

» *„Medicare for All“
sorgt für
Turbulenzen im US-
Gesundheitssektor*

Von Ute Heyward, Senior Portfolio Manager
Convertible Bonds, und Maria Stäheli, Portfolio
Manager Corporate Bonds
30.04.2019

Die positiven Gewinnveröffentlichungen im US-Gesundheitssektor werden zurzeit von einer lebhaften politischen Debatte über die Zukunft des gesamten Gesundheitssystems überschattet. Daher hatten Aktien aus dem US-Gesundheitssektor nach einer starken Performance im Jahr 2018 im bisherigen Jahresverlauf eine turbulente Zeit im Vergleich zum Gesamtmarkt. Die Volatilität im Sektor stieg im April deutlich an, als die Debatte hitziger wurde. Demzufolge fiel der S&P Healthcare Index am 17. April in den negativen Bereich, bevor er sich anschließend wieder leicht auf +2.7% erholen konnte, während der S&P 500 auf neue Allzeithochs kletterte und seit Jahresbeginn ein Plus von 17.4% verzeichnete (beide Werte per 29.04.2019).

Grafik 1: Performance des S&P 500 ggü. dem S&P 500 Healthcare seit Jahresbeginn (per 29.04.2019)

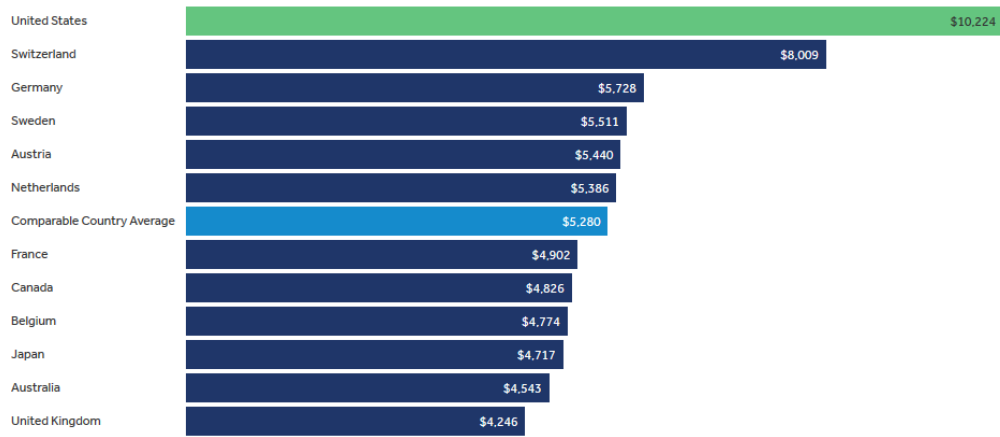


Quelle Bloomberg

Im teuersten Gesundheitssystem sind rund 10% der Bevölkerung nicht versichert

Die USA haben unter den Industrieländern das teuerste Gesundheitssystem, wobei der Gesamtanteil der Gesundheitsausgaben am BIP 2017 bei 17.9% lag. Bei einer repräsentativeren Pro-Kopf-Betrachtung belaufen sich die Ausgaben der USA im Vergleich zu vielen europäischen Ländern mit USD 10'000 gegenüber rund USD 5'000 fast auf das Doppelte (siehe Grafik 2; die Summe enthält sowohl private als auch öffentliche Ausgaben). Durch den Affordable Care Act, auch „Obamacare“ genannt, gelang es, den Prozentsatz nicht versicherter Personen zu senken, aber 10% der Bevölkerung haben immer noch keine Krankenversicherung. Das ist ein grosses gesellschaftliches Problem, insbesondere wenn man berücksichtigt, wie hoch die Gesundheitskosten in den USA sind.

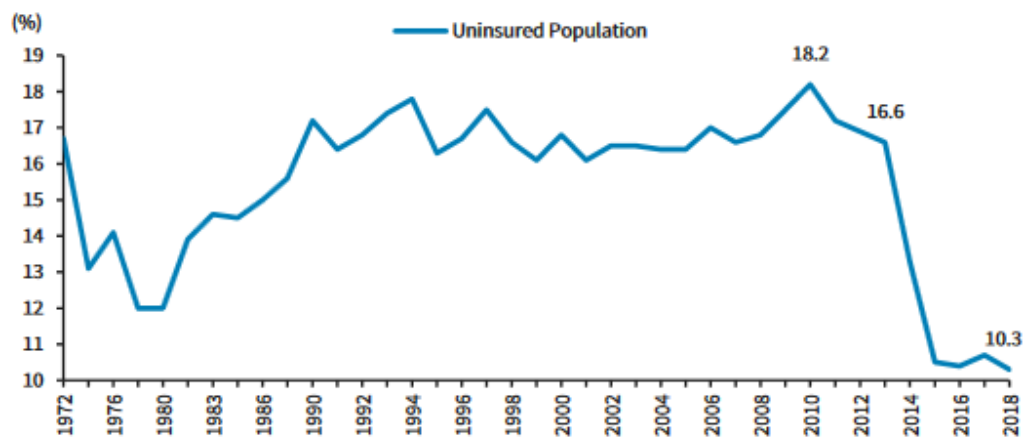
Grafik 2: Pro-Kopf-Ausgaben für die Gesundheitsversorgung in US-Dollar, kaufkraftbereinigt, 2017



Notes: U.S. value obtained from National Health Expenditure data. Health consumption does not include investments in structures, equipment, or research.

Quelle Peterson-Kaiser, KFF-Analyse der OECD und Daten zu den nationalen Gesundheitsausgaben (NHE)

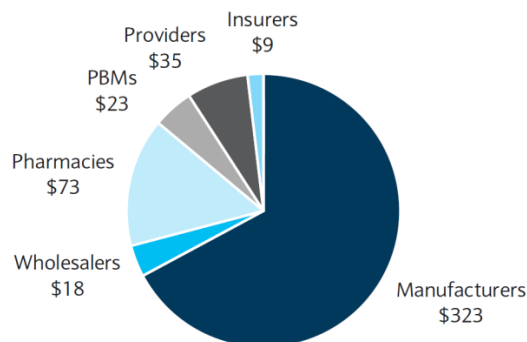
Grafik 3: Prozentsatz der nicht versicherten Bevölkerung in den USA



Quelle Barclays, National Center for Health Statistics, August 2018

Untersucht man die Kostentreiber innerhalb des US-Gesundheitssektors genauer, findet sich einer der Hauptgründe in den höheren Ausgaben für das übermäßige Risiko von Rechtsstreitigkeiten, mit dem Ärzte in den USA konfrontiert sind. Demzufolge wäre es falsch, den Finger allein auf die Pharmaunternehmen als Ursache des Problems zu richten. Auch wenn es bei bestimmten Behandlungen grosse Preisanstiege gegeben hat, fließen von jedem für Pharmazeutika ausgegebenen US-Dollar nur zwei Drittel an die Pharmaindustrie. Wie Grafik 4 zu entnehmen ist, setzt sich der Gesundheitssektor neben den Pharmaunternehmen aus vielen weiteren Branchen zusammen, die alle ihren Anteil an der relativ ineffizienten Wertschöpfungskette haben.

Grafik 4: Geschätzte Erlöse von Beteiligten der Lieferkette der US-Pharmaindustrie (Mrd. USD) – 2016



Quelle: Barclays, HealthAffairs

Mit den näherrückenden Präsidentschaftswahlen wird die Diskussion darüber, wie sich die Kosten senken und das aktuelle System verändern lassen, immer hitziger. Verschiedene Visionen zur Behebung der Missstände stehen im Raum, darunter Versionen der Republikaner und der Demokraten, aber offensichtlich gibt es noch keinen Konsens darüber, wie es weitergehen soll. Die Hauptpunkte der Diskussion sind:

- Umfang: Universeller Versicherungsschutz für jeden oder optional (über Arbeitgeber oder privat)
- Koordination: Ersetzen, Ergänzen oder Beibehalten der privaten/arbeitgeberbasierten Versicherung
- Finanzierung: prämienbasiert oder kostenlos (über Steuern)
- Regulierung: Zentrale Preisverhandlungen und/oder direkte Preisregulierung

Während die Republikaner sich auf eine wertbasierte Gesundheitsversorgung („value-based healthcare“) und Schutz für Menschen mit Vorerkrankungen fokussieren, setzen sich die Demokraten für die Idee von „Medicare for All“ ein. Medicare ist ein nationales Krankenversicherungsprogramm, das Versicherungsschutz für Menschen ab 65 Jahren bietet. Jüngere Menschen mit bestimmten Behinderungen können ebenfalls durch Medicare abgesichert werden. Die Idee von „Medicare for All“ drängt darauf, den Schutz auf die breite Öffentlichkeit auszuweiten, die zurzeit mehrheitlich von arbeitgeberfinanzierten Gesundheitsplänen abgedeckt ist. Trotz der von den Demokraten verwendeten eingängigen Schlagwörter sind sie weit von einer Einigung darüber entfernt, wie „Medicare for All“ in der Praxis im Einzelnen aussehen soll. Die verschiedenen Konzepte, die derzeit diskutiert werden, sind in der unten stehenden Grafik aufgeführt.

Grafik 5: Vorschläge für „Medicare for All“

	Do ALL AMERICANS gain coverage?	Do Americans still get INSURANCE AT WORK?	Do public plan enrollees pay PREMIUMS?	Does it require a TAX INCREASE?	Does the GOVERNMENT REGULATE health care prices?
Jayapal (D-WA) and the House Progressive Caucus's Medicare-for-all bill	✓	✗	✗	✓	✓
Sanders's Medicare-for-all bill	✓	✗	✗	✓	✓
DeLauro (D-CT) and Schakowsky's (D-IL) Medicare for America bill	✓	✓	✓	✓	✓
Merkley (D-OR) and Murphy's (D-CT) Medicare buy-in bill	✗	✓	✓	✗	✓
Schakowsky (D-IL) and Whitehouse's (D-RI) Medicare buy-in bill	✗	✓	✓	✗	✓
Bennet (D-CO), Higgins's (D-NV) and Kaine (D-VA) Medicare buy-in bill	✗	✓	✓	✗	✓
Schatz (D-HI) and Lujan's (D-NM) Medicaid buy-in bill	✗	✓	✓	✗	✓
Stabenow (D-MI) Medicare-at-50 bill	✗	✓	✓	✗	✓
The Urban Institute's Healthy America proposal	✗	✓	✓	✓	✓

Quelle Vox-Analyse

Der vom Präsidentschaftskandidaten Bernie Sanders vorgelegte Gesetzesentwurf, der auch von verschiedenen weiteren Kandidaten der Demokraten befürwortet wird, wurde am breitesten diskutiert. Seine Vision ist eine steuerfinanzierte und universelle sogenannte „Single-payer“-Krankenversicherung, also eine Einheitskasse, die Versicherungsschutz für alle Amerikaner bietet. Sie würde die Rolle privater Krankenversicherungen stark beschneiden.

Konsequenzen für den Gesundheitssektor

Branchen, die unmittelbar von diesen Diskussionen betroffen sind, sind Krankenversicherungsgesellschaften und Krankenhausbetreiber. In zweiter Linie würden diese Reformen möglicherweise Druck auf Medizintechnik- und Biotechnologieunternehmen ausüben.

Krankenversicherungsgesellschaften

Krankenversicherungsgesellschaften verwalten Gesundheitsdienstleistungen für private und öffentliche Versicherungspläne. Wie aus dem Health Insurance Coverage Report des U.S. Census Bureau für 2017 hervorgeht, hatten 67% der US-Bevölkerung 2017 eine private Krankenversicherung, einschliesslich arbeitgeberbasierter Policen (56% der Bevölkerung). Während der Staat das Versicherungsrisiko für die öffentlichen Pläne trägt (allen voran Medicare und Medicaid), bieten Krankenversicherungsgesellschaften für diese Pläne die Verwaltung und die Verhandlungen mit Anbietern an. Arbeitgeber wählen zwischen Versicherungsprodukten, bei denen das Risiko bei der Versicherungsgesellschaft liegt, oder sie entscheiden sich, das Risiko selbst zu tragen, und beauftragen die Versicherungsgesellschaft nur mit administrativen Dienstleistungen, wobei der Versicherer eine feste monatliche Gebühr pro Mitglied vereinbart.

Die Rolle der privaten und arbeitgeberbasierten Krankenversicherung im Rahmen von „Medicare for All“ ist noch nicht klar. Der Finanzmarkt fokussiert zurzeit auf ein Szenario, bei dem private risikobasierte Krankenversicherungsgesellschaften sich mitunter darauf beschränken müssten, lediglich die Administration der Gesundheitsversorgung zu übernehmen, während

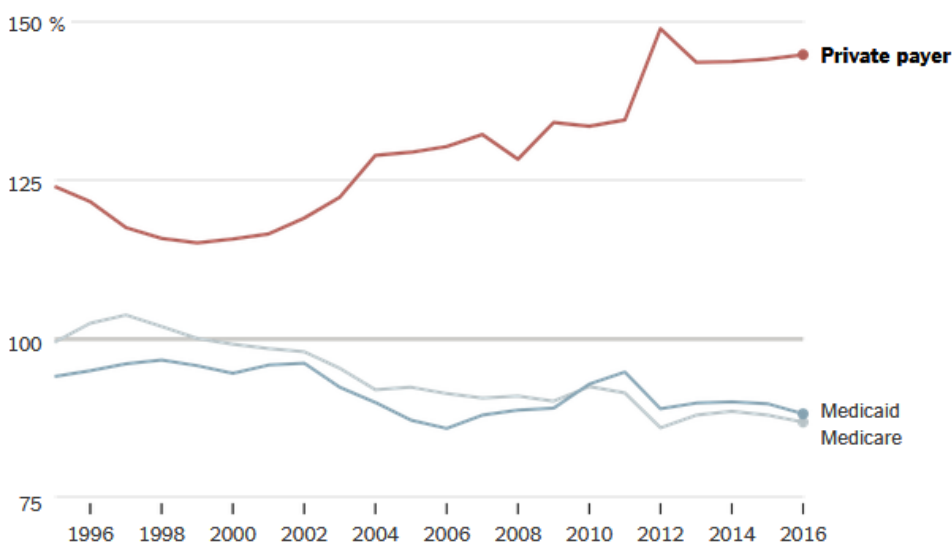
der Staat zentral das Risiko tragen würde. Dies würde an den Margen der Versicherer nagen. Eine Analyse der operativen Margen nach Berichtssegmenten des Krankenversicherers Anthem zeigt die nachteiligen Auswirkungen, die dies auf den Sektor insgesamt haben könnte: Im ersten Quartal 2019 betrug die operative Marge des Bereichs Commercial & Specialty Business 16.9%, während sie im Bereich Government Business nur 2.6% betrug ([Link zu den vollständigen Daten auf der Website von Anthem](#)). Eine „Single-payer“-Lösung bedeutet nicht zwangsläufig, dass die private Krankenversicherung völlig verschwindet, aber sie wäre sicherlich auf Zusatzversicherungsprodukte beschränkt, die über den Rahmen der Grundversicherung hinaus gehen.

Krankenhäuser

Krankenhäuser bilden den zweiten Teilsektor, der von „Medicare for All“ direkt beeinträchtigt würde. Selbst im aktuellen System klafft eine grosse Lücke zwischen den Zahlungen privater Versicherer an Krankenhäuser und den Zahlungen von staatlich getragenen Plänen für dieselbe Leistung, wie aus der unten stehenden Grafik hervorgeht. Deshalb würden Erlöse und Margen von Krankenhäusern unter Druck geraten, wenn das rentablere Geschäft mit privaten Leistungsträgern wegfielen.

Grafik 6: Verhältnis von Zahlungen zu Kosten

Insurers pay higher rates to hospitals than the government programs Medicare and Medicaid for the same patient care.



Quelle The New York Times, American Hospital Association

Auswirkungen auf Medizintechnik- und Pharmaunternehmen

Medizintechnikunternehmen würden unter nachgelagerten Auswirkungen leiden, da Krankenhäuser bei weitem die grösste Kundengruppe bilden. Pharmaunternehmen könnten unter den negativen Auswirkungen eines breiten politischen Konsens leiden: es herrscht nämlich weitgehend Einigkeit darüber, den Anstieg der Arzneimittelpreise zu bremsen. Beide Segmente sind zwar tendenziell geografisch breit diversifiziert, neigen aber auch dazu, internationale Märkte zulasten des US-Geschäfts zu subventionieren.

Unsere Einschätzung der Umsetzungswahrscheinlichkeit von „Medicare for All“

Wenngleich wir anerkennen, dass die Gesundheitsversorgung ein grosses gesellschaftliches Problem für die USA darstellt, so ist sie auch ein äusserst strittiges Thema, das Wähler mobilisieren kann. Aus unserer Sicht macht Bernie Sanders einen strategischen Schritt, indem er mit einem konkreten Vorschlag vorangeht. Das Mass an Aufmerksamkeit, das diesem Thema gewidmet wird, sagt jedoch nichts aus über die politische Machbarkeit einer Gesundheitsreform. Eine linkslastige Version von „Medicare for All“ würde auf erheblichen Widerstand im Kongress stossen. Selbst wenn es den Demokraten gelänge, die Kontrolle über das Weisse Haus und beide Kongresskammern zu erlangen, würde sich die Reform des Gesundheitswesens aus einer Reihe von Gründen als sehr schwierig erweisen.

Erstens mangelt es der Demokratischen Partei, wie bereits erwähnt, an einer einheitlichen Vision zur Konzeption und Finanzierung eines „Medicare for All“-Programms. Zweitens umfassen einige Vorschläge für Finanzierungsmassnahmen eine Erhöhung der Unternehmens- und Einkommenssteuern, was nach unserer Einschätzung unter Demokraten und Republikanern gleichermaßen umstritten wäre.

Drittens sind wir der Meinung, dass jegliche erhebliche Kostensenkung das Risiko von Rechtsstreitigkeiten in der Branche berücksichtigen müsste, was letztendlich mit einer Reform des Schadenersatzrechts verbunden wäre – ein Thema, das für eine weitere Spaltung der politischen Parteien sorgen würde. Trotz dieser erheblichen Hindernisse für „Medicare for All“ rechnen wir damit, dass dieses Thema einen hohen Stellenwert einnehmen wird, und wären daher nicht überrascht, wenn im Vorfeld der Präsidentschaftswahl anhaltende Volatilität zu beobachten wäre.

Wie wir uns bei Wandelanleihen positionieren

Wir sind der Auffassung, dass die Debatte über „Medicare for All“ zu erhöhter Ungewissheit und möglicherweise strengeren Regulierungen im Gesundheitssektor führen wird. Daher bevorzugen wir Titel mit einem konvexen Profil und einem soliden Bond Floor. Wir haben unsere Übergewichtung in Medizintechnikunternehmen reduziert und halten kein Exposure in Krankenhausbetreibern oder Krankenversicherungsgesellschaften.

Bei Biotechnologieunternehmen sehen wir hingegen Potenzial aufgrund einer Reihe von strukturellen Themen. Biotechnologieunternehmen mit neuen und innovativen Therapien, insbesondere Gentherapien, bleiben für grosse Pharmaunternehmen, die weiterhin mit stagnierendem Wachstum, auslaufenden Patenten und in die Jahre gekommenen Blockbuster-Medikamenten zu kämpfen haben, attraktive Übernahmekandidaten. Wir gehen davon aus, dass sie ihre geringe Verschuldung und ihre hohen Cash-Bestände dazu nutzen werden, diese kleineren Biotechnologieunternehmen zu kaufen. Die Übernahme von Spark Therapeutics durch Roche im Februar mit einer Prämie von 100% ist ein gutes Beispiel dafür. Doch auch ausserhalb der Gentherapie besteht Interesse an Fusionen und Übernahmen im Pharmasektor. Anfang 2019 kaufte Bristol-Myers Squibb Celgene für USD 82.8 Milliarden. Eli Lilly kaufte Loxo Oncology für USD 8 Milliarden, und Danaher kündigte die Akquisition des Biopharmaschäfts von GE für USD 21 Milliarden an.

Wie wir uns bei Unternehmensanleihen positionieren

Unserer Meinung nach darf nicht vergessen werden, dass es noch 18 Monate bis zu den US-Präsidentenwahlen dauert. Bisher ist unklar, ob es überhaupt Änderungen an der Gesundheitspolitik geben wird. Doch angesichts unserer Erwartung höherer Volatilität vor den Wahlen konzentrieren wir uns darauf, einzuschätzen, ob die aktuellen Credit Spreads aus fundamentaler Sicht und unter dem Gesichtspunkt potenzieller negativer Schlagzeilen einen geeigneten Puffer bieten.

Derzeit sind wir bei Krankenversicherungen defensiv positioniert und meiden Emittenten aus dem High-Yield-Segment. Wir fühlen uns wohl mit unserer Übergewichtung in defensiven Pharmaunternehmen, die einen unterdurchschnittlichen Anteil ihrer Umsätze in den USA erwirtschaften und vielversprechende Produkt-Pipelines haben, meiden aber dennoch Titel, die möglicherweise für Akquisitionen ihre Verschuldung erhöhen würden. Bei den Krankenhäusern sind wir in einem einzelnen Emittenten übergewichtet, bei dem wir durch die Veräusserung von Vermögenswerten ein starkes Entschuldungsprofil erkennen, das noch vor den Wahlen umgesetzt sein sollte. Zu diesem Zeitpunkt planen wir gegebenenfalls eine Reduzierung der Position auf eine Untergewichtung. Schliesslich mögen wir weiterhin Medizintechnikunternehmen, bei denen wir günstige Bewertungen erkennen oder mit positiven fundamentalen Entwicklungen rechnen, die wiederum Potenzial für die Heraufstufung der Ratings bieten.

Disclaimer

Die vorliegende Dokumentation dient lediglich zur Information und richtet sich ausschliesslich an institutionelle Anleger. Nicht institutionelle Anleger, die in Besitz dieser Dokumentation gelangen, werden gebeten, sie zu vernichten oder dem Absender zu retournieren. Dieses Dokument ist kein Emissionsprospekt und stellt weder eine Offerte noch ein Angebot zum Kauf von Finanzprodukten dar.

Bei der vorliegenden Dokumentation handelt es sich um eine Marketingunterlage und nicht um eine Finanzanalyse. Sie ist nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt worden und unterliegt auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

DIE HISTORISCHE PERFORMANCE IST KEINE GARANTIE FÜR DIE ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNG.

Investitionen in Finanzprodukte sind mit Risiken verbunden. Potenziell droht ein Verlust des gesamten investierten Kapitals. Bezüglich der individuellen Risiken einer Anlage sei auf die jeweils gültigen Produktunterlagen verwiesen.

Soweit die im Dokument enthaltenen Informationen aus externen Quellen stammen, kann Fisch Asset Management AG nicht garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig und aktuell sind.

Aussagen über zukünftige Entwicklungen und Schätzungen basieren auf Annahmen, die möglicherweise falsch sind, sich ändern können oder auf vereinfachten Modellen beruhen. Fisch weiss nicht, ob ihre Aussagen über zukünftige Entwicklungen eintreffen. Es ist auch möglich, dass Fisch ihre Meinung über eine zukünftige Entwicklung ändert. In diesem Fall wird Fisch niemanden über die Meinungsänderung informieren.

Fisch weist ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument nicht für private Anleger bestimmt ist und empfiehlt institutionellen Anlegern, sich vorgängig von Finanz-, Rechts- und Steuerexperten beraten zu lassen, die ihre individuelle Situation und das Produkt kennen.

Dieses Dokument richtet sich insbesondere nicht an US-Personen (private oder institutionelle) im Sinne der FATCA-Gesetzgebung oder gemäss der SEC-Definition. US-Personen dürfen in keinen Anlagefonds investieren, der von Fisch verwaltet wird und Fisch ist auch nicht berechtigt, Mandate von US-Personen zu verwalten. Erfährt Fisch, dass eine US-Person in ein von ihr verwaltetes Produkt investiert ist, wird sie die Fondsleitung und gegebenenfalls weitere Personen informieren, verbunden mit der Aufforderung, dass die US-Person das Produkt verkauft.

Fisch lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.