

Kreditmärkte

Rebound bei High-Yield-Anleihen

Nach dem Ausverkauf im vierten Quartal 2018 legten die Kreditmärkte im ersten Drittel dieses Jahres einen starken Rebound hin. So konnten die Verluste aus dem Vorjahr im Segment der High-Yield-Anleihen in kurzer Zeit kompensiert werden. Das lag unter anderem an der Rückbesinnung auf Fundamentaldaten, das unerwartete Verharren der US-Zinsen auf tieferem Niveau sowie weiterhin moderate Wirtschaftszahlen ohne Anzeichen einer Rezession.

Bis zum 30. April 2019 erwirtschafteten US-Hochzinsanleihen 7,8 Prozent Rendite und europäische High-Yield-Bonds 6,7 Prozent - jeweils nach Hedgekosten. Die Gründe für die Outperformance im US-Markt sind der höhere Anteil an riskanteren CCC gerateten Papieren, die sich sehr gut entwickelten, und der stärker vertretene Sektor Energie. Insbesondere der Bereich Energie erholte sich bis dato aufgrund der Erholung des Ölpreises nach seinem Absturz im vierten Quartal. Generell führte die Einengung der Credit Spreads zu Kursgewinnen. Wir sahen Anfang Mai einen Wert von knapp 400 Basispunkten über US-Staatsanleihen gegenüber 550 Basispunkten Ende des vergangenen Jahres. Im Schnitt lagen die Credit Spreads in 2018 bei 375 Basispunkten, sodass wir hier weniger Potenzial für eine weitere Einengung sehen.

Nach der schnellen Erholung und den gestiegenen Kursen sollten Anleger bei Hochzinsanleihen mit einer zeitweiligen Konsolidierung rechnen. So sorgen Rückschläge bei den Verhandlungen zwischen den USA und China im Handelsstreit für Nervosität und Kurseinbußen. Dennoch sind die Aussichten in diesem Segment solide und Korrekturen eignen sich für eine schrittweise Aufstockung der Allokation. Die Unternehmensdaten verbessern sich ebenfalls und die Firmen weisen gute Bilanzen aus. Die Ausfallraten, einer der wichtigsten Parameter der Anlageklasse, bleiben tief und stärken so das Investorenvertrauen. Wenn zudem die Rohstoffpreise stabil bleiben oder zulegen und die Weltwirtschaft nicht einbricht, dürften High-Yield-Bonds dieses Jahr eine attraktive Rendite erzielen.

Jüngst verunsicherte eine mögliche Rezession die Märkte - ein bekanntes Schreckgespenst in der Spätphase des Aufschwungs. Viele Marktteilnehmer werteten die Inversion der US-Zinskurve als Signal einer Rezession. Doch es gibt verschiedene Messlatten und unterschiedliche Zeitperioden für solche historischen Muster. Das globale Konsumverhalten ist weiter robust und die Rohstoff- und Währungsmärkte relativ stabil. Daher könnte eine Rezession derzeit zu sehr gefürchtet werden. Dennoch nehmen wir den Einfluss der fallenden Zinsentwick-

lung zur Kenntnis, weil sie eine Verschlechterung der Wirtschaft signalisiert. Die momentane Situation dürfte jedoch kein unmittelbarer Vorbote einer Rezession sein.

Positiv ist, dass der Markt technisch gesund ist. Das Volumen der Neuemissionen liegt unter dem Volumen der Fälligkeiten und sorgt für ein reduziertes Angebot bei hoher Nachfrage. Im Vergleich zum Wachstum im Loan-Markt, der aus Investorensicht mit dem High-Yield-Markt konkurriert, birgt dieses Angebot-Nachfrage-Verhältnis weniger Potenzial für negative Überraschungen. Dieses sehen wir eher im Loan-Markt, wo die Investoren immer mehr 100 Prozent-Loan-Strukturen vorfinden. Dadurch werden diesen Investoren ihre geltenden Vorteile einer strukturellen Vorrangigkeit verwässert, weil die Verlustkompensation durch ungesicherte Gläubiger teilweise fehlt.

Weder bei Hochzinsanleihen noch im ganzen Kreditmarkt deutet sich Euphorie an. Dagegen sprechen die eingangs erwähnten Unwägbarkeiten, die den Markt verunsichern.

Es ist daher wichtiger denn je, die Spreu vom Weizen zu trennen und im Kreditresearch seine Hausaufgaben zu machen. Bei der Titelauswahl fokussieren wir in der jetzigen Spätphase des Konjunkturzyklus schon länger potenzielle Rising Stars. Dies sind High-Yield-Unternehmen, die in absehbarer Zeit auf Investment Grade hochgestuft werden dürften. Seit Anfang des Jahres gab es bereits mehrere Upgrades, von denen auch unser Portfolio profitieren konnte.

Auch beim langfristigen Risiko-Rendite-Vergleich mit Aktien können Hochzinsanleihen mithalten. Seit Auflage des HY-Index Ende

Dezember 1986 bis Ende April 2019 betrug die annualisierte Rendite des BofAML US High Yield Index USD 8,1, beim MSCI USA Net Return Index USD dagegen 9,4 Prozent.

US-Aktien performten demnach besser, doch dafür mussten Investoren eine Volatilität von 14,8 Prozent in Kauf nehmen. Bei den US High-Yield-Bonds belief sich die Volatilität auf nur acht Prozent. Hochzinsanleihen erzielten in den vergangenen 32 Jahren 26 Mal eine positive Rendite und es folgten keine zwei negativen Jahre aufeinander. Die schnelle Erholung in diesem Jahr bestätigt das Muster der letzten Jahrzehnte und bezeugt die langfristige Attraktivität des High-Yield-Segments. Selbst der Verlust des Krisenjahrs 2008 war ein Jahr später ausgeglichen. High-Yield-Bonds bleiben eine lohnenswerte Alternative bei Anleihen, deren Beimischung langfristig orientierte Anleger erwägen sollten. Zwischenzeitliche Kursschwächen bieten deshalb immer wieder Einstiegsmöglichkeiten. //

SELBST DIE
VERLUSTE DER
KRISE IM JAHR 2008
WAREN SCHON
EIN JAHR SPÄTER
AUSGEGLICHEN.



PETER JEGGLI

ZÜRICH

Der Autor ist Senior Portfolio Manager bei Fisch Asset Management und verantwortlich für den Fisch Bond Global High Yield Fund.