

---

# US Hochzinsanleihen: Update zur Marktvolatilität

---

US High Yield | 25. März 2020

---



**Chris Jorel**  
Client Portfolio Manager,  
US High Yield

Die Märkte, einschließlich der Hochzinsmärkte, sind nach wie vor unruhig, wobei es zunehmend schwierig ist, Vorhersagen zu dieser beispiellosen Pandemie und den damit verbundenen Reaktionen der Menschen, Unternehmen und Regierungen zu treffen. Mit diesem Update möchten wir ein paar Hintergrundinformationen zu den Ereignissen im US-amerikanischen Hochzinsbereich zur Verfügung stellen und eine Einordnung unserer Erwartungen für die Zukunft vornehmen.

## Markttrenditen

In der vergangenen Woche nahmen die Verluste am Hochzinsmarkt und an den Finanzmärkten im Allgemeinen zu. In den ersten beiden Märzwochen schien es, als ob Unternehmen, die unmittelbar von COVID-19 betroffen sind, die schwächsten Renditen erzielen würden. In der vergangenen Woche spielten solche Unterschiede eine geringere Rolle, da selbst Unternehmen höherer Qualität erhebliche Kursrückgänge und größere Spreads zwischen Geld- und Briefkursen verzeichneten. Zum Teil war dies darauf zurückzuführen, dass die Anleger ihre Liquidität durch den Verkauf von Anleihen, die sich besser behaupten konnten, erhöhen wollten. Aber auch die Tatsache, dass der Shutdown weitreichende Auswirkungen und für die meisten Unternehmen negative Konsequenzen haben wird, spielte eine Rolle. Ein Anhaltspunkt ist, dass fünf der sechs schlechtesten jemals verzeichneten Renditetage auf die letzten zwei Wochen entfielen. Die Rendite US-amerikanischer Hochzinsanleihen liegt im März bisher unterhalb der jedes Monats während der Finanzkrise 2008.

Abbildung 1: Renditen US-amerikanischer Hochzinsanleihen

	Woche vom 20.03.	Seit Monatsanfang	Seit Jahresanfang	1 Jahr
US High Yield*	-10,55 %	-17,44 %	-18,71 %	-13,00 %
BB	-9,74 %	-15,62 %	-16,53 %	-9,57 %
BB	-10,86 %	-18,36 %	-19,99 %	-14,49 %
CCC	-12,74 %	-23,35 %	-25,43 %	-24,06 %
Energie	-16,92 %	-38,32 %	-43,84 %	-44,99 %

Quelle: Columbia Threadneedle Investments, Stand: 20. März 2020. \*ICE BofA US High Yield Cash Pay Constrained Index.

## Liquidität

Am US-amerikanischen Markt für Hochzinsanleihen war Liquidität zu Beginn des Monats ein schwieriges Thema, der Markt funktionierte jedoch, wenn auch mit größeren Geld-/Briefspannen. Als Bezugspunkt kann der Hochzins-CDX (stellvertretend für den Hochzinsmarkt) dienen, der üblicherweise mit einer Geld-/Briefspanne von etwa 8/100 eines Punktes gehandelt wird. Vor zwei Wochen stieg diese auf  $\frac{1}{2}$  bis  $\frac{3}{4}$  Punkte an. Gegen Ende der vergangenen Woche kam es zu einer erheblichen Verschlechterung der Liquidität. Die CDX-Spreads sind nach wie vor groß – zeitweise bis zu 1 Punkt. Am Donnerstag (19. März) und Freitag (20. März) beobachteten wir bei einigen Anleihen höherer Qualität Geld-/Briefspannen von rund 3 Punkten und bei einigen Anleihen mit hohem Beta sogar noch größere Spreads. Das Problem wird dadurch noch verschärft, dass die Händler von zu Hause aus arbeiten, wodurch Transaktionen erschwert werden. Hinzu kommt, dass die Vorräte bei den Brokern/Händlern offenbar von rund 5 Mrd. USD auf nahezu Null gesunken sind, es ist aber noch schwierig, Quellen für diese Daten zu finden. Preiserkennung ist die Norm, und wir sehen bei bestimmten Anleihen weiterhin mehrere Preisdiskrepanzen zwischen den verschiedenen Indexanbietern.

Die Benchmark-Performance könnte noch stärker abweichen, da die Intercontinental Exchange (Anbieter der ICE BofA-Benchmark) derzeit eine Umfrage unter ihren Nutzern durchführt, ob sie die übliche Neugewichtung zum Monatsende im März überspringen sollte, wodurch die Fallen Angels bis mindestens Mai aus dem Hochzinsbereich herausgehalten und notleidende Wertpapiere einen weiteren Monat lang in der Benchmark verbleiben würden. Unsere Portfoliomanager für Wertpapiere mit Investment Grade und hypothekenbesicherte Wertpapiere berichten über ähnliche Probleme mit der Handelsliquidität in ihren jeweiligen Märkten.

## Bonitätsherabstufungen

Die Agenturen haben bereits mit der Herabstufung von Anleihen begonnen, vor allem im Energiebereich und in anderen Sektoren, die unmittelbar von COVID-19 betroffen sind. S&P reduzierte die Prognose für die Ölpreise für 2020 auf 25 USD/Barrel, obwohl der Terminmarkt einen Preis von >30 USD für die zweite Hälfte des Jahres 2020 und fast 35 USD/Barrel für 2021 einpreist. Wir gehen davon aus, dass der Trend zu Herabstufungen bei Energie und auch insgesamt anhalten wird.

In der Vergangenheit haben wir darauf hingewiesen, dass sich die Anleihen mit CCC-Rating als Prozentsatz der Benchmark nahe an 10-Jahres-Tiefs bewegten. Dies ist aufgrund des starken Preisrückgangs immer noch der Fall. Etwa 21 % der Anleihen in der allgemeinen Benchmark haben jedoch ein Rating von B3 oder B- von mindestens einer Ratingagentur, und wir gehen davon aus, dass die Anzahl der Anleihen mit CCC-Rating zunehmen wird.

## Fallen Angels

Zuvor waren wir davon ausgegangen, dass die Aktivität im Hinblick auf Fallen Angels moderat ausfallen würde. Aufgrund gesunkener Ölpreise und einer dramatischen Konjunkturabkühlung

stimmt dies unserer Ansicht nach nun nicht mehr. Schätzungen zufolge wird es möglicherweise zu Herabstufungen in Höhe von 200 Mrd. USD kommen, und das erscheint uns nicht unrealistisch. Als Anhaltspunkt ist zu erwähnen, dass der US-amerikanische Hochzinsmarkt derzeit bei einem Nennwert von 1,3 Bio. USD liegt. Laut der Bank of America werden erstklassige Anleihen in Höhe von rund 250 Mrd. USD aktuell breiter gehandelt als Hochzinsanleihen mit BB-Rating.

10-jährige Ford-Anleihen werden derzeit mit einem Spread von etwa +1.100 Bp gehandelt, was einem um 300 Bp breiteren Spread als bei Hochzinsanleihen mit BB-Rating entspricht. Dies deutet darauf hin, dass der Markt eine hohe Herabstufungswahrscheinlichkeit eingepreist hat. Das ist insofern bemerkenswert, als dass Ford mehr als 2 % des Hochzinsmarkts in Indizes ohne Obergrenzen ausmacht. Diese Herabstufungen haben bereits begonnen, als Occidental Petroleum (OXY mit für den Index zulässigen Schuldtiteln in Höhe von rund 31 Mrd. USD) und Cenovus Energy (CVECN mit für den Index zulässigen Anleihen in Höhe von rund 4,7 Mrd. USD) vor Kurzem von Investment Grade auf High Yield herabgestuft wurden.

## Energie

Die Entscheidung von Saudi-Arabien, die Ölproduktion nach einer anhaltenden Drosselung erheblich zu steigern, kam überraschend und führte zu einem deutlichen Verfall der Ölpreise. Die Steigerung des Angebots ist eine Sache, ein andere Sache ist es, dies inmitten eines der größten Nachfrageschocks aller Zeiten zu tun.

Im Anschluss an diesen Schritt kam es zu einem dramatischen Einbruch bei Hochzinsanleihen aus dem Energiebereich, insbesondere in den Bereichen Exploration und Produktion sowie Ölfelddienstleistungen, während der Gasvertrieb (Midstream) auf relativer Basis besser standhielt. Die meisten Energieunternehmen im Hochzins- und Investment-Grade-Bereich können nicht überleben, wenn die Preise längere Zeit auf solchen niedrigen Niveaus verharren. Die entscheidenden Fragen sind, wie lange dieses niedrige Preisumfeld andauern wird und wann die Nachfrage letztendlich zunehmen wird.

In den Jahren 2015-2016, als die Preise erheblich zurückgingen, nachdem die OPEC die Produktion nicht drosselte, lag die Ölproduktion in den USA bei rund 9,6 Mio. Barrel/Tag und fiel innerhalb von zwölf Monaten auf etwa 8,5 Mio. Barrel/Tag, was einem Rückgang von 11 % entspricht. Aus verschiedenen Gründen gehen wir davon aus, dass die Ölproduktion in den USA von derzeit etwa 13 Mio. Barrel/Tag in den nächsten zwölf Monaten noch viel schneller zurückgehen wird. Erstens handelt es sich beim Anstieg der US-Produktion größtenteils um Schieferöl, das eine höhere Rückgangsrate aufweist. Zweitens waren die Produzenten damals besser abgesichert, was die Investitionsausgaben stützte. Drittens waren viele Unternehmen noch dabei, ihre Förderflächen abzustecken, und Investitionsausgaben waren fest eingeplant. Und schließlich fanden Bohrungen auf einigen der besten Förderflächen statt, um den Abschwung besser zu bewältigen. Seit der Ankündigung Saudi-Arabiens gab es schnelle Reaktionen bezüglich der Investitionsausgaben, und viele große Unternehmen gaben Kürzungen bekannt. Ein Rückgang von 15 % innerhalb von zwölf Monaten würde die US-Produktion, auf Basis der angekündigten Ausgabenkürzungen, um solide 2 Mio. Barrel/Tag senken.

Die Midstream-Unternehmen werden sich mit den bevorstehenden Produktionsrückgängen auseinandersetzen müssen. Ein Instrument, das unserer Meinung nach eingesetzt werden wird, sind Dividendenkürzungen, da viele Midstream-Unternehmen erhebliche Dividenden ausschütten. Dies hat bereits eingesetzt, als Targa eine Dividendenkürzung um 90 % ankündigte, wodurch über 700 Mio. USD an Barmitteln im Unternehmen verbleiben, und wir gehen davon aus, dass andere Unternehmen der Branche nachziehen werden. Sofern Saudi-Arabien seine Politik nicht ändert, gehen wir kurzfristig nicht von einem deutlichen Anstieg der Ölpreise aus. Wenn die Produktion im Inland zurückgeht und die Nachfrage wieder anzieht, werden sich die Preise unserer Meinung nach verbessern. Eine Rückkehr in den Bereich von 50

USD der letzten Jahre ist aber bis auf Weiteres unwahrscheinlich. In der Zwischenzeit werden die Vorräte rasch anwachsen. Wenn sich der Preis langsamer erholt als erwartet, wird es wenig Unterschiede bei Energieanleihen geben, da viele/die meisten voraussichtlich ausfallen werden.

### Portfoliopositionierung/-änderungen

Während sich die Bewertungen ausgeweitet haben, hat sich die Positionierung nicht wesentlich geändert. Wir hatten zu Beginn dieses Berichtszeitraums ein Energieportfolio von höherer Qualität und eine stärkere Gewichtung der verbraucherbezogenen Sektoren, da die Stärke des US-Verbrauchers eines der Highlights der US-amerikanischen Wirtschaft war. Wir haben einige der Probleme im Energiebereich bereits angesprochen, und der erwartete Anstieg der Arbeitslosenzahlen in den USA hat sich kurzfristig negativ auf die Wertpapierkurse in verbraucherbezogenen Sektoren ausgewirkt.

Liquiditätsprobleme und dramatische Kurseinbrüche bei Energiewerten haben zu einer geringen Handelsaktivität im Portfolio in diesem Sektor geführt und es gab keine Käufe. Da wir aufgrund der Angebotskürzungen in den USA und eines Anstiegs der Nachfrage letztendlich von einer Verbesserung der Rohstoffpreise im Vergleich zu den derzeitigen Niveaus ausgehen und da die Auswirkungen von COVID-19 im Laufe der Zeit abnehmen werden, werden die Märkte voraussichtlich wieder dazu übergehen, (zumindest bis zu einem gewissen Grad) zwischen Energieemittenten von hoher und niedrigerer Qualität zu unterscheiden.

Außerhalb des Energiesektors waren wir aktiver und profitierten von den wahrgenommenen Preisverwerfungen, da der Markt bei einzelnen Anleihen nach Liquidität sucht. Insgesamt war die Aktivität aber verhalten. Es war schwierig, Positionen in Sektoren, die unmittelbar von der COVID-19-Pandemie betroffen sind, zu reduzieren. Dabei war es auch allgemein einfacher, zu kaufen als zu verkaufen. Wir geben zu, dass eine Auswahl am „unteren Ende“ bei extremer Marktvolatilität nahezu unmöglich ist, und haben daher einen moderateren Ansatz gewählt, um Anleihen schrittweise aufzustocken, da diese unserer Meinung nach attraktive risikobereinigte Renditeprofile bieten. Gleichzeitig erhalten wir die Liquidität für weitere Engagements aufrecht, falls sich der Markt weiter abschwächen sollte. Wie lange die Wirtschaft aufgrund des COVID-19-Shutdowns lahmgelegt bleiben wird, ist unklar, ebenso wie der darauffolgende Zeitraum wirtschaftlicher Schwäche. Wir konzentrieren uns auf Anleihen, die eine ausreichende Liquidität und/oder Kostenflexibilität bieten, um eine ruhende Wirtschaft längere Zeit zu überstehen, sowie auf die Anlagendeckung durch die Kapitalstruktur, selbst bei Ertragsniveaus, die einem Rezessionsumfeld entsprechen. Zu den kürzlich erfolgten Käufen gehören beispielsweise Unternehmen der Lebensmittel- und Getränkebranche, der Gesundheitssektor und einige kleinere Käufe von Anleihen, die unmittelbar vom Virus betroffen sind, wie Aramark und Hilton.



**Wichtige Informationen: Nur zur Nutzung durch professionelle und/oder qualifizierte Anleger (nicht für Privatkunden zu verwenden oder an diese weiterzugeben).** Sofern nicht anders angegeben, stammen sämtliche Daten und Informationen von Bloomberg. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Der Wert der Anlagen und etwaige Einkünfte daraus sind nicht garantiert und können sowohl steigen als auch fallen sowie von Wechselkursveränderungen beeinflusst werden. Das bedeutet, dass ein Anleger unter Umständen den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Mit der Anlage Ihres Kapitals ist ein Risiko verbunden. Die in diesem Dokument enthaltenen Hinweise dienen ausschließlich der Information und stellen kein Angebot und auch keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten dar, noch gelten sie als Anlageberatung oder sonstige Leistungen. Die Nennung spezifischer Aktien oder Anleihen sollte nicht als Handlungsempfehlung verstanden werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Analyseergebnisse wurden von Columbia Threadneedle Investments für eigene Anlageverwaltungsaktivitäten produziert und können bereits vor der Veröffentlichung genutzt worden sein. Sie werden hier als Information zur Verfügung gestellt. Alle enthaltenen Meinungsäußerungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Benachrichtigung geändert werden und sind nicht als Anlageberatung zu verstehen. Aus externen Quellen bezogene Informationen werden zwar als glaubwürdig angesehen, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit kann jedoch keine Garantie übernommen werden. Diese Unterlagen enthalten zukunftsgerichtete Aussagen, einschließlich Prognosen über die künftigen wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen. Niemand bei Columbia Threadneedle Investments, auch nicht die Verwaltungsratsmitglieder, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter geben eine Zusicherung, Garantie oder sonstige Sicherheit, dass sich eine dieser zukunftsgerichteten Aussagen als richtig erweisen wird. Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verbreitet, die der Aufsicht der Dubai Financial Services Authority (DFSA) untersteht. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen; andere Personen sollten nicht auf Grundlage dieser Informationen handeln.

Israel: Die ausländischen Fondsanteile werden in Israel nur auf der Grundlage einer Ausnahmeregelung im Einklang mit dem israelischen Wertpapiergesetz von 1968 und dem Joint Investment Trust Law von 1994 angeboten. Das Angebot der Fondsanteile stellt somit kein öffentliches Angebot in Israel im Sinne dieses Begriffes in der entsprechenden Gesetzgebung dar (die Fondsanteile werden nur Anlegern, die im ersten Anhang des Wertpapiergesetzes aufgeführt sind, und maximal 35 Privatanlegern angeboten).

Die Fondsanteile wurden nicht registriert, es wurde kein Prospekt gemäß dem israelischen Wertpapiergesetz von 1968 herausgegeben und der Fonds ist nicht gemäß den Bestimmungen des Joint Investment Trust Law von 1994 reguliert. Weder die Fondsanteile noch die Werbeunterlagen für den Fonds wurden von einer israelischen Behörde genehmigt. Es wurde und wird keine Maßnahme in Israel ergriffen, die es ermöglichen würde, die Fondsanteile in Israel öffentlich anzubieten oder die Angebotsunterlagen im Zusammenhang mit den Fondsanteilen in Israel der Öffentlichkeit zur Verfügung zu stellen. Es obliegt jeder Person, die einen Fondsanteil kaufen möchte, sich zu vergewissern, dass die israelischen Gesetze im Zusammenhang mit einem solchen Kauf vollständig eingehalten werden, und gegebenenfalls alle staatlichen oder sonstigen Zustimmungen einzuholen.

Weder der Fonds noch seine Berater sind gemäß der Verordnung über Anlageberatung, Anlagemarketing und Portfoliomanagement von 1995 lizenziert, und die Informationen bezüglich der Fondsanteile stellen keine Anlageberatung und kein Anlagemarketing im Sinne dieser Verordnung dar. Beim Treffen von Anlageentscheidungen dürfen sich Anleger nur auf ihre eigene Prüfung des Fonds und der Angebotsbedingungen einschließlich der damit verbundenen Vorteile und Risiken verlassen, und sie sollten sich in Bezug auf die rechtlichen, bilanziellen, steuerlichen und finanziellen Auswirkungen eines Kaufs der Fondsanteile an geeignete Berater wenden. Herausgegeben von Threadneedle Investment Services Limited. Eingetragen in England und Wales unter der Registernummer 3701768, Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, Vereinigtes Königreich. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority.

**Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.**