

» *High-Yield-Anleihen: Ausblick für 2020*

High Yield Portfolio Management Team

5. Dezember 2019

Ausblick für High-Yield-Anleihen 2020: Spielraum für Fehler wird zunehmend knapper

Zusammenfassung

- Der **Rückgang der USD-Absicherungskosten** bedeutet weniger Gegenwind für Nicht-USD-Anleger.
- Die **Bewertungen** preisen ein optimistisches Konjunkturszenario ein, wobei der Energiesektor jedoch ein bewertungstechnisches Fragezeichen darstellt.
- Die **Ausfallraten** dürften sich 2020 leicht erhöhen und ein Niveau von rund 2.5–3.5% erreichen, sofern kein deutlicher Konjunkturabschwung eintritt.
- Zu den **Hauptrisiken** zählen die Handelsverhandlungen mit China, die US-Präsidentschaftswahlen, die unsicheren Konjunkturaussichten und der stets volatile Energiesektor.

Die Wertentwicklung fiel 2019 deutlich höher aus, als wir erwartet hatten. Aus welchem Grund?

- **Bedenken:** Wir gingen davon aus, dass die steigenden Zinsen insbesondere für oberen Ratingsegmente einen Gegenwind darstellen würden, während das solide Wirtschaftswachstum das CCC-Segment stützen dürfte.

Reaktion: Stattdessen senkte die US-Notenbank die Zinsen, und die Renditen von Bundesanleihen stiegen nicht an, wovon Anleihen mit höherer Bonität und längerer Laufzeit innerhalb des High-Yield-Segments profitierten. Anleihen mit CCC-Rating verzeichneten eine deutliche Underperformance. Dies war zum Teil der Wertentwicklung im Energiesektor zuzuschreiben, doch auch der Rest des CCC-Segments blieb hinter dem Gesamtmarkt zurück, da die Besorgnis über das Wirtschaftswachstum anhielt (siehe Grafik 1).

Auswirkung: Die Schwäche der Anleihen des CCC-Segments kam unserer Performance zugute, doch aufgrund unserer festen Erwartung höherer Zinsen waren wir für die Rally langlaufender BB-Anleihen nicht optimal positioniert.

Grafik 1: Gesamttrenditen von US-High-Yield-Anleihen nach Ratingkategorien



Quelle: Bloomberg, Bloomberg Barclays-Indizes, Research von Barclays

— **Bedenken:** Der Energiesektor beendete das Jahr 2018 in sehr schwacher Verfassung, da die Energiepreise im 4. Quartal aufgrund der äusserst unsicheren Aussichten drastisch fielen (siehe Grafik 2).

Reaktion: Die Ölpreise erholten sich 2019 gegenüber dem 4. Quartal 2018 und erreichten ein Durchschnittsniveau von rund USD 55 je Barrel. Dennoch entwickelte sich der Energiesektor im Verlauf dieses Jahres sehr schwach, da die Anleger die Nachhaltigkeit höherer Preise und die Refinanzierungsfähigkeit der Emittenten weiterhin skeptisch beurteilen.

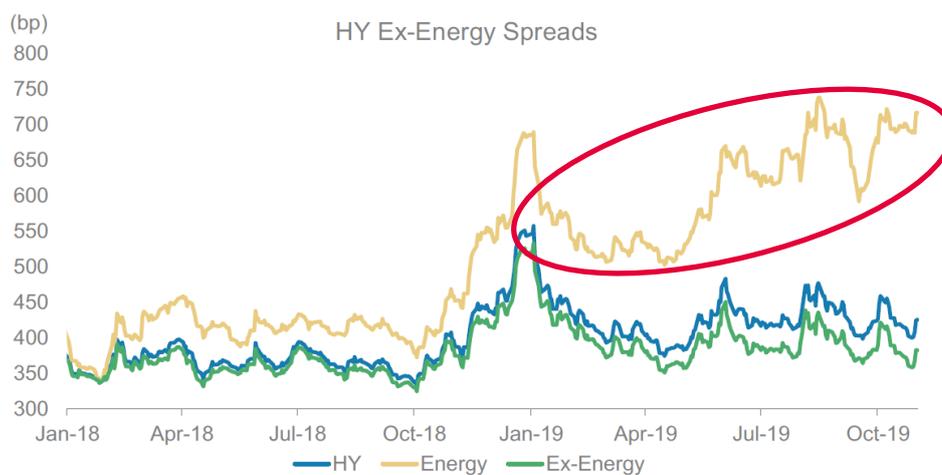
Auswirkung: Unsere Prognose steigender Energiepreise im Jahr 2019 erwies sich zwar als richtig, doch die Performance des Energiesektors spiegelte diese Tendenz nicht wider, was unsere relative Wertentwicklung im Jahr 2019 beeinträchtigte.

Grafik 2: Preisentwicklung der Ölsorte WTI



Quelle Bloomberg, November 2019

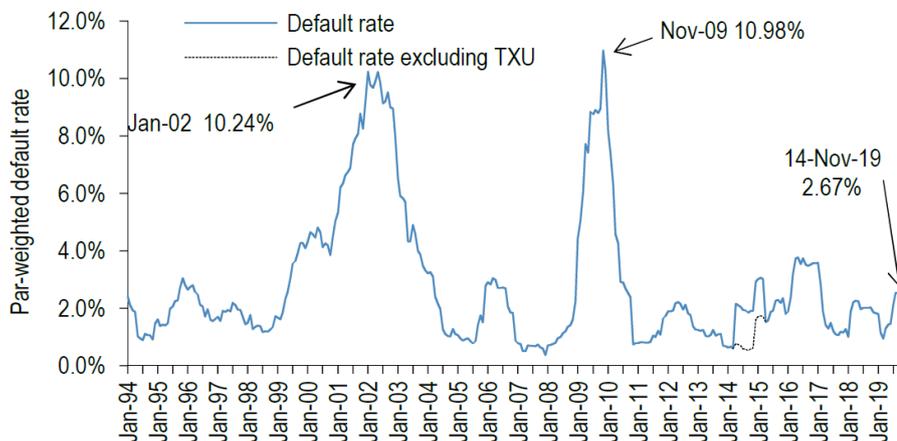
Grafik 3: Spread-Entwicklung im US-High-Yield-Segment



Quelle Morgan Stanley Research, FTSE Fixed Income LLC

- **Ausfallraten:** Wir rechneten mit Ausfallraten im Bereich von 2-3%, was sich als korrekt erwies.

Grafik 4: Ausfallrate von US-High-Yield-Anleihen (letzte 12 Monate, basierend auf dem Nennwert)



Quelle: JP Morgan; Hinweis: Distressed Exchanges sind dabei ausgenommen.

- **Technische Faktoren:** Wir rechneten mit allgemein günstigen technischen Marktfaktoren, da 2019 weniger Neuemissionen zu erwarten waren als 2018 (zum Teil aufgrund der grösseren Widerstandsfähigkeit von Leveraged Loans, obwohl wir erwarteten, dass sich Anleihen besser entwickeln würden als Leveraged Loans). 2019 war jedoch eine deutlich stärkere Emissionstätigkeit zu verzeichnen als 2018, was der Schwäche der Leveraged Loans zuzuschreiben war (Loans entwickelten sich deutlich schlechter als Anleihen).
- Die **Bewertungen** betrachteten wir im Allgemeinen als „angemessen“, wengleich sich die Spreads 2019 schliesslich um rund 100 Basispunkte verengten.

Im Gegensatz zu 2019 gehen wir davon aus, dass es 2020 schwer werden wird, signifikante Renditen zu erwirtschaften (für Nicht-USD-Anleger).

- **US-Wahlen:** Das Ergebnis der US-Präsidentenwahlen könnte breite Segmente des High-Yield-Marktes belasten, einschliesslich des Energie- und des Healthcare-Sektors. Dies gilt umso mehr, falls ein Kandidat wie die demokratische Senatorin Elizabeth Warren die Wahl gewinnt und die Demokraten in beiden Kammern des US-Kongresses die Mehrheit erreichen.
- **Handel:** Das Ergebnis der Handelsverhandlungen zwischen den USA und China (und in geringerem Masse auch mit anderen Ländern) dürfte sich erheblich auf die Marktstimmung und den Wachstumsausblick auswirken. Da die Anleger im Allgemeinen ein positives Ergebnis erwarten, überwiegen die Abwärtsrisiken, falls keine Einigung erzielt wird.
- **Bewertungen:** Abgesehen vom Energiesektor und dem CCC-Segment lassen die Bewertungen kaum Spielraum für eine weitere Spreadverengung, und wir halten eine Ausweitung der Spreads 2020 für wahrscheinlicher als eine Einengung. Sollte die Wahrscheinlichkeit einer Rezession zunehmen, rechnen wir mit einer deutlichen Schwäche bei den Spreads. Vor diesem Hintergrund betrachten wir Anleihen mit CCC-Rating weiter mit Vorsicht. Der Energiesektor könnte hohe Renditen erzielen, falls die Anleger zu der Überzeugung gelangen, dass das Risiko für einen Einbruch der Energiepreise sehr begrenzt ist. Der Rückgang der USD-Absicherungskosten dürfte jedoch im Vergleich zu 2019 für eine gewisse Unterstützung sorgen.

- **Europäische High-Yield-Papiere im Vergleich zum US-Markt:** Wir halten europäische High-Yield-Anleihen im Vergleich zum US-Markt für angemessen bewertet. Dabei erscheinen Titel mit B-Rating in Europa attraktiver, während das BB-Segment in den USA ein grösseres Wertpotenzial bietet. Allerdings sind europäische Unternehmensanleihen mit B-Rating bei relativer Betrachtung weniger attraktiv als Anfang 2019 (siehe Grafik 5).

Grafik 5: Spreads zwischen EUR- und USD-High-Yield-Anleihen



Quelle: BofA Merrill Lynch Global Research

- **Ausfallraten:** Im Vergleich zu 2019 erwarten wir für 2020 etwas höhere Ausfallraten (2.5–3.5%). Dieses Niveau entspricht jedoch weiterhin dem langfristigen historischen Durchschnitt oder liegt darunter.
- **Technische Faktoren:** Wir rechnen mit einem neutralen technischen Umfeld, in dem sich das Angebot gegenüber 2019 nicht wesentlich verändert. Aufgrund der anspruchsvolleren Bewertungen dürfte sich der Mittelzufluss in die Anlageklasse gegenüber 2019 verringern (obwohl es den Investoren weiter schwer fallen dürfte, Alternativen ausfindig zu machen). Falls die diesjährige Schwäche am Markt für Loans anhält, könnten sich negative Ausstrahlungseffekte für den Anleihenmarkt ergeben.

Fazit

Insgesamt gehen wir nach wie vor davon aus, dass High-Yield-Anleihen im Jahr 2020 positive Renditen erzielen werden. Doch angesichts des tiefen Zinsniveaus, der engeren Spreads und der anhaltenden Besorgnis über bestimmte Marktsegmente (insbesondere CCC-Papiere und Energiewerte) wird das Renditeprofil am High-Yield-Markt 2020 potenziell eine stärkere linksschiefe Verteilung aufweisen als in den meisten Vorjahren.

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, 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.

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