

»High-Yield-Anleihen: Ausblick für 2021

High Yield Portfolio Management Team

10. Dezember 2020

Ausblick für High-Yield-Anleihen 2021: Voraussetzungen für positive Erträge sind gegeben, aber begrenztes Aufwärtspotenzial

Zusammenfassung

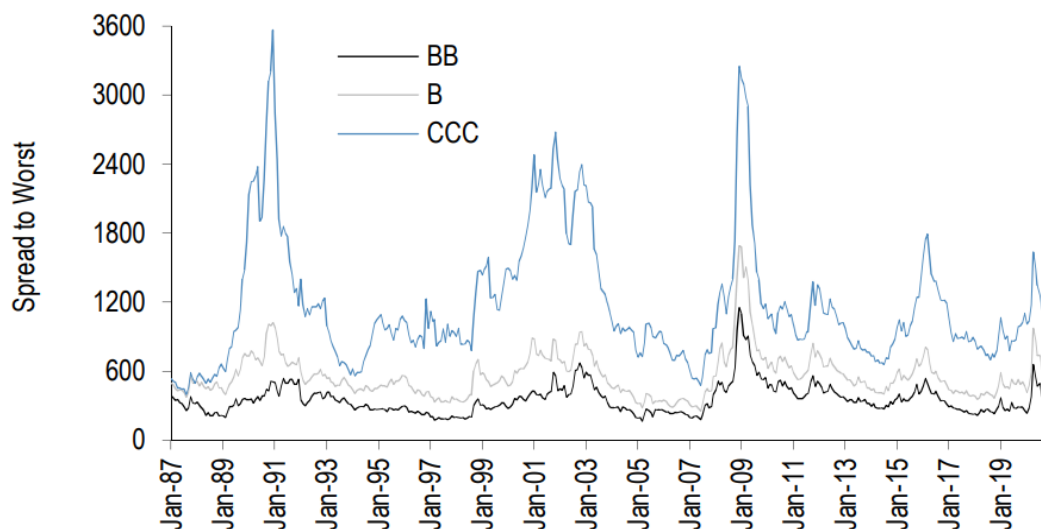
- Die **globale Pandemie** wird auch das erste Halbjahr 2021 prägen, und etwaige Rückschläge dürften erhöhte Volatilität hervorrufen.
- Die **Bewertungen** preisen bereits ein recht positives Erholungsszenario der Weltwirtschaft nach der Pandemie ein. Allerdings besteht aus unserer Sicht Spielraum für eine weitere Spreadeinengung.
- Die **Ausfallraten** werden wahrscheinlich auf ihren historischen Durchschnitt zurückgehen, solange es keinen signifikanten Rückschlag bei der Pandemiebekämpfung gibt.
- Die **Hauptrisiken** betreffen Verzögerungen bei der Impfstoffentwicklung und -verteilung sowie dem stets volatilen Energiesektor.

Wir rechneten damit, dass es (für Nicht-USD-Anleger) 2020 schwierig wird, signifikante Renditen zu erzielen. Warum?

- **Bedenken – US-Wahlen:** Das Ergebnis der US-Wahlen hätte breite Segmente des High-Yield-Markts belasten können, einschliesslich des Energie- und Gesundheitssektors, falls die Demokraten beide Kongresskammern und das Amt des Präsidenten gewinnen sollten.
Reaktion: Obwohl die US-Wahlen in gewissem Masse von der anhaltenden Pandemie und den am Herbstanfang steigenden Todesfällen überschattet wurden, war die Präsidentschaftswahl, wie von vielen erwartet ein sehr knappes Rennen. Letztendlich konnte sich Joe Biden, der Kandidat der Demokraten, durchsetzen. Allerdings gelang es den Demokraten (zumindest bis jetzt) nicht, beide Kammern des Kongresses zu erobern.
Auswirkung: Das zweigeteilte Ergebnis ermöglichte eine Erholung des Energiesektors, da die Republikaner strengere neue Regulierungen, wie die Demokraten sie vorschlagen, blockieren könnten. Dies wirkte sich zwar positiv auf unsere absolute Performance aus, jedoch nicht auf die relative, da wir im Energiesektor untergewichtet waren.
- **Bedenken – Handel:** Wir waren der Meinung, dass das Ergebnis der Handelsgespräche zwischen den USA und China (und in geringerem Masse auch mit anderen Ländern) sich erheblich auf die Marktstimmung und den Wachstumsausblick auswirken könnte. Da die Anleger im Allgemeinen ein positives Ergebnis erwarteten, überwogen die Verlustrisiken, falls keine Einigung erzielt würde.
Reaktion: Der Handelsstreit rückte nach Ausbruch der Covid-19-Pandemie und dem Stillstand wesentlicher Teile der Weltwirtschaft während der ersten Welle im Frühjahr in den Hintergrund.
Auswirkung: Die Handelsgespräche hatten keine unmittelbaren Auswirkungen.
- **Bewertungen:** Abgesehen vom Energiesektor und dem CCC-Segment betrachteten wir die Spreads als relativ eng. Dabei befürchteten wir, dass eine Verlangsamung der Weltkonjunktur eine deutliche Ausweitung bedeuten könnte.
Reaktion: Wir konnten natürlich nicht voraussehen, dass eine globale Pandemie eine so ausgeprägte weltweite Konjunkturverlangsamung verursachen würde. Folglich weiteten sich jedoch die Spreads in allen Ratingkategorien so stark aus wie zuletzt 2016. Allerdings folgte darauf auch eine der schnellsten Erholungen aller Zeiten (Chart 1).

Auswirkung: Ganz am Anfang der Krise verzeichneten wir eine Underperformance, weil wir sehr liquide Anleihen hielten, die als erste abgestossen wurden. Im weiteren Verlauf des Abschwungs generierten wir dagegen eine deutliche Outperformance. Ausserdem reduzierten wir das Risiko zu Beginn des Rückgangs weiter, was sich positiv auswirkte. Anschliessend erhöhten wir das Risiko jedoch nicht genug als die Politik ihre beispiellosen Massnahmen ergriff, was eine gewisse Underperformance zur Folge hatte. Dies galt insbesondere für den Energiesektor, dessen Gewichtung zudem wegen der „Fallen Angels“ deutlich stieg. Allerdings blieb trotz einer Erhöhung unserer Gewichtung das Untergewicht im Portfolio weiter bestehen.

Chart 1: Spread-to-Worst nach Rating



Quelle J.P. Morgan, November 2020

- **Europäischer gegenüber US-High-Yield-Markt:** Wir betrachteten europäische High-Yield-Anleihen im Vergleich zu den USA als fair bewertet, wobei europäische Titel mit B-Rating attraktiver waren, während solche mit BB-Rating in den USA grösseres Wertpotenzial boten.

Reaktion: Das europäische High-Yield-Segment blieb wohl deshalb hinter seinem US-Pendant zurück, weil es am Anfang der Krise aufgrund des bereits niedrigeren Zinsniveaus weniger Spielraum gab, um den Schock zu absorbieren.

Auswirkung: Wir waren im europäischen High-Yield-Segment übergewichtet, was unsere relative Performance belastete.

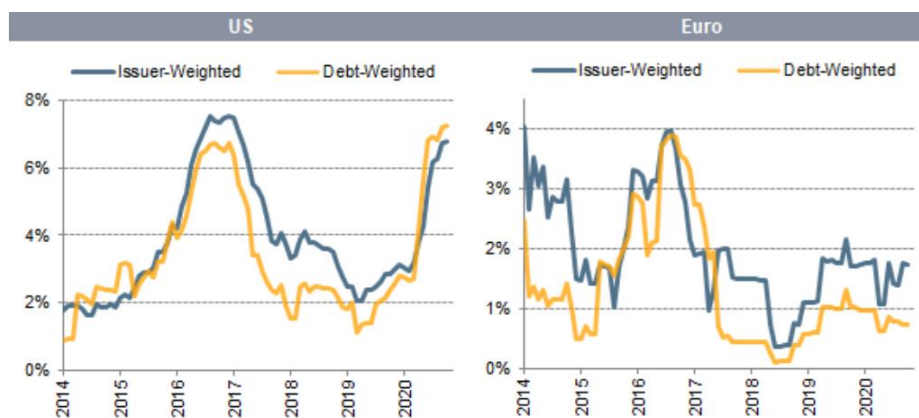
Grafik 2: Spread-Unterschied zwischen EUR- und USD-High-Yield-Anleihen

Quelle: BofA Merrill Lynch Global Research

— **Ausfallraten:** Im Vergleich zu 2019 erwarteten wir für 2020 etwas höhere Ausfallraten (2.5-3.5%), die aber dennoch ihren langfristigen historischen Durchschnitt nicht übersteigen sollten.

Reaktion: Der exogene Schock einer plötzlichen Konjunkturverlangsamung, ausgelöst durch die Pandemie, liess die Ausfallraten steil ansteigen. Insbesondere in den USA stiegen sie bis auf den Stand von 2016. Der Grossteil der Ausfälle in den USA betraf Unternehmen aus dem Energiesektor, die wegen der für viele Fördergesellschaften untragbar tiefen Ölpreise ohnehin schon unter Druck gestanden hatten.

Auswirkung: Die Auswirkung auf unsere Performance war begrenzt, da wir die am stärksten betroffenen Unternehmen mieden.

Grafik 3: Ausfallraten von High-Yield-Anleihen, letzte 12 Monate

Quelle: CreditSights

— **Technische Faktoren:** Wir rechneten mit einem neutralen technischen Umfeld, in dem sich das Angebot gegenüber 2019 nicht wesentlich verändern würde. Allerdings brauchten viele Unternehmen wegen der Pandemie zusätzliches Kapital, so dass die Bruttoemissionen angesichts

von Primärmarkttransaktionen mit einem Volumen von über USD 400 Mrd. einen neuen Rekord aufstellten. Der Anstieg der Nettoemissionen wurde ausserdem durch einen neuen Rekord an Übertritten von Fallen Angels aus dem Investment-Grade- ins High-Yield-Segment begünstigt.

2021 erwarten wir, dass die Erträge von High-Yield-Anleihen nach der Pandemie und nach einer beispiellosen Erholung im unteren einstelligen Bereich liegen werden.

- **Globale Pandemie:** Das erste Halbjahr wird davon abhängen, wie rasch und effizient die Impfstoffe verteilt werden und ob die Infektionsraten zwischendurch erneut ansteigen. Unerwartet positive Nachrichten dürften Sektoren wie Freizeit, Reise und Verkehr zugutekommen, die während der Pandemie am meisten litten. Vor allem für die erste Jahreshälfte 2021 gehen wir davon aus, dass die Volatilität dank anhaltender haushalts- und geldpolitischer Unterstützung gedämpft bleibt und die Spreads sich einengen. Dies solange es keine Rückschläge im Kampf gegen Covid-19 gibt oder überraschend eine weitere Krise ausbricht. Wir erwarten im zweiten Halbjahr eine Rückkehr zu einer „normaleren“ Welt. Wenn diese Normalisierung erfolgt, verbleibt das Risiko, dass die Pandemie Veränderungen in bestimmten Branchen (z.B. im Einzelhandel) bewirkt oder beschleunigt hat und dass diese Branchen erneut unter Druck kommen, wenn die aussergewöhnlichen Unterstützungsmassnahmen auslaufen.
- **Energie:** Die Ölpreise dürften auch im Fall eines Wirtschaftsaufschwungs nach der Pandemie auf ihrem aktuellen Niveau bleiben. Auch wenn die Ölnachfrage zunächst steigen dürfte, glauben wir, dass die Pandemie den Ausstieg aus fossilen Brennstoffen beschleunigt hat. Damit dürfte die Nachfrage nach Öl und seinen Derivaten abnehmen, sodass es den Ölpreisen nur schwer gelingen wird noch deutlich über ihre aktuellen Niveaus zu steigen. Ausserdem werden viele dieser Unternehmen wegen Erwägungen im Zusammenhang mit ESG-Kriterien und der Furcht vor „Stranded Assets“ (verlorene Investitionen) es weniger leicht haben, auf die Kapitalmärkte zurückzugreifen. Die neue US-Regierung wird wahrscheinlich eine Politik verfolgen, die für die Energiebranche weder aus Angebots- noch Nachfragesicht positiv sein wird. Folglich werden viele der Fördergesellschaften, die nur mit hohen Kosten produzieren können, in ihrer jetzigen Form wirtschaftlich nicht überleben können. Dies könnte zu einer verstärkten Fusions- und Übernahmetätigkeit oder anhaltend hohen Ausfallraten in diesem Sektor führen. Die Erdgaspreise dürften volatil bleiben, aber potenziell mehr fundamentale Unterstützung haben als die Ölpreise.
- **Bewertungen:** Nach der enormen Spreadausweitung im März nähern sich die Bewertungen schon wieder ihren Ständen von vor der Pandemie. Das zurückgehende Tail-Risk aufgrund der Pandemie und der Anlagenotstand im anhaltenden Niedrigzinsumfeld dürften aus unserer Sicht 2021 zu einer weiteren Spreadeinengung führen. Wir ziehen Anleihen mit B-Rating solchen mit CCC-Rating vor, da die Verengung im CCC-Segment aus unserer Sicht bereits sehr erheblich war. Wir glauben ausserdem, dass mit B geratete Papiere das beste Risiko-Ertragsprofil für den Fall aufweisen, dass die für 2021 erwartete Verbesserung der Kreditqualität und Normalisierung ausbleiben. Anleihen mit BB-Rating könnten zusätzlich von Anlegern im Investment-Grade-Segment nachgefragt werden, die ihre Suche nach Rendite auf die unteren Ratingkategorien ausweiten.
- **Europäische im Vergleich zu US-High-Yield-Anleihen:** Wir haben zum Jahreswechsel eine leichte Präferenz für europäische High-Yield-Anleihen. Aus unserer Sicht besitzt das europäische High-Yield-Segment nach der Pandemie etwas mehr Spielraum für eine Spreadeinengung als das US-Segment. Ausserdem beinhaltet es mehr qualitativ höherwertige Emittenten und ist nicht so stark auf Rohstoffe und insbesondere Energie ausgerichtet.

- **Ausfallraten:** Wir erwarten, dass die Ausfallraten im Vergleich zu ihrem pandemiebedingten Höchststand sinken werden und sich ihrem langfristigen Durchschnitt von rund 4% annähern. Allerdings werden sie aus unserer Sicht ihren langfristigen Durchschnitt vorerst kaum unterschreiten, da die Unternehmen infolge der Pandemie womöglich noch Probleme mit ihren Kapitalstrukturen haben. Dies gilt vor allem für den Energiesektor, der darüber hinaus unter anhaltend tiefen Energiepreisen leidet.
- **Technische Faktoren:** Wir erwarten, dass sowohl das Brutto- als auch das Nettoangebot geringer sein wird. Da viele Unternehmen wegen der Pandemie zusätzliches Kapital benötigten, erreichten die Bruttoemissionen einen Rekordwert von über USD 400 Mrd. an Primärmarkttransaktionen. Unseres Erachtens werden die Emissionen 2021 unter diesem Niveau bleiben. Der Anstieg der Nettoemissionen wurde ausserdem durch einen neuen Rekord an Herabstufungen vom Investment-Grade- ins High-Yield-Segment begünstigt. Die Nettoemissionen werden aus unserer Sicht zwar ebenfalls positiv sein, aber nicht mehr so hoch. Darüber hinaus stiegen Schuldner, um ihren Kapitalbedarf zu befriedigen, 2020 massiv von Darlehen auf die Ausgabe von Anleihen um, was aus unserer Sicht 2021 nicht noch einmal der Fall sein wird. Wir erwarten, dass das Angebot 2021 zwar geringer als 2020, aber immer noch robust sein wird.

Fazit

Insgesamt gehen wir nach wie vor davon aus, dass High-Yield-Anleihen im Jahr 2021 positive Erträge generieren werden. Angesichts der Kombination aus anhaltend tiefen Zinsen, bereits engeren Spreads nahe ihrer historischen Durchschnittsniveaus, und Sorgen um Kapitalstrukturen bestimmter Marktsegmente (vor allem Energie, Einzelhandel und Freizeit) im Anschluss an die Pandemie kommen wir jedoch zu der Überzeugung, dass die Gesamterträge von High-Yield-Anleihen 2021 im unteren einstelligen Bereich liegen werden. Gleichzeitig erwarten wir, dass sich die Volatilität dank weiterer fiskal- und geldpolitischer Anreize in Grenzen hält, solange es keinen schweren Rückschlag bei der Bekämpfung der Covid-19-Pandemie gibt.

Disclaimer

Die vorliegende Dokumentation dient lediglich zur Information und richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Nicht professionelle 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.

Die Performancedaten lassen die bei der Ausgabe und Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Die im Bericht gezeigten Brutto-Performancezahlen lassen zudem die dem Fonds belasteten Kosten unberücksichtigt. Diese Gebühren führen zu einer Reduktion der erzielten Performance.

Investitionen in Finanzprodukte sind mit Risiken verbunden. Potenziell droht ein Verlust des gesamten investierten Kapitals. Darüber hinaus unterliegen Finanzprodukte, die hauptsächlich in aufstrebende Märkte (sog. „Emerging Markets“) und/oder in hochverzinsliche Anleihen („High Yield Bonds“) investieren, grundsätzlich höheren Risiken. Anleihen von Emittenten mit Domizil und/oder Geschäftsschwerpunkt in Schwellenländern (Emerging Markets; EM) unterliegen einem höheren politischen, sozialen und ökonomischen Risiko, das sich u.a. in Kapitalverkehrskontrollen oder anderen Restriktionen ausdrücken kann. Dadurch kann es dem Emittenten unmöglich werden, die Anleihe weiter zu verzinsen oder zurück zu zahlen. Zudem kann das Niveau der Überwachung oder der operativen Möglichkeiten von den Standards in Industrieländern abweichen. Anleihen mit höheren Renditen (High Yield) sind mit einem überdurchschnittlichen Ausfallrisiko verbunden und stellen ein höheres Risiko dar als Anleihen mit hoher Anlagequalität (Investment Grade).

Wandelanleihen, bedingte Pflichtwandelanleihen („CoCo-Bonds“), nachrangige Anleihen, Dauerschuldverschreibungen und variabel verzinsliche Anleihen sind komplexe Finanzinstrumente. Bezüglich der individuellen Risiken einer Anlage sei auf die jeweils gültigen Fondsunterlagen 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.

Die ICE-Index Daten sind Eigentum von ICE Data Indices, LLC und ihrer verbundenen Gesellschaften („ICE Data“) und/oder ihrer Drittanbieter. Die Nutzung der ICE-Index Daten durch Fisch Asset Management AG basiert auf einer Lizenz. ICE Data und ihre Drittanbieter akzeptieren keine Verantwortung im Zusammenhang mit der Nutzung. Bitte lesen Sie zu den ICE-Index Daten den vollständigen Disclaimer unter: <http://www.fam.ch/de/nutzungsbedingungen/>. Die englische Version dieses Disclaimers geht vor.

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.

Der Kauf eines Produkts, das von Fisch verwaltet wird, darf nur auf der Grundlage der jeweils gültigen Dokumente (Fondsprospekts, Fondsvertrags, KIIDs etc.) erfolgen. Die jeweils gültigen Dokumente finden sich auf www.fundinfo.com. Bevor ein Kaufentscheid gefällt wird, hat jeder professionelle Anleger auf

der Grundlage der eigenen Situation zu prüfen, ob er überhaupt befugt ist, das Produkt zu kaufen und falls ja, ob er die notwendige Risikofähigkeit für das entsprechende Produkt besitzt. Fisch weist ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument nicht für private Anleger bestimmt ist und empfiehlt professionellen 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 professionelle) 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 hat die Lagerung und Archivierung von Firmendaten an eine spezialisierte Drittfirma übertragen. Das Outsourcing beschränkt sich auf die Lagerung und Archivierung von Daten und erfolgt im Ausland. Die Bearbeitung der Daten bleibt firmenintern und wird nicht ausgelagert. Die Tätigkeit der spezialisierten IT-Firma umfasst im Wesentlichen die Aufsetzung und den Unterhalt der entsprechenden Server. Aufsichtsbehörde und Prüfgesellschaft sind von Fisch über die Auslagerung informiert worden und die datenschutz- und aufsichtsrechtlichen Anforderungen werden erfüllt.

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