

# » *Fisch View Special* *Anlageklassen-Ausblick 2024*



Dezember 2023

<b>Makro-Ausblick für 2024</b>	<b>Seite 4</b>
<b>Investment-Grade-Unternehmensanleihen</b>	<b>Seite 6</b>
<b>High-Yield-Unternehmensanleihen</b>	<b>Seite 9</b>
<b>Schwellenländer-Unternehmensanleihen</b>	<b>Seite 12</b>
<b>Wandelanleihen</b>	<b>Seite 15</b>



**Beat Thoma**  
Chief Investment Officer



**Krishna Tewari**  
Investment Strategist

## 2024: Normalisierung des Umfelds

- Der Straffungszyklus der Notenbanken in den USA und Europa dürfte beendet sein. Die Inflation bleibt vorerst noch hartnäckig, ist aber global unter Kontrolle.
- Die Konjunktur und Arbeitsmärkte beginnen sich abzukühlen und beflügeln Zinssenkungsfantasien. Wir rechnen in der ersten Jahreshälfte mit einer milden und kurzen Rezession in den USA und einer etwas Schwere- ren in Europa, gefolgt von einer Erholung und Normalisierung des wirtschaftlichen Umfelds.
- In diesem Szenario spricht vieles für gut diversifizierte Unternehmensanleihen. Investment-Grade-Unternehmensanleihen sollten stark von einer Lockerung der Geldpolitik profitieren können, aber auch High-Yield- Unternehmen dürften die möglicherweise niedrigeren Refinanzierungs- raten zugutekommen. Zusätzlich stellen solide Fundamentaldaten und weiterhin niedrige Ausfallraten eine robuste Ausgangslage dar. In den Schwellenländern sehen wir ebenfalls, gerade bei höherwertigen Unter- nehmen mit soliden Bilanzen und kurzen Laufzeiten, eine attraktive Verzinsung.
- Bei Wandelanleihen sehen wir ein interessantes Chancen-/Risiko- Verhältnis im Vergleich mit dem globalen Aktienmarkt.

## Aktuelle Entwicklungen: Tautziehen gegenläufiger Kräfte

- Der Zinserhöhungszyklus dürfte in den USA und Europa aufgrund der bisher erfolg- reichen Disinflation beendet sein. Dabei zeigt die sehr restriktive Geldpolitik zuneh- mend konjunkturelle Bremsspuren. Europa befindet sich bereits nahe an oder in einer Rezession und in den USA melden sich zahlreiche konjunkturelle Frühindika- toren mit Warnsignalen. Zudem dämpfen die hohen Zinsen die Immobilienmärkte.
- Bisher wichtige Impulse wie etwa die Überschussersparnisse aus der Pandemiezeit oder die hohen US-Fiskalausgaben werden in den kommenden Monaten weiter

deutlich zurückgehen und sich – zusätzlich zur restriktiven Geldpolitik – stark dämpfend auf die US-Konjunktur und die langfristigen Zinsen auswirken.

- Die derzeit massive Beschleunigung der Staatsverschuldung, insbesondere in den USA, könnte jedoch zumindest vorübergehend weiteren Aufwärtsdruck für die langfristigen Zinsen bedeuten.
- Positiv ist der bisherige globale Inflationsverlauf. Obwohl sich der Abwärtstrend in der Gesamtinflation aufgrund wegfallender Basiseffekte in den kommenden Monaten leicht abschwächen dürfte, haben die Zentralbanken die Lage unter Kontrolle und die Inflationserwartungen bleiben infolgedessen moderat. Die Lage ist in keiner Weise mit den 1970er-Jahren zu vergleichen, als geldpolitische Fehler zu zwei massiven Preissteigerungswellen führten.
- Insgesamt steuert das Finanzmarktumfeld damit immer mehr in Richtung eines Tauziehens zwischen zunehmenden Rezessionsgefahren und gleichzeitig fallenden Zinsen und tieferer Inflation. Die leicht positive Anlegerstimmung und saisonale Faktoren könnten jedoch kurzfristig den Aktienmärkten weiteren Schub verleihen.



## Makro-Ausblick für 2024: Normalisierung des Umfelds

---

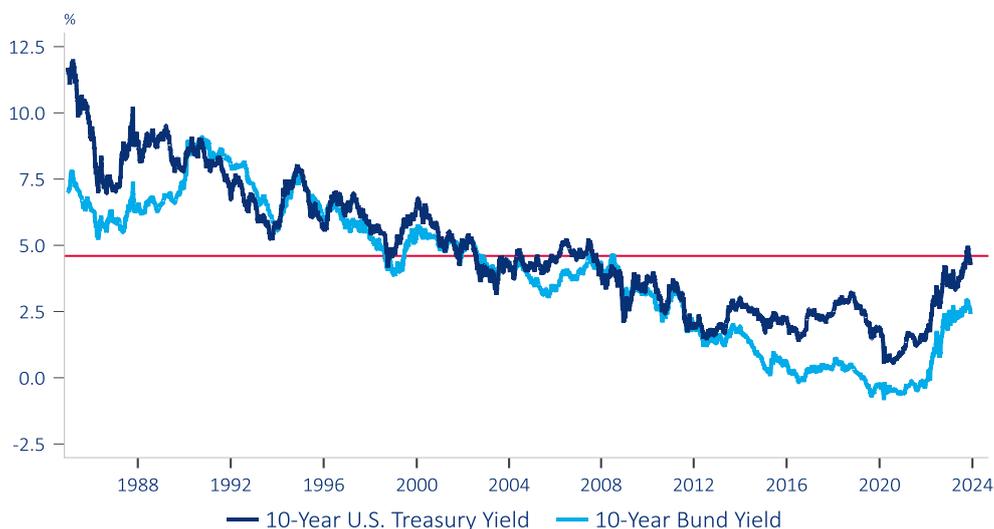
» Zentralbanken haben wieder Handlungsspielraum zur Konjunkturstabilisierung.

- Wir rechnen in unserem Basisszenario mit einer milden und im historischen Vergleich kurzen Rezession in den USA in der ersten Jahreshälfte. Die stark konsumorientierte US-Wirtschaft dürfte sich infolge eines schwächeren Arbeitsmarkts, restriktiver Finanzierungsbedingungen und eines nachlassenden US-Fiskalimpulses deutlich abkühlen. Auch in Europa rechnen wir mit einer Rezession, wenn auch bereits früher und etwas schwerer. Zudem wird eine sich abschwächende Konjunktur Druck auf die Unternehmensgewinne ausüben, wenn auch diese dann von sinkenden Lohnkosten gestützt werden dürften.
- Nicht zuletzt aufgrund des erhöhten Zinsniveaus und des intakten Disinflationsprozesses verfügen die Zentralbanken wieder über den nötigen Handlungsspielraum, um in diesem Szenario die Konjunktur durch expansive geldpolitische Massnahmen zu stützen und so eine länger andauernde und schwere Rezession zu verhindern. Das Umfeld unterscheidet sich also grundsätzlich von den 1970er-Jahren, als trotz schwacher Konjunktur keine geldpolitische Lockerung möglich war.
- Im Verlauf der zweiten Jahreshälfte rechnen wir mit einer beginnenden Normalisierung des wirtschaftlichen Umfelds in den USA und Europa, wobei sich das Wirtschaftswachstum wieder leicht unterhalb des Trendwachstums einpendeln dürfte. Aufgrund verminderter Globalisierungseffekte, andauernder geopolitischer Spannungen und einer im Durchschnitt weniger lockeren Geldpolitik als seit der Finanzkrise 2008 rechnen wir mit strukturell etwas höheren Inflationsraten und Zinssätzen. Teilweise preisdämpfend und gleichzeitig wachstumsfördernd wiederum dürfte sich die verbreitete Anwendung künstlicher Intelligenz mit anhaltenden Produktivitätsfortschritten auswirken.
- Ein weiterer Faktor sollte allerdings in die Überlegungen einbezogen werden: Der massive Anstieg der Staatsverschuldung, insbesondere in den USA. Dort hat die Verschuldung mittlerweile 130 Prozent des Bruttoinlandsprodukts überschritten. Da gleichzeitig die Durchschnittsverzinsung auf den Schulden schnell ansteigt, resultiert daraus ein massiv erhöhter Schuldendienst, der mit zusätzlicher Ausgabe von Staatsanleihen finanziert werden muss. Es ist kaum mehr möglich, die Staatsverschuldung nur über Steuereinnahmen wieder zu reduzieren.
- Insgesamt ergibt sich damit zumindest temporär ein Aufwärtsdruck bei den langfristigen US-Staatsanleihezinsen. Allerdings dürfte der negative Einfluss auf die Konjunktur und die Aktienmärkte beschränkt bleiben. Einerseits besteht bei einem Zinsniveau von über fünf Prozent schnell zunehmende Nachfrage nach US-Staatsanleihen von institutionellen Investoren, was zinsdämpfend wirkt. Andererseits wird die Fed bei Bedarf wieder einspringen, die Bilanz ausweiten und eine Eskalation der Lage verhindern. Auch hier besteht nach dem bisherigen Bilanzabbau wieder ein grösserer Handlungsspielraum.
- Im hier skizzierten Finanzmarktumfeld spricht mittlerweile vieles für gut diversifizierte Unternehmensanleihen, allerdings mit Untergewicht im tiefen Bonitätssegment. Die Verzinsung liegt aktuell auf einem Mehrjahreshoch und bietet damit einen Risikopuffer für den Fall einer Rezession. In diesem Szenario werden fallende Leitzinsen sowie Zentralbankunterstützung den negativen Effekt steigender Credit Spreads teilweise oder gar vollständig kompensieren.

» Wandelanleihen dürften 2024 stark von ihrer Asymmetrie profitieren und sind damit eine attraktive Aktienalternative.

- Historisch gesehen haben sich die US-Aktienmärkte bis kurz vor einer Rezession jeweils noch gut entwickelt. Während einer Rezession droht jedoch in der Regel eine starke Korrektur, gefolgt von einer zyklischen Erholungsphase infolge eines „bull steepening“ der Zinskurve, wobei die dann wieder tieferen Zinsen die Aktienbewertungen hochziehen.
- Wandelanleihen sind dank ihrer Asymmetrie eine interessante Alternative für direkte Aktieninvestments. Zudem ist die relative Bewertung der Aktien aus dem Wandelanleihenuniversum gegenüber dem globalen MSCI-Aktienuniversum in den vergangenen zwei Jahren auf ein historisches Tief gefallen. Bei einer Lockerung der Geldpolitik erwarten wir eine Umkehrung dieses relativen Trends. Damit ergibt sich für das Jahr 2024 ein äusserst interessantes Chancen-/Risiko-Verhältnis von Wandelanleihen im Vergleich mit dem globalen Aktienmarkt.

**Chart: Das Zinsniveau in den USA und Europa hat sich stark normalisiert**



Sources: Macrobond, U.S. Department of Treasury, Fisch Asset Management

## Ausblick 2024: Investment-Grade-Unternehmensanleihen

---

### IG-Corporates bieten Renditepotential, trotz konjunktureller Herausforderungen

#### Aktuelles Umfeld

- Bisher verzeichneten globale Investment-Grade-(IG)-Unternehmensanleihen in diesem Jahr eine etwas laue Performance. Der Zinsanstieg belastete die Gesamrenditen, da die Renditen von US-Staatsanleihen wegen des „higher for longer“-Narrativs bei den Leitzinsen anstiegen. Dagegen verengten sich die Kreditrisikoprämien – mit Ausnahme der volatilen Phase rund um die Turbulenzen im Bankensektor im März – aufgrund der starken Anlegernachfrage und der robusten wirtschaftlichen und geschäftlichen Rahmenbedingungen. Trotz der weiterhin hohen Zinsvolatilität bildeten sich die Schwankungen der Credit Spreads dieses Jahr zurück. Dies deutet darauf hin, dass die Anleger bei Unternehmensanleihen angesichts des bevorstehenden Endes des Zinserhöhungszyklus zunehmend Positionen aufbauen bzw. halten.
- Die Unternehmensbilanzen sind äusserst solide. Das Umsatzwachstum hat sich vor dem Hintergrund des Konjunkturrückgangs verlangsamt. Die Gewinnmargen haben ihre Höchststände hinter sich gelassen, bleiben im historischen Vergleich aber auf einem hohen Niveau. In den vergangenen Quartalen verlangsamte sich auch das Gewinnwachstum erheblich. Andererseits sind aufgrund der Zinserhöhungen auch die Finanzierungskosten gestiegen. Infolgedessen sinken die Zinsdeckungsquoten allmählich auf ein normaleres Niveau.
- Der Verschuldungsgrad ist stabil geblieben, da die Unternehmen beim Kapitalmanagement vorsichtiger vorgehen und versuchen, weniger Fremdkapital aufzunehmen, indem sie mehr Barmittel aus den Betriebsgewinnen einbehalten. Ausschüttungen an die Aktionäre in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen sind zurückgegangen, und auch die Investitionsausgaben sind gesunken. Dies verschafft den Unternehmen bei der Emission von Schuldtiteln mehr Handlungsspielraum und hilft ihnen, ihre Kreditqualität zu wahren.
- Es wurden weniger Unternehmensanleihen begeben als in den vergangenen Jahren, wobei die Emittenten angesichts des hohen Zinsniveaus eindeutig kürzere Laufzeiten bevorzugten. Das Neuemissionsangebot an Anleihen mit einer Laufzeit von über 15 Jahren war äusserst begrenzt und hat die Nachfrage nach langlaufenden Anleihen nicht gedeckt. Mit der sinkenden Gesamtduration des Marktes für Unternehmensanleihen mit IG-Rating ist entsprechend auch die Anfälligkeit von IG-Anleihen gegenüber Zinsschwankungen insgesamt zurückgegangen.
- Die Nachfrage der Anleger nach Unternehmensanleihen hoher Qualität fällt im Gegensatz zu früheren Zeiträumen, in denen sie stark von den Zinsschwankungen abhing, anhaltend positiv aus. In der Folge entwickeln sich die Credit Spreads selbst in Phasen erhöhter Zinsschwankungen weniger volatil. Dies zeigt in der Regel, dass sich die Anleger bewusst sind, dass die verfügbaren höheren Renditen im Hinblick auf die Gesamterträge einen wesentlich grösseren Puffer für weitere potenziell negative Zinsbewegungen bieten.

» Durch das geringe Emissionsvolumen und die starke Nachfrage ist die Zinssensitivität gesunken.

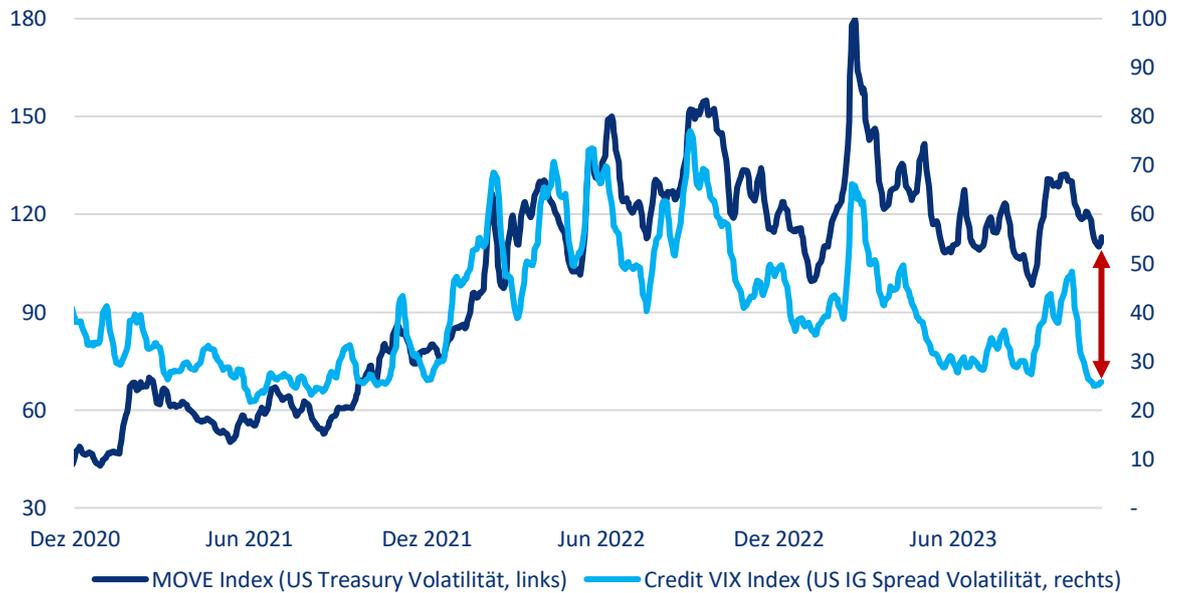
## Ausblick

- Im Einklang mit unserer gesamtwirtschaftlichen Einschätzung, dass sich das Wirtschaftswachstum weiter abschwächen wird und die Industrieländer wahrscheinlich auf eine Rezession zusteuern, erwarten wir, dass die Unternehmensgewinne weiter unter Druck kommen. Neben der Nachfrageabschwächung verharret die Lohninflation auf erhöhtem Niveau, was die Gewinnmargen weiterhin unter Druck setzen dürfte.
- Nachdem die Kerninflation weiterhin hoch ist, glauben wir nicht, dass die Zentralbanken die Zinsen so schnell senken werden, wie es die aktuellen Markteinschätzungen nahelegen. Folglich wird die Geldpolitik weiterhin restriktiv bleiben. Die Finanzierungskosten bleiben hoch, was die Kreditvergabe beeinträchtigt und die Kreditbedingungen verschlechtert.
- IG-Unternehmen sind jedoch gut aufgestellt, um einer vorübergehend schwachen Wirtschaft und höheren Zinskosten standzuhalten, ohne dass sich ihre grundlegende Bonitätsposition wesentlich verschlechtert. Aufgrund der langen Laufzeiten am Markt für IG-Unternehmensanleihen ergibt sich nur eine verzögerte Neubewertung des Fremdkapitals in den Unternehmensbilanzen. Unterdessen sind die Unternehmen dazu übergegangen, ihre Barmittel durch geringere Ausschüttungen an die Aktionäre zu schonen, was angesichts der kostspieligen Kapitalaufnahme eine wichtige Überlegung ist.
- Nach den vielen Netto-Hochstufungen im IG-Universum und bei „Rising Stars“ in den vergangenen Jahren ist der Höhepunkt positiver Ratingveränderungen wahrscheinlich überschritten. Diese starke Aufwärtsdynamik dürfte bei Emittenten aus den USA aufgrund des zurückgehenden Gewinnwachstums nachlassen. Dagegen könnten die Ratingveränderungen in Europa angesichts der anhaltend schwachen Daten bei den Einkaufsmanagerindizes negativ ausfallen, was auf schwierige Bedingungen für Unternehmen und ein höheres Rezessionsrisiko hindeutet.
- Unter Berücksichtigung des allgemeinen Konsens eines weltweiten Konjunkturrückgangs und strengerer Kreditvergabebedingungen sind IG-Unternehmensanleihen nicht günstig bewertet. Die derzeitigen Spread-Level entsprechen dem historischen Durchschnitt und die schwächeren Fundamentaldaten dürften eine leichte Ausweitung der Credit Spreads rechtfertigen. Wir gehen jedoch davon aus, dass diese Entwicklung durch die nach wie vor starke Nachfrage nach Unternehmensanleihen hoher Qualität und die dank hoher Ablaufrenditen zunehmende Attraktivität von Positionen mit längerer Duration begrenzt wird.
- Bei einer nur mässigen Ausweitung der Credit Spreads in Kombination mit stabilen bis niedrigeren Zinsen in den nächsten zwölf Monaten sollten globale IG-Unternehmensanleihen unseres Erachtens Gesamtrenditen im hohen einstelligen Bereich erzielen können.
- Im Allgemeinen bevorzugen wir in den USA ansässige Emittenten, da der Konjunkturrückgang hier verglichen mit Europa oder Grossbritannien weniger stark ausfallen sollte. Insbesondere sehen wir weiterhin Renditepotenzial bei Euro-Anleihen von US-Emittenten („Reverse Yankees“), da wir davon ausgehen, dass die EZB ihre Geldpolitik vor der Fed lockern wird, was Unternehmensanleihen in Euro erheblich zugute kommen dürfte. Wir bevorzugen weiterhin defensive Bereiche wie Healthcare aber auch den Energiesektor, da sich das Bonitätsprofil und das Geschäftsmodell dieser Emittenten deutlich verbessert haben. Bei Sektoren mit

» Eine starke Nachfrage dürfte die Ausweitung der Credit Spreads begrenzen.

Bezug zu Nicht-Basiskonsumgütern sowie zyklischen oder kapitalintensiven Sektoren wie der Grundstoffindustrie und der Telekommunikation sind wir hingegen vorsichtig gestimmt.

**Chart: IG-Spreads bleiben trotz erhöhter Zinsvolatilität stabil**



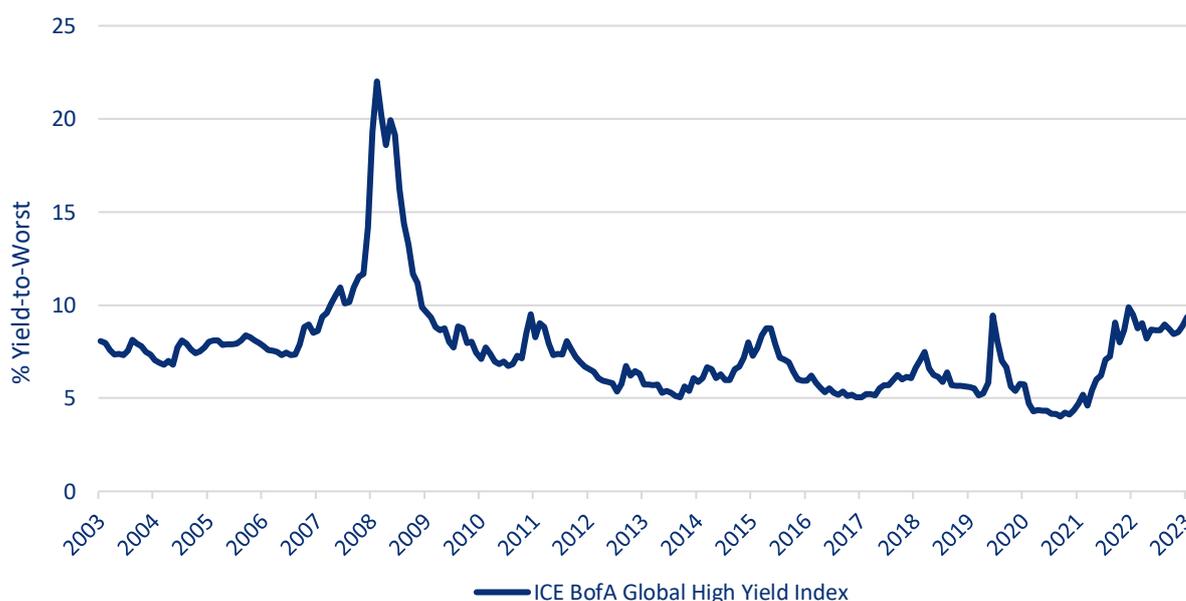
Quelle: Bloomberg Finance LP, The ICE Indices, S&P Global, Fisch Asset Management

## Ausblick 2024: High-Yield-Unternehmensanleihen

### Starke Fundamentaldaten und ein positives markttechnisches Umfeld stimmen uns optimistisch

- Auf der Grundlage unseres gesamtwirtschaftlichen Ausblicks, in dem wir einerseits von einem Konjunkturrückgang und andererseits von der Aussicht auf eine niedrigere Inflation sowie von einem möglichen Rückgang der langfristigen Zinsen im nächsten Jahr ausgehen, sind wir der Meinung, dass ein diversifiziertes Portfolio aus globalen Hochzinsanleihen eine interessante Anlage darstellt. Mehrere begünstigende Faktoren könnten in den nächsten 12 bis 18 Monaten zu attraktiven Gesamtrenditen bei globalen Hochzinsanleihen führen.
- Die potenziell erzielbaren Erträge an den globalen High-Yield-Märkten sind mit einer Ablaufrendite (Yield-to-Worst) von rund 8.5% und Spreads von 424 Basispunkten per 30.11.2023 (gemessen am optionsbereinigten Spread gegenüber Staatsanleihen) attraktiv. Ausserhalb einer Rezession lagen die Renditen selten höher. Folglich sehen wir darin eine interessante Anlagegelegenheit, insbesondere angesichts der starken Fundamentaldaten am Markt.

Chart 1: Renditen nahezu auf Höchstniveau (globale Finanzkrise ausgenommen)



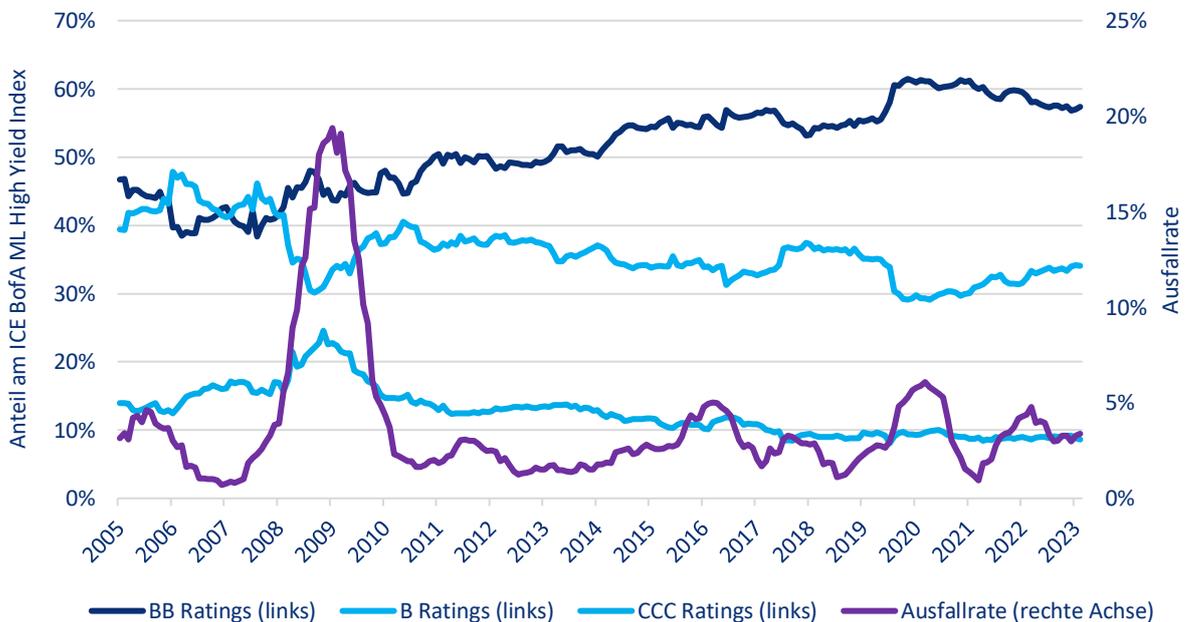
Quelle: ICE BofA, Bloomberg, Fisch Asset Management

» Solide Fundamentaldaten sollten den Unternehmen helfen, schlechtere Refinanzierungsbedingungen zu meistern.

- Die Fundamentaldaten der globalen High-Yield-Emittenten sind weiterhin solide. Viele Unternehmen haben in den vergangenen Jahren die Qualität ihrer Bilanzen verbessert. Die niedrigen Zinssätze hatten relativ geringe Zinszahlungen zur Folge, wodurch die Cash-Bestände geschont wurden. Der Verschuldungsgrad ist nach wie vor moderat, wobei das Verhältnis von Nettoverschuldung zu Gewinn (in Form des EBITDA) ca. 3.6x in den USA und 3.7x in Europa beträgt. Diese Bilanzverbesserung könnte sich verlangsamen, da die Emittenten ihre bisherigen Anleihen mit niedrigen Kupons künftig mittels höher verzinsten Schuldtiteln refinanzieren müssen. Die Cashflows der Unternehmen reichen jedoch mehrheitlich aus, um die neuen Schulden bedienen zu können.

- Die relative Stärke der Fundamentaldaten spiegelt sich auch in den Ausfallraten wider, die noch immer unter dem langfristigen Durchschnitt liegen und als Mass für das „Risiko“ am Hochzinsmarkt genau beobachtet werden. Da wir mit einer gewissen Verschlechterung der Fundamentaldaten rechnen, könnten die Ausfallraten in den kommenden Monaten steigen. Doch selbst wenn sie sich dem langfristigen Durchschnitt annähern oder ihn überschreiten würden (ca. 4.5%), sind wir der Ansicht, dass dies hauptsächlich auf die qualitativ schlechteren Marktteilnehmer mit höherem Verschuldungsgrad zurückzuführen wäre. Dieses Szenario ist jedoch bereits zum Teil in den qualitativ schwächeren Kapitalstrukturen eingepreist, und die Anleihen werden bereits deutlich unter dem Nennwert gehandelt. Dementsprechend spiegeln sich künftige Verluste bereits klar in den aktuellen Renditen wider.

**Chart 2: Ausfallraten nach Ratingsegment**



Quelle: ICE BofA, Bloomberg, Fisch Asset Management

» Die Qualität des High-Yield-Marktes hat sich in den vergangenen 20 Jahren deutlich verbessert.

- Die Qualität des High-Yield-Universums ist ein weiterer wichtiger Faktor, der zeigt, dass Hochzinsanleihen insgesamt weniger riskant sind als allgemein angenommen. Diese hat sich, gemessen am Durchschnittsrating, in den vergangenen 20 Jahren deutlich verbessert. Obwohl der Anteil der Unternehmen mit BB-Rating am globalen Markt aufgrund der vielen „Rising Stars“ in den letzten zwei Jahren leicht zurückgegangen ist, macht er immer noch fast 60% des Marktwerts aus. Demgegenüber liegt der Anteil der Unternehmen mit einem CCC-Rating weiterhin bei unter 10% weltweit, was im Vergleich zu früheren Zeiträumen immer noch wenig ist.
- Darüber hinaus sind die technischen Rahmenbedingungen für die Bewertungen am Sekundärmarkt weiterhin positiv. Für die nächsten zwölf Monate erwarten wir ein geringes oder möglicherweise gar kein neues Netto-Neuemissionsvolumen. Denn zum einen können die Unternehmen es sich leisten, auf günstigere Finanzierungsbedingungen zu warten. Zum anderen gehen wir auch davon aus, dass neue Privatisierungen oder fremdfinanzierte Übernahmen angesichts der viel höheren Finanzierungskosten solcher Transaktionen weiterhin eine untergeordnete Rolle

spielen werden. Allerdings waren diese in den vergangenen Jahren, als die Kapitalaufnahme günstig war, ein wichtiger Wachstumsfaktor des Gesamtmarktes.

- Insgesamt dürften die oben genannten Faktoren für attraktive Gesamrenditen am globalen High-Yield-Markt sorgen, sofern eine schwere Rezession ausbleibt. Selbst in einem rezessiven Umfeld sollten hochwertige Hochzinsanleihen den Abschwung angesichts der starken Fundamentaldaten relativ gut überstehen. Folglich bleiben wir insgesamt leicht defensiv positioniert und favorisieren Emittenten höherer Qualität auf Kosten geringwertiger Titel. Zudem setzen wir statt auf zyklische bevorzugt auf konjunkturunabhängigere Unternehmen.

## Ausblick 2024: Unternehmensanleihen aus Schwellenländern

### Für ein ‚Soft Landing‘ aufgestellt, aber auf Turbulenzen vorbereitet

- **Makro-Umfeld:** Wie bereits im vergangenen Jahr erwähnt, sind Soft Landings zwar möglich, aber eher selten. Für 2024 erwarten wir eine Verlangsamung der globalen Konjunktur, allen voran in den Industrienationen, wo sich das Wachstum von 2.6% auf 1.5% abschwächen dürfte. In den Schwellenländern (EM) hingegen dürfte das Wachstum mit 4% gegenüber 2023 unverändert bleiben.
- Die globale Inflation entwickelt sich insbesondere in den USA in die richtige Richtung. Das bedeutet, dass die Fed zunächst eine Pause einlegen und die kumulativen Erhöhungen wirken lassen kann. In einem zweiten Schritt kann sie die Zinsen senken, wenn sich die Inflation der Zielrate annähert. Diese zukünftigen Zinssenkungen werden vom Markt immer mehr eingepreist, was aktuell zu einem tieferen Zinsniveau in den USA führt und den US-Dollar abschwächt. Historisch betrachtet war ein schwächerer US-Dollar in Kombination mit tiefen US-Zinsen immer ein sehr positives Signal für EM-Corporates in Hartwährung.
- Die letzten Jahre waren für Schwellenländeranlagen eine Herausforderung, da der durch Staatsausgaben angefachte Glaube an die wirtschaftliche „Einzigartigkeit“ der USA (sog. „American Exceptionalism“) eine Liquiditätsverknappung zur Folge hatte und das Interesse der Anleger an den Schwellenländern dämpfte. Zusätzlich rückten mit dem Angriffskrieg Russlands und den Spannungen zwischen China und den USA geopolitische Risiken in den Vordergrund. Ausserdem eröffnete der Anstieg des globalen Zinsniveaus in den vergangenen 18 Monaten alternative Investitionsmöglichkeiten. Wir denken, dass sich das Paradigma der vergangenen zwei Jahre 2024 umkehren dürfte und das Wachstumsgefälle zwischen den Schwellenländern und Industrienationen wieder an Attraktivität gewinnt.
- **Fundamentaldaten der Schwellenländer:** Ähnlich wie in den Industriestaaten dauert es in diesem Zyklus länger, bis sich die Zinsen spürbar auf die Wirtschaft auswirken, da sich die Unternehmen in den QE-Jahren sehr günstig und mit langen Laufzeiten refinanziert haben. Der Fälligkeitsplan für das nächste Jahr ist weiterhin komfortabel zu bewältigen: Es werden Anleihen von High-Yield-Emittenten (ohne China) im Wert von 49 Mrd. USD fällig. Es ist jedoch anzumerken, dass 20–25% dieser Fälligkeiten im Jahr 2023 vorfinanziert wurden. Die Bonitätskennzahlen sind nach wie vor solide: Emittenten hochverzinslicher Schwellenländeranleihen wiesen einen Nettoverschuldungsgrad von 2.1x (LTM, d.h. basierend auf den letzten zwölf Monaten) und eine Zinsdeckung von 5.1x auf. Bei Investment-Grade-Anleihen liegt die Nettoverschuldung bei 1.0x gegenüber Werten von fast 3.0x in den Industrienationen. Der Zinsdeckungsgrad liegt bei 11.3x (Quelle J.P. Morgan).
- Für Hochzinsanleihen aus Schwellenländern rechnet der Markt mit einer Ausfallrate von 4%. Diese Zahlen schliessen jedoch bereits problembehaftete Sektoren wie Immobilien in China und TMT in Lateinamerika sowie eine vorsichtige Haltung gegenüber argentinischen Unternehmen ein. Entsprechend sind wir der Meinung, dass nach zwei schwierigen Jahren für Schwellenländerunternehmen, in denen ihre Bilanzen stark unter Druck waren, die meisten schwachen Sektoren und Unternehmen bereits zahlungsunfähig geworden sind oder eine Notlage eingepreist haben. Vor diesem Hintergrund rechnen wir nur mit geringfügigen Auswirkungen durch die erwarteten Ausfälle.

» Da höhere Ausfallraten zum Grossteil eingepreist sind, erwarten wir hierdurch nur geringfügige Auswirkungen.

- Technisch wird der Gesamtmarkt weiterhin stark durch die netto (nach Amortisationen, Rückkäufen und Couponszahlen) tiefen Neuemissionsvolumina unterstützt. Das heisst, es besteht eine Angebotsknappheit bei bereits wenig Nachfrage was sich positiv auf die wenigen Neuemissionen auswirkt, aber auch die Nachfrage nach bestehenden Anleihen (Sekundärmarkt) unterstützt. Der Grund dafür ist, dass sich einerseits viele Unternehmen in den letzten Jahren nicht zusätzlich verschuldet haben und sie sich oft in ihren eigenen Währungen deutlich günstiger refinanzieren konnten. Gerade in Asien war in sehr vielen Ländern die Inflation nie so hoch wie in den Industrienationen, was folglich zu weniger Zinserhöhungen führte und somit zu tieferen Refinanzierungskosten.
- **Asien ex-China:** In vielen asiatischen Volkswirtschaften erwarten wir ein relativ hohes Wachstum. Der südostasiatische Raum profitiert von einer starken Binnenwirtschaft und war, wie bereits erwähnt, teilweise nur mit milden Inflationskennzahlen konfrontiert. Weiter entwickelte Länder wie Taiwan und Südkorea dürften 2024 stärker wachsen, da sie unter anderem von der Erholung des Technologiesektors profitieren. Wir setzen einerseits auf solide defensive Werte mit hohen Kreditqualitäten aus Südkorea und sehen weiterhin Alphanpotenzial in stark wachsenden Märkten wie Indien und Indonesien.
- **China:** Zwar hat das chinesische Wachstum den Zenit unserer Ansicht nach überschritten, eine Krise ist jedoch nicht zu erwarten. Die Achillesferse Chinas ist nicht der Immobiliensektor (der häufig die Schlagzeilen beherrscht), sondern die Verschuldung der lokalen staatlichen Finanzierungsgesellschaften. Zwar ist die chinesische Wirtschaft durchaus von einer strukturellen Schwäche gekennzeichnet, doch die politischen Entscheidungsträger werden unseres Erachtens über genügend Zeit und Mittel verfügen, um diese Probleme anzugehen, solange China eine geschlossene Volkswirtschaft bleibt.
- Was die Anlagemöglichkeiten in chinesischen Unternehmensanleihen angeht, gehen wir weiterhin sehr selektiv vor. Dies liegt nicht an der chinesischen Wirtschaftsleistung, sondern vorwiegend an der Zusammensetzung des Universums, das zweigeteilt ist: Einerseits gibt es private und staatliche Unternehmen sehr hoher Qualität, die in einer engen Spread-Spanne gehandelt werden, und andererseits kleinere private High-Yield-Unternehmen, die eine schwache Unternehmensführung und somit eine geringe Visibilität aufweisen.
- **Lateinamerika:** Das Wachstum in Lateinamerika fiel 2023 – insbesondere in Mexiko und Brasilien – insgesamt überraschend positiv aus. Für 2024 erwarten wir angesichts des globalen Makroumfelds einen Wachstumsrückgang. Dennoch dürften die geldpolitische Lockerung, die in den meisten grossen lateinamerikanischen Volkswirtschaften bereits eingeleitet wurde, sowie eine flexiblere Haushaltspolitik in einigen Ländern der Konjunkturverlangsamung 2024 leicht entgegenwirken. In geldpolitischer Hinsicht erwarten wir, dass die Zentralbanken die Zinsen zwar weiter senken, wobei dennoch insgesamt eine straffe Geldpolitik beibehalten wird.
- Die politischen Risiken sind insbesondere in Kolumbien, Brasilien und Chile 2023 zurückgegangen. Zudem werden unter den grossen Volkswirtschaften 2024 nur in Mexiko Präsidentschaftswahlen stattfinden. Hier rechnen wir nicht mit grösseren Risiken und gehen von einer Stichwahl zwischen zwei politisch gemässigten Kandidaten aus. Grundsätzlich favorisieren wir in unseren Portfolios ein Engagement in der Region und insbesondere im Hochzinssegment, da eine sehr breite Diversifizierung und eine gute Auswahl an bonitätsstarken Unternehmensemittenten über

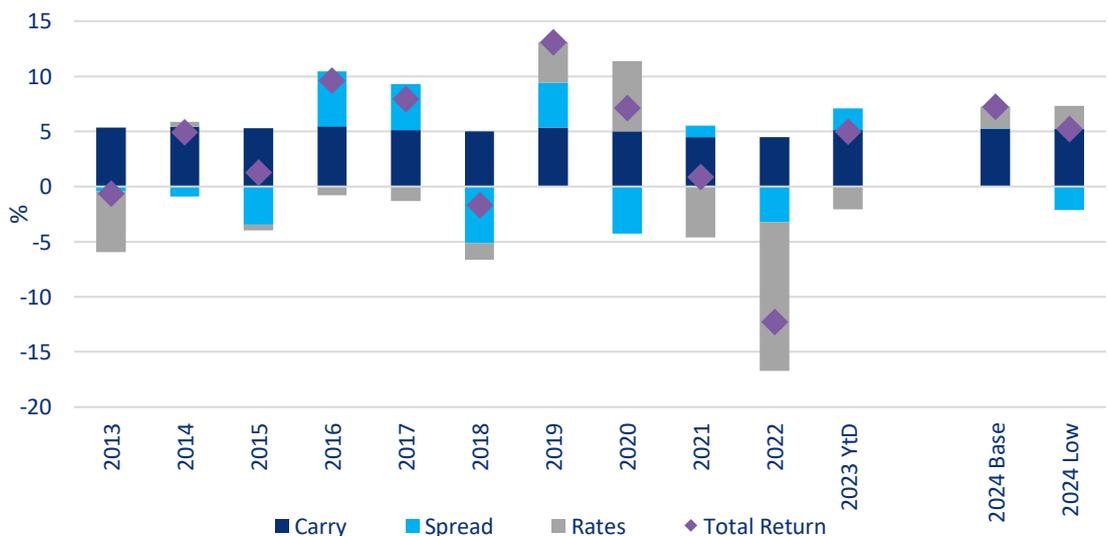
» Die Achillesferse Chinas ist die Verschuldung der lokalen staatlichen Finanzierungsgesellschaften.

» Wir bevorzugen Unternehmen mit besseren Ratings und sind im vorderen Bereich der Zinskurve übergewichtet.

alle Branchen und Ratingkategorien hinweg geboten wird. Insgesamt haben wir eine Präferenz für die Länder Mexiko, Brasilien und Kolumbien.

- **Was bedeutet ein Soft Landing für unsere Portfolios?** Unserer Ansicht nach würde dieses Szenario ein geringeres Wachstum und weniger volatile sowie tendenziell niedrigere Zinsen implizieren. Des Weiteren gehen wir davon aus, dass bonitätsstärkere Unternehmen, die sensibler auf Änderungen der US-Zinsen reagieren, eine Outperformance erzielen sollten. Daher bevorzugen wir sowohl in der defensiven als auch in der opportunistischen Strategie Unternehmen mit einem höheren Rating und gehen bei niedrigeren Ratings weiter selektiv vor, wobei wir uns auf solide Bilanzen und kurzlaufende Anleihen konzentrieren. Hinsichtlich der Duration sind wir im vorderen Bereich der Zinskurve übergewichtet und bevorzugen diesen Laufzeitbereich, da wir hier ein besseres Risiko/Ertrags-Verhältnis sehen.
- **Renditeerwartungen:** Insgesamt sind wir der Ansicht, dass 2024 ein vielversprechendes Jahr für Anleihen grundsätzlich und insbesondere für EM-Unternehmensanleihen sein wird. Während die Spreads nahe am langfristigen Durchschnitt liegen, bieten Renditen und Carry ausreichend Performancepotenzial. Im Falle eines Soft Landings können EM-Corporates dank Carry und Zinsen hohe einstellige Gesamtrenditen bieten. Sollte es dagegen zu einem weltweit schwächeren Wachstum kommen, so erwarten wir immer noch positive Gesamtrenditen im mittleren einstelligen Bereich, da eine moderate Ausweitung der Spreads durch niedrigere Zinsen ausgeglichen werden kann. Wir schätzen den Ausblick zwar insgesamt positiv ein, sind uns aber bewusst, dass die Volatilität wahrscheinlich anhalten wird, während der Markt versucht, die „Geschwindigkeit“ und „Stärke“ der Landung einzuschätzen. In diesem Sinne ist eine gewisse Vorsicht angebracht, während ein solides Risikomanagement auch im Jahr 2024 der ausschlaggebende Faktor bleiben sollte.

Chart: Historische Ertragszusammensetzung und 2024 Szenarien (CEMBI BD Index)



Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Fisch Asset Management

**Hinweis:** Basierend auf JP Morgan CEMBI Broad Diversified Index; **Szenario "Base case":** Spreads bleiben unverändert bei 325 Bp. und 5-jährige US-Treasury-Renditen bei 4%; **Szenario "Low case":** Die Spreads weiten sich um 50 Bp. auf 375 Bp. aus (75. Perzentil der letzten 5 Jahre) und die Renditen 5-jähriger US-Staatsanleihen liegen bei 3.5%.

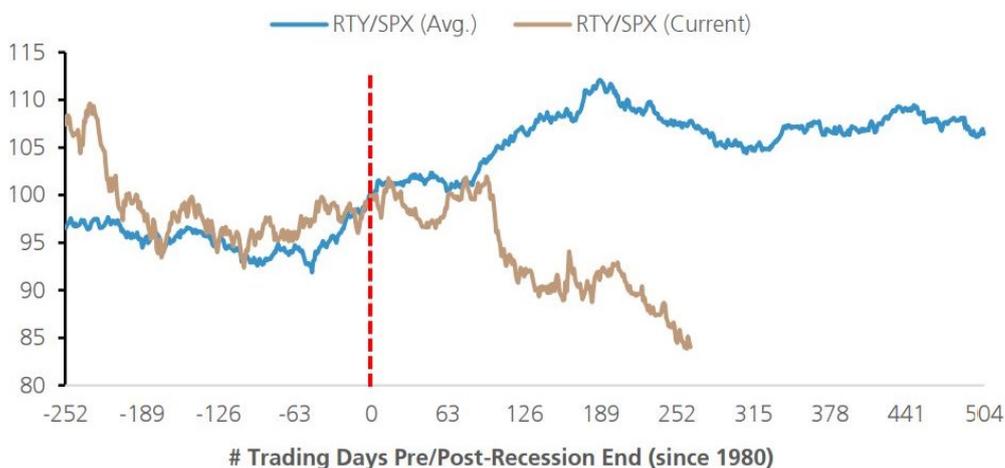
## Ausblick 2024: Wandelanleihen

### Wandelanleihen stehen in den Startlöchern

- Für 2024 erwarten wir eine starke Performance von Wandelanleihen, und zwar sowohl auf absoluter Basis als auch im Vergleich zu Aktien und festverzinslichen Wertpapieren.
- Die Anlageklasse bietet eine hohe Konvexität und positive Renditen, sodass angesichts unseres Basisszenarios einer Normalisierung des Finanzumfelds vielversprechendes Aufwärtspotenzial besteht.
- Viele Wandelanleihen handeln nahe am Bond Floor, was ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber einer möglichen weiteren Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfelds erhöht. Dieses Szenario könnte sich in den ersten Monaten des Jahres 2024 ergeben.
- Ihre Ausrichtung auf Small- und Mid-Cap-Unternehmen wird der Anlageklasse zugute kommen: In den vergangenen Jahren standen die Aktienkurse von kleinen und mittleren Unternehmen unter erheblichem Druck und blieben hinter ihren Large-Cap-Pendants zurück. Dies liegt daran, dass kleinere Unternehmen in der Regel über eine geringere Preissetzungsmacht verfügen, sodass es für sie schwieriger ist, die Auswirkungen der hohen Inflation an die Verbraucher weiterzugeben. Dadurch sind ihre Gewinnspannen anfälliger. Des Weiteren haben kleinere Unternehmen im Allgemeinen einen begrenzten Zugang zu den Kapitalmärkten und sind somit den Auswirkungen höherer Zinssätze ausgesetzt. In der Vergangenheit entwickelten sich Small- und Mid-Cap-Unternehmen direkt nach einer Rezession tendenziell besser als Large Caps.
- Aus diesem Grund erwarten wir für 2024 eine Outperformance, begünstigt durch eine stärkere Gewinnerholung und potenziell niedrigere Refinanzierungssätze. Zudem dürfte sich die Bewertungslücke gegenüber grösseren Unternehmen ein Stück weit schliessen. Da Wandelanleihen einen klaren Fokus auf kleinere und mittlere Unternehmen haben, ist die Anlageklasse gut positioniert, um von deren Erholung zu profitieren.

» Die Outperformance von Small- und Mid-Caps dürfte Wandelanleihen Auftrieb verleihen.

### Abbildung: Nach Rezessionen entwickeln sich Small Caps in der Regel überdurchschnittlich gut



Quelle: Bloomberg, UBS; RTY steht für den Russell 2000, einen Index für Small Caps, und SPX bezeichnet den S&P 500. Die kumulative Wertentwicklung wird bei t=0 auf 100 umbasiert; t=0 steht für das Ende jeder Rezession seit 1980; für die aktuelle Serie steht t=0 für den Tiefpunkt des SPX am 12. Oktober 2022

» Ein höheres Emissionsvolumen führt letztendlich zu attraktiveren risikobereinigten Renditen.

- **Niedrigere Zinsen wirken unterstützend für Wandelanleihen:** Da sich der Strafungszyklus der US-Notenbank dem Ende nähert und die Märkte den Höchststand zunehmend als erreicht ansehen, verschaffen niedrigere Zinsen der Anlageklasse deutlichen Rückenwind. Niedrigere Zinssätze würden den Bond Floor und die Bewertungsmultiplikatoren anheben, die jeweils starke Impulsgeber für das „Long-Duration“ Growth-Segment bei Wandelanleihen sind.
- Darüber hinaus bieten derzeit 77% des Wandelanleiheuniversums positive Renditen, was einen deutlichen Anstieg gegenüber den Ende 2020 verzeichneten 21% darstellt. Dieses positive Carry wird 2024 voraussichtlich eine zusätzliche Performancequelle für die Anlageklasse darstellen.
- **Primärmarktemissionen kommen der Anlageklasse zugute:** Neuemissionen dürften die Renditeaussichten der Anlageklasse positiv beeinflussen, da die Attraktivität von Wandelanleihen als Finanzierungsinstrument durch das höhere Zinsumfeld gestiegen ist.
- Angesichts der derzeit hohen Refinanzierungskosten sind deren niedrigere Kupons im Vergleich zu herkömmlichen Anleihen für Emittenten von Investment-Grade-(IG) und High-Yield-Papieren interessant. Es war bereits 2023 ein deutlicher Anstieg des Emissionsvolumens – insbesondere bei IG-Emittenten – zu beobachten, das jenes des vergangenen Jahres übertraf.
- Eine gesteigerte Nachfrage seitens der Emittenten verhilft Anlegern zu besseren Konditionen am Primärmarkt in Form höherer Kupons und niedrigerer Prämien. Diese Entwicklung dürfte sich unseres Erachtens fortsetzen. Ein höheres Emissionsvolumen begünstigt auch eine breitere Diversifikation des Portfolios innerhalb des Wandelanleiheuniversums und führt in Verbindung mit verbesserten Bedingungen für die Anleger zu attraktiveren risikobereinigten Renditen für die Anlageklasse.
- **Das Kreditrisiko bleibt wahrscheinlich erhöht:** 2023 sind die Ausfallraten im gesamten Wandelanleiheuniversum schrittweise gestiegen. Dieser Trend dürfte sich 2024 fortsetzen, da die Auswirkungen der höheren Zinsen auf die Unternehmen nicht von der Hand zu weisen sind und insbesondere im Hinblick auf die Refinanzierung eine Herausforderung darstellen. Dies betrifft vor allem Emittenten mit einem niedrigeren Rating.
- Vor diesem Hintergrund ist es von wesentlicher Bedeutung, die Kreditqualität akkurat zu beurteilen. Wir bevorzugen bonitätsstärkere Unternehmen, welche die Gewinnschwelle entweder bereits überschritten haben oder kurz davor stehen und einen geringen Verschuldungsgrad sowie eine solide Kreditqualität aufweisen.
- Mit einem Fokus auf derartige Unternehmen navigieren wir die Herausforderungen des aktuellen Wirtschaftsumfelds und positionieren uns so, dass wir potenzielle Kreditrisiken reduzieren können.
- **Die Renditestreuung auf Sektoren-Ebene dürfte bestehen bleiben:** Bis zum Eintritt einer Rezession erwarten wir eine anhaltende Schwäche im zyklischen Segment. In dieser Phase dürfte der Immobiliensektor durch die hohen Zinsen und der damit verbundenen Refinanzierungsrisiken anhaltend unter Druck stehen. Andererseits sollte der Energiesektor widerstandsfähig sein. Die Kombination aus höheren Energiepreisen aufgrund der geopolitischen Spannungen und einem Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage (das auf strukturelle Unterinvestitio-

nen und niedrige Öllagerbestände zurückzuführen ist) dürfte den Sektor stützen. Auch Wachstumsunternehmen sollten sich gut entwickeln. Hier ist insbesondere der Softwarebereich mit seinen hohen Margen, seiner Skalierbarkeit und seinen weniger zyklischen Geschäftsmodellen hervorzuheben.

- **Fazit:** Wandelanleihen sollten sich in einer guten Ausgangslage befinden, um 2024 eine solide Performance zu erzielen. Der Aufholeffekt bei kleinen und mittleren Unternehmen dürfte der Anlageklasse in Verbindung mit niedrigeren Zinsen und verstärkten Primärmarktaktivitäten im gesamten Jahresverlauf Auftrieb verleihen.

## Wichtige rechtliche Hinweise

---

Die vorliegende Dokumentation richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Die in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen und Meinungen dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung, Empfehlung, kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder anderen Dienstleistungen oder sonstigen Transaktionen dar. Sie richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen die Bereitstellung solcher Informationen gegen lokale Gesetze und Vorschriften verstossen würde. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Haftung übernommen. Alle Meinungen und Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die historische Performance ist keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen realisiert werden. Sofern nicht anders angegeben, ist die Quelle Fisch Asset Management AG. Fisch Asset Management AG hat aus externen Quellen stammende Informationen nicht eigens geprüft und Fisch Asset Management AG kann weder ausdrücklich noch stillschweigend garantieren, dass diese Informationen korrekt, zutreffend oder vollständig sind.

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

© 2023 Fisch Asset Management AG