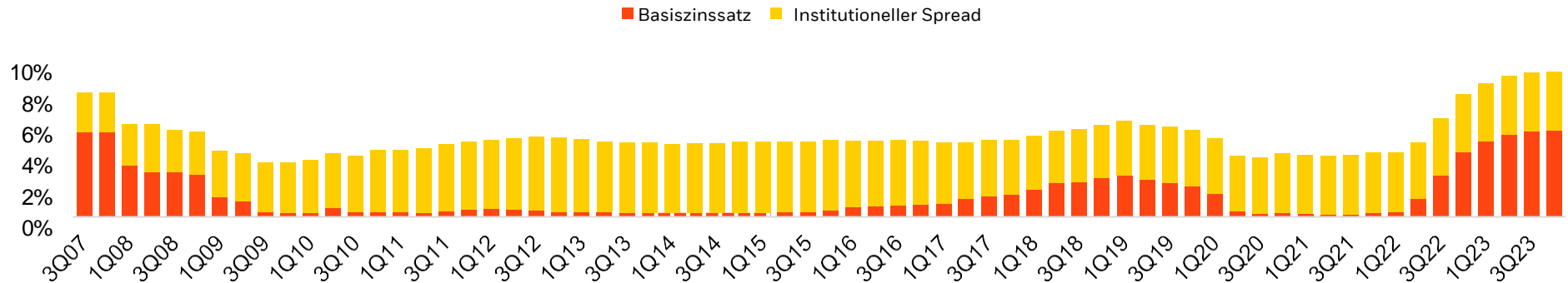
Quelle: BlackRock, Morningstar/LSTA, Pitchbook LCD. Stand: 17. November 2023.

**Die angegebenen Zahlen beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse.** Die Renditen der Indizes enthalten keine Verwaltungsgebühren, Transaktionskosten oder andere Aufwendungen. Indizes werden nicht gemanagt, und man kann nicht direkt in einen Index investieren.

# Leveraged Loans: Höhere Kosten bewältigen

## Abbildung 42: Für den USD Loan Index ist der Kreditzins ggü. Q1/2022 um das 2,3-Fache gestiegen

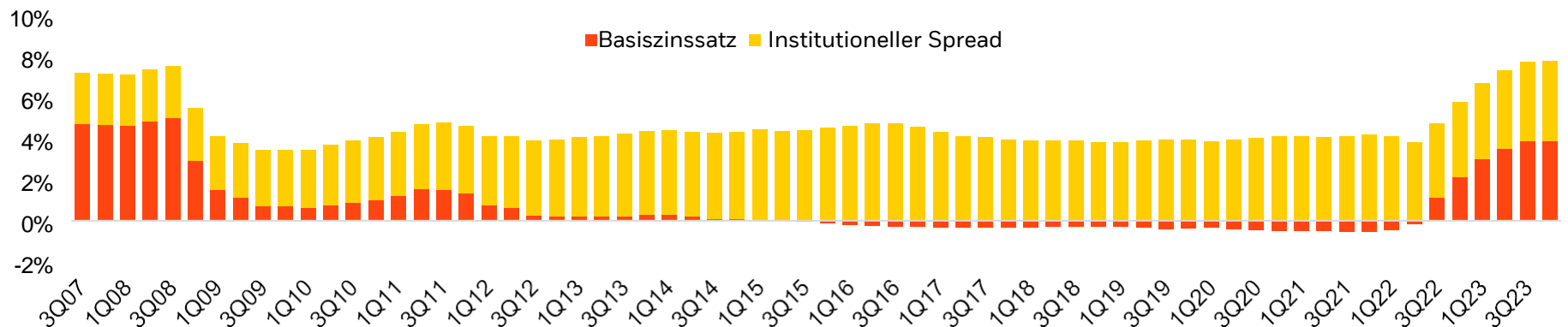
Gesamtkupon (‰) für den Morningstar/LSTA USD Leveraged Loan Index



Quelle: BlackRock, Pitchbook LCD, Morningstar/LSTA, Markit. Der Basiszinssatz entspricht dem Durchschnitt aller ausstehenden 1- und 3-Monats-LIBOR/SOFR-Kontrakte, die von Markit verfolgt werden. Q4/2023 entspricht dem Stand vom 17. November 2023. Die Renditen der Indizes enthalten keine Verwaltungsgebühren, Transaktionskosten oder andere Aufwendungen. Indizes werden nicht gemanagt, und man kann nicht direkt in einen Index investieren.

## Abbildung 43: Die Kreditkosten des EUR Loan Index sind seit Q1/2022 um das 2,1-Fache gestiegen

Gesamtkupon (‰) für den Morningstar EUR Leveraged Loan Index



Quelle: BlackRock, Pitchbook LCD, Morningstar. Q4/2023 entspricht dem Stand vom 17. November 2023. Der Basiszinssatz ist der 3-Monats-EURIBOR. Die Renditen der Indizes enthalten keine Verwaltungsgebühren, Transaktionskosten oder andere Aufwendungen. Indizes werden nicht gemanagt, und man kann nicht direkt in einen Index investieren.

# Zahlungsausfälle steigen langsam

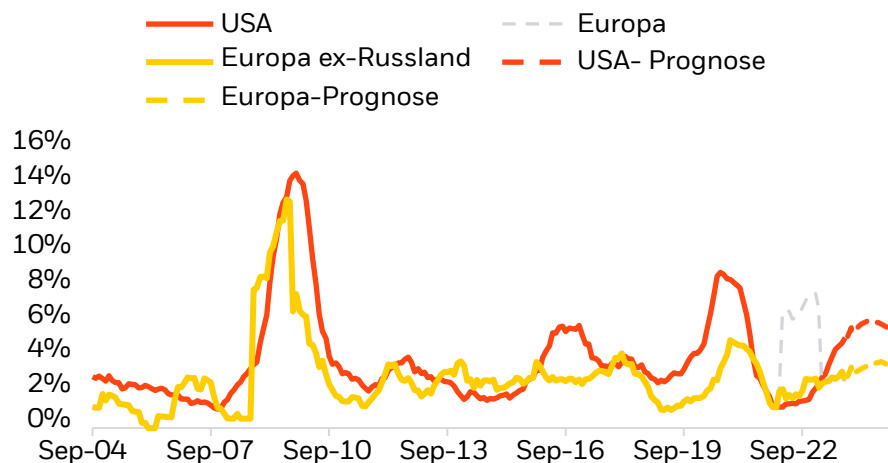
Da wir davon ausgehen, dass die erhöhten Kapitalkosten anhalten werden, prognostizieren wir für 2024 moderat höhere Ausfallraten. Statt eines schnellen Anstiegs erwarten wir jedoch ein allmähliches Anwachsen in den nächsten Monaten, das den Trend fortsetzt, der sich bereits 2023 angedeutet hat (Abb. 44). Ähnlich wie 2023 erwarten wir auch in diesem Jahr, dass Emittenten von Leveraged Loans im Vergleich zu Hochzinsanleihen-Emittenten mehr Ausfälle verzeichnen werden (Abb. 45).

Unserer Ansicht nach braucht es nicht unbedingt eine Rezession, damit die Zahlungsausfälle kontinuierlich steigen. Allerdings würde ein starker Konjunkturereinbruch den Trend entsprechend beschleunigen. Angesichts der zunehmenden Abwärtsrisiken für das Wachstum im Euroraum gehen wir davon aus, dass sich der jüngste Rückgang der Ausfallrate als kurzlebig erweisen wird. Für Unternehmensanleihen-Investoren bleibt es ein wichtiges Thema, wie schwer die Ausfälle sind, da die Erholungsraten im Jahr 2023 tendenziell sinken werden.

Die Ausfälle dürften Mitte 2024 ihren Höhepunkt erreichen (6,2 % in USD, 3,7 % in EUR; siehe auch Abb. 44). Dies würde den Emittenten genügend Zeit geben, die Zinshöhepunkte abzuwarten und sich Klarheit über die verfügbaren Refinanzierungsmöglichkeiten zu verschaffen. Am 31. Oktober 2023 lagen die Zinssätze am USD- und am EUR-Markt bei 5,2 % bzw. 2,7 %. Ähnlich wie in den vergangenen Monaten erwarten wir, dass der Anteil der notleidenden Papiere an den Ausfällen im Jahr 2024 beträchtlich sein wird, da sich einige überschuldete Emittenten dazu entschließen könnten, die langfristige Tragfähigkeit ihrer Kapitalstrukturen zu überprüfen.

## Abbildung 44: Zahlungsausfälle dürften Mitte 2024 ihren Höhepunkt erreichen

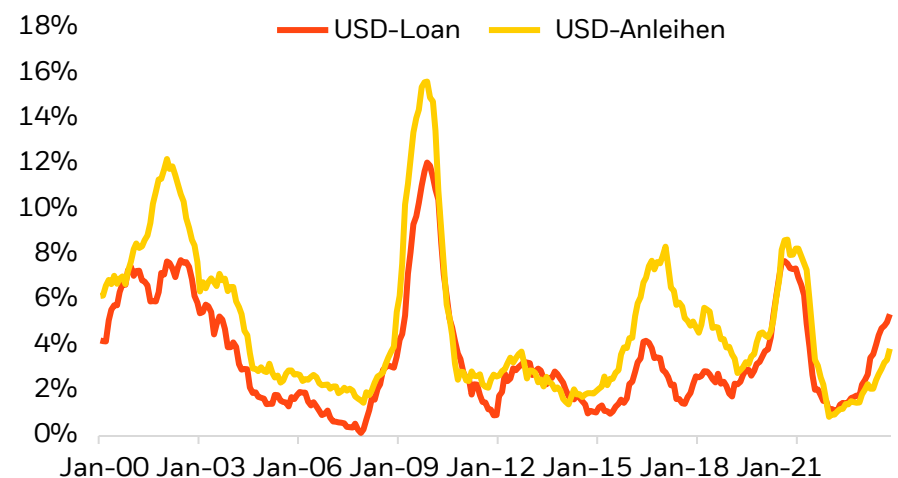
Speculative-Grade, emittentengewichtete, nachlaufende 12-Monats-Ausfallraten für HY- und Loan-Emittenten (kombiniert) in den USA und Europa



Quelle: BlackRock, Moody's. Stand: 31. Oktober 2023 (letzter verfügbarer Stand). Der Anstieg der Ausfälle auf dem EUR-Markt Anfang 2022 erfolgte mit dem Beginn des Russland-Ukraine-Krieges.

## Abbildung 45: Ausfälle von Leveraged Loans dürften die von Hochzinsanleihen übertreffen

Nachlaufende 12-monatige, emittentengewichtete Ausfallraten (%) für das von Moody's beobachtete Universum von USD HY-Anleihen und Leveraged Loans



Quelle: BlackRock, Moody's. Stand: 31. Oktober 2023 (letzter verfügbarer Stand).

# Haftungsausschlüsse

**Die angegebenen Zahlen beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse**

## Risikohinweise

Kapitalanlagerisiko. Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen und sind nicht garantiert. Anleger erhalten den ursprünglich angelegten Betrag möglicherweise nicht zurück.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte nicht der einzige Faktor sein, der bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie berücksichtigt wird.

Änderungen der Wechselkurse zwischen Währungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen sinkt oder steigt. Bei Fonds mit höherer Volatilität können die Schwankungen besonders ausgeprägt sein, und der Wert einer Anlage kann plötzlich und erheblich fallen. Die Höhe und Grundlage der Besteuerung kann sich von Zeit zu Zeit ändern und hängt von den persönlichen Umständen ab.

## Rechtliche Informationen

Dieses Material wird nur zu Bildungszwecken zur Verfügung gestellt und ist nicht als Prognose, Forschung oder Anlageberatung gedacht und stellt keine Empfehlung, kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder zur Anwendung einer Anlagestrategie dar. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ändern. Verweise auf bestimmte Wertpapiere, Anlageklassen und Finanzmärkte dienen lediglich der Veranschaulichung und sind nicht als Empfehlungen gedacht und sollten nicht als solche ausgelegt werden. Die Verwendung der Informationen in diesem Material erfolgt auf eigenes Risiko und nach eigenem Ermessen des Lesers. Das Material wurde ohne Rücksicht auf die spezifischen Ziele, die finanzielle Situation oder die Bedürfnisse eines jeden Anlegers erstellt.

Dieses Material kann "zukunftsgerichtete" Informationen enthalten, die nicht rein historischer Natur sind. Solche Informationen können unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen von Erträgen oder Renditen beinhalten. Es wird nicht zugesichert, dass die dargestellte Wertentwicklung von BlackRock-Fonds erreicht wird oder dass alle Annahmen, die bei der Erzielung, Berechnung oder Darstellung der hierin enthaltenen zukunftsgerichteten Informationen oder historischen Wertentwicklungsinformationen getroffen wurden, bei der Erstellung dieses Materials berücksichtigt oder angegeben wurden. Jegliche Änderungen der Annahmen, die bei der Erstellung dieser Unterlagen gemacht wurden, könnten einen wesentlichen Einfluss auf die hier dargestellten Anlagerenditen haben. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie nicht als einziger Faktor berücksichtigt werden.

Eine Diversifizierung garantiert keine Anlagerenditen und schließt das Verlustrisiko nicht aus.

Die in diesem Material enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus eigenen und fremden Quellen, die von BlackRock als zuverlässig erachtet werden, sind nicht notwendigerweise allumfassend und werden hinsichtlich ihrer Richtigkeit nicht garantiert.

**Dieses Material ist lediglich zur Weitergabe an professionelle Kunden (laut Definition in den Vorschriften der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde oder den MiFID-Regeln) bestimmt und sollte nicht von anderen Personen als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.**

**Im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR):** herausgegeben von BlackRock (Netherlands) B.V., einem Unternehmen, das von der niederländischen Finanzmarktaufsicht zugelassen ist und unter ihrer Aufsicht steht. Eingetragener Firmensitz: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel.: +31(0)-20-549-5200. Handelsregister Nr. 17068311. Zu Ihrem Schutz werden Telefonate üblicherweise aufgezeichnet.

Alle hier angeführten Analysen wurden von BlackRock erstellt und können nach eigenem Ermessen verwendet werden. Die Resultate dieser Analysen werden nur bei bestimmten Gelegenheiten veröffentlicht. Die geäußerten Ansichten stellen keine Anlageberatung oder Beratung anderer Art dar und können sich ändern. Sie geben nicht unbedingt die Ansichten eines Unternehmens oder eines Teils eines Unternehmens innerhalb der BlackRock Gruppe wieder, und es wird keinerlei Zusicherung gegeben, dass sie zutreffen.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Anlage in einen BlackRock Fonds dar und wurde nicht im Zusammenhang mit einem solchen Angebot erstellt.

© 2024 BlackRock, Inc. Sämtliche Rechte vorbehalten. BLACKROCK, iSHARES und BLACKROCK SOLUTIONS sind Handelsmarken von BlackRock, Inc. oder ihren Niederlassungen in den USA und anderen Ländern. Alle anderen Marken sind Eigentum der jeweiligen Rechteinhaber.