

»High-Yield-Anleihen: Ausblick für 2022

High Yield Portfolio Management Team
10. Dezember 2021

Ausblick für High-Yield-Anleihen 2022: Vieles spricht dafür, dass sich 2021 wiederholen könnte

Zusammenfassung

- Die **weltweite Pandemie** wird auch 2022 ein wichtiges Thema sein, aber nicht ganz so wie 2021.
- Die **Bewertungen** lassen nicht viel Spielraum für eine Verengung der Spreads (eine Ausnahme bilden die Schwellenländer, aber dort ist das Timing wichtig); wir sehen aber auch wenige Gründe für eine Ausweitung der Spreads im Jahr 2022, die über ein mehr als nur geringfügiges Mass hinausgeht.
- Die **Ausfallquoten** dürften ihre historischen Tiefstände hinter sich lassen, mit rund 1% jedoch aussergewöhnlich niedrig bleiben.
- **Hauptrisiken** sind insbesondere Rückschläge im Zuge der Pandemie, eine zügiger als erwartete Straffung der Geldpolitik und das Geschehen im Energiesektor, der stets von grosser Bedeutung ist.

Rückblick: Wir hatten für 2021 High-Yield-Renditen im niedrigen einstelligen Bereich (für Nicht-USD-Anleger) erwartet und lagen damit richtig. Warum?

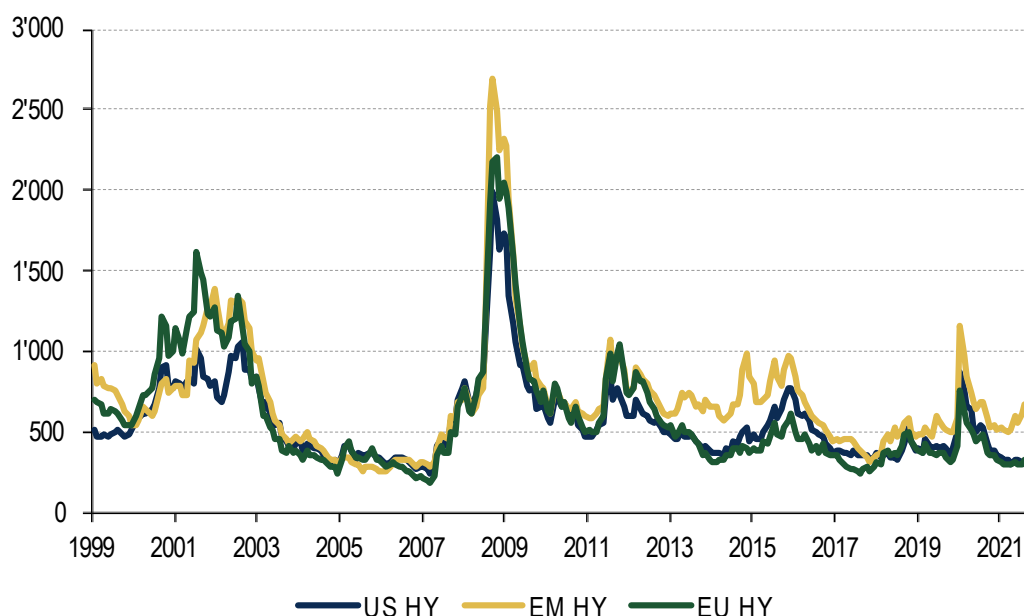
- **Globale Pandemie:** Besonders für das erste Halbjahr 2021 erwarteten wir eine nur gedämpfte Volatilität vor dem Hintergrund der anhaltend expansiven Geld- und Finanzpolitik. Zudem gingen wir von einer Verengung der Spreads aus, sofern es nicht zu Rückschlägen im Kampf gegen Covid-19 oder zu einer unerwarteten neuen Krise kommen würde. Für das zweite Halbjahr rechneten wir dann mit einer Rückkehr zu „normaleren“ Verhältnissen.
Reaktion: Unsere Erwartungen, mit entsprechender Positionierung, deckten sich ziemlich genau mit der tatsächlichen Entwicklung. So erhöhten wir die Gewichtung von CCC-Ratings, wenngleich der Anteil dieser Papiere in unserem Portfolio weiterhin niedriger war als in der Benchmark.
Auswirkung: Ausser im chinesischen Immobiliensektor war die Volatilität extrem niedrig, und die Spreads verengten sich erwartungsgemäss. Die CCC-Ratings entwickelten sich überdurchschnittlich, was unsere Performance leicht schmälerte. Wir konnten diesen Effekt jedoch mit einer erfolgreichen Titelauswahl in dem Segment minimieren.
- **Energie:** Wir waren der Auffassung, dass sich am Ölpreisniveau auch bei einem Aufschwung der Weltwirtschaft nach der Pandemie wenig ändern würde. Für viele Unternehmen des Sektors würde es, auch angesichts des Themas ESG und der Furcht vor „Stranded Assets“, schwieriger werden, an den Kapitalmärkten Geld aufzunehmen. Bei den Erdgaspreisen rechneten wir mit einer Fortdauer der Schwankungen. Sie würden jedoch unseres Erachtens von einer besseren fundamentalen Unterstützung profitieren als die Ölpreise.
Reaktion: Bei den Ölpreisen lagen wir falsch – sie stiegen das ganze Jahr über recht kontinuierlich, da die Nachfrage schneller wuchs als erwartet und das Angebot damit nicht Schritt hielt. Die Vorhersage der Erdgaspreise gelang uns etwas besser, allerdings wurde der spektakuläre Preissprung, vor allem in Europa, von uns nicht vorhergesehen. Angesichts der steigenden Preise konnten sich die meisten Emittenten an den Kapitalmärkten mühelos Geld beschaffen.
Auswirkung: Der Energiesektor verzeichnete mit Abstand die besten Renditen von allen Sektoren und festigte damit seine Position als grösster Sektor. Wir haben unser Engagement das ganze Jahr über ausgebaut und behielten damit im Durchschnitt eine übergewichtete Position bei. Hierdurch und durch eine erfolgreiche Titelauswahl leistete der Energiesektor den wichtigsten Beitrag zu unserer Outperformance im Jahr 2021.

— **Bewertungen:** Unsere Prognose war, dass ein sinkendes pandemiebedingtes „Tail Risk“ (Risiko von Markteinbrüchen infolge sehr unwahrscheinlicher negativer Ereignisse) und die Suche der Anleger nach höheren Renditen in dem anhaltenden Niedrigzinsumfeld zu einer weiteren Verengung der Spreads im Jahr 2021 führen würden. Wir gaben B-Ratings den Vorzug vor CCC-Ratings, da die Spreads im CCC-Segment unserer Ansicht nach bereits erheblich geschrumpft waren.

Reaktion: Wir hatten Recht damit, dass sich die Spreads 2021 vor dem Hintergrund allgemein sinkender Risiken verengen würden. Teilweise behielten wir auch Recht mit der Annahme, dass die Anleger ein besonderes Interesse an niedrigeren Ratings zeigen würden. Insgesamt schnitten dann aber die CCC-Ratings überdurchschnittlich und die B-Ratings unterdurchschnittlich ab, wobei die Underperformance der Letzteren vor allem auf das Geschehen im von B-Ratings dominierten chinesischen Immobiliensektor zurückzuführen war.

Auswirkung: Weil wir davon ausgingen, dass sich die Spreads verengen würden, erhöhten wir das Risiko in unserem Portfolio, unter anderem durch einen Ausbau des Engagements im CCC-Segment. Insgesamt lag unser Risiko allerdings auf neutralem Niveau oder leicht darunter, und CCC-Ratings waren im gesamten Berichtszeitraum untergewichtet. Durch diese Positionierung wurde unsere Performance zwar etwas geschmälert, doch die Titelselektion im B- und CCC-Segment konnte diese negativen Effekte minimieren oder vollständig wettmachen.

Abbildung 1: Entwicklung der High-Yield-Spreads in den wichtigsten Anlageregionen (Basispunkte)



Quelle: BAML; November 2021

— **Europäische vs. US-Hochzinsanleihen:** Anfang 2021 hatten wir eine leichte Präferenz für europäische High-Yield-Anleihen. Aus unserer Sicht boten sie etwas mehr Spielraum für eine Spread-Verengung nach der Pandemie als US-Papiere.

Reaktion: US High Yield schnitt etwas besser ab als europäische Papiere, was insbesondere an der Outperformance von CCC-Ratings und Anleihen des Energiesektors lag – beide Bereiche sind in den USA wesentlich stärker gewichtet.

Auswirkung: Wir haben unser Engagement in US-Hochzinsanleihen das ganze Jahr über ausgebaut, sodass der Effekt auf unsere Strategie eher gering war.

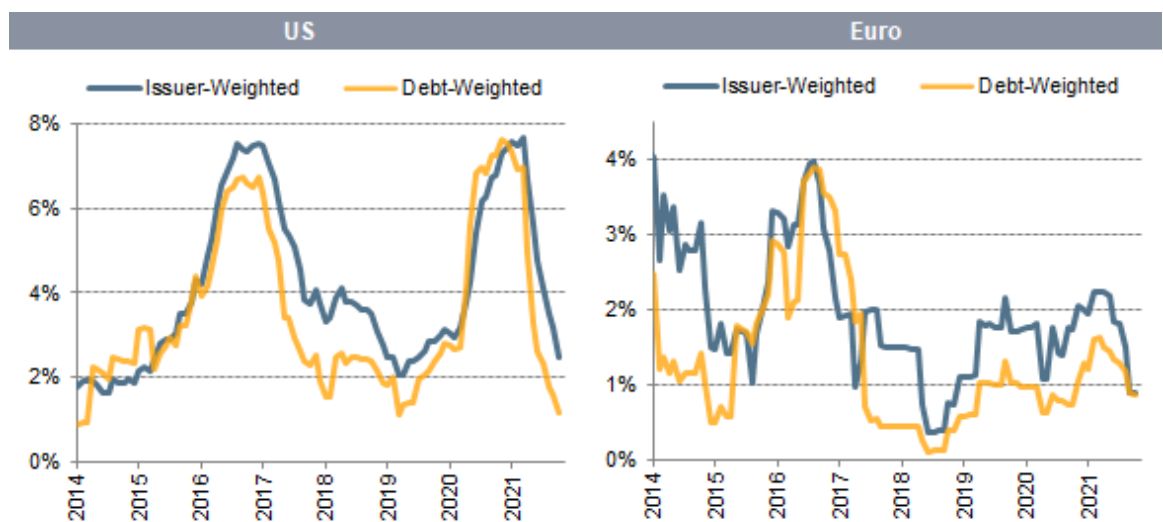
— **Ausfallquoten:** Wir rechneten damit, dass die Ausfallquoten im Vergleich zum hohen Niveau infolge der Pandemie zurückgehen und sich dem langfristigen Durchschnitt von rund 4% nähern würden.

Allerdings glaubten wir, dass sie vorerst nicht wesentlich unter ihren langfristigen Durchschnitt sinken würden, da die Unternehmen nach der Pandemie zunächst vor Probleme mit ihren Bilanzen und ihrer Finanzierung gestellt sein könnten. Dies galt besonders für den Energiesektor, der lange Zeit unter hartnäckig niedrigen Preisen gelitten hatte.

Reaktion: Die Ausfallquoten sanken in der Tat, allerdings geschah dies wesentlich schneller und deutlicher als von uns erwartet. Ende 2021 werden sie unter 1% liegen und damit fast ein Rekordtief erreichen.

Auswirkung: Die extrem niedrige Ausfallquote und die Aussicht auf ein weiterhin niedriges Niveau begünstigten die schon erwähnte Verengung der Spreads.

Abbildung 2: High-Yield-Ausfallquoten (letzte 12 Monate)



Quelle: CreditSights, ICE BofA HY-Indizes

- **Technische Faktoren:** Wir hatten ein geringeres Brutto- und Nettoemissionsvolumen erwartet. Unserer Einschätzung nach würde das Angebot 2021 zwar robust bleiben, aber nicht das Niveau von 2020 erreichen.

Reaktion: Das Angebot erreichte 2021 in jeder Hinsicht Rekordniveaus, da die Renditen von Staatsanleihen und die Spreads niedrig blieben. Der Markt verzeichnete auch Mittelabflüsse, die theoretisch zu einem gewissen Druck auf die Bewertungen hätten führen sollen.

Auswirkung: Der High-Yield-Markt liess sich durch diesen technischen Faktor nicht beeindrucken, was wieder einmal zeigt, dass das Angebot und die Kapitalflüsse generell keinen hohen Vorhersagewert für die Performance der Anlageklasse haben. Noch wichtiger war, dass es den Emittenten durch das Rekordvolumen ermöglicht wurde, ihre Schulden zu niedrigen Zinsen zu refinanzieren, was wiederum dazu beitrug, dass die Ausfallquoten niedrig blieben.

Wir erwarten für 2022 wieder Renditen im niedrigen einstelligen Bereich (für Nicht-USD-Anleger), allerdings bei wesentlich höherer Volatilität als 2021

- **Globale Pandemie:** Wir gehen davon aus, dass die globale Pandemie 2022 angesichts hoher Impfquoten, massenhafter Auffrischungsimpfungen und der Zulassung neuer Medikamente an Bedeutung verlieren wird. Allerdings könnten neue Virus-Varianten zeitweise zu ernsthaften Problemen, besonders in der Reisebranche, führen und die Lieferketten beeinträchtigen. Wir erwarten zudem, dass Anleger im Zuge einer Normalisierung der Lage ihr Augenmerk auf Veränderungen richten werden, die sich dauerhaft etabliert haben. Sie werden versuchen herauszufinden, welche

Unternehmen infolge veränderter Verhaltensweisen zu den Gewinnern und welche zu den Verlierern zählen.

- **Inflation:** Vor einigen Monaten veröffentlichten wir ein Paper (*High-Yield-Anleihen und Inflation: sicherlich kein „Dealbreaker“*), in dem wir darlegten, dass eine höhere Inflation für den High-Yield-Markt generell kein Problem darstellt. Wir sind immer noch der Ansicht, dass die Inflation, gemessen an ihrem Verlauf der jüngeren Vergangenheit, auf überdurchschnittlich hohem Niveau liegen wird (allerdings rückläufig im Vergleich zum zweiten Halbjahr 2021), sehen darin jedoch kein grosses Hemmnis für unsere Anlageklasse. Das Risiko, das von hohen Inflationsraten ausgeht, besteht darin, dass die Notenbanken gezwungen sein könnten, ihre Geldpolitik wesentlich energischer zu straffen und die Konjunktur übermässig stark zu bremsen, was dann ein Katalysator für eine Erweiterung der Spreads wäre. Zusammen mit dem Risiko steigender Zinsen könnte dies einen negativen Effekt auf die Performance des High-Yield-Markts haben.
- **Energie:** Der Energiesektor bleibt für unsere Strategie wegen seiner hohen Gewichtung ein zentrales Thema. Die Preise sowohl von Öl als auch von Erdgas haben 2021 unsere Erwartungen übertroffen und die Aussichten bleiben für beide Rohstoffe günstig. Bei Erdgas können wir uns einen Preisrückgang im Jahr 2022 vorstellen, wobei die Preise im Durchschnitt immer noch auf gesundem Niveau liegen dürften. Bei Öl halten wir dagegen stärkere Preisschwankungen für möglich. Der durchschnittliche Ölpreis dürfte aber weiterhin deutlich über USD 60 pro Barrel liegen. Preise oberhalb dieses Niveaus sollten dem Energiesektor eine sehr gute Unterstützung bieten können. Ein weiterer wichtiger Faktor für den Sektor sind ESG-Themen. Wir glauben, dass die Anleger Emittenten, die in Bereichen wie Bohrungen in der Arktis oder Ölsand aktiv sind, schärfer ins Visier nehmen werden. Das Gleiche gilt für Emittenten, die ihre Methanemissionen nicht reduzieren. Die von uns erwarteten Rating-Heraufstufungen sind ebenfalls Teil unserer positiven Einschätzung für den Energiesektor im Jahr 2022. Klar ist jedoch, dass die Bewertungen nicht mehr so attraktiv sind wie vor einem Jahr.
- **Ausfallquoten:** Wir erwarten, dass die Ausfallquoten in den Industrieländern, die 2021 auf historische Tiefstände von unter 1% gesunken sind, leicht steigen werden. Es würde uns jedoch überraschen, wenn der Anstieg weit über die Marke von 1% hinausgehen würde. Die Emittenten verzeichnen ein kräftiges Gewinnwachstum und die Verschuldung liegt auf moderatem Niveau, hinzu kommen günstige Laufzeitenprofile. In den Schwellenländern und besonders in Asien werden die Ausfallquoten über denen in den Industrieländern liegen, doch insgesamt vermitteln die Zahlungsausfälle für den High-Yield-Markt ein überwiegend positives Bild.
- **Bewertungen:** Die Spreads in den Industrieländern liegen im unteren Bereich einer Spanne von 300-350 Basispunkten, und insofern ist der Spielraum für eine weitere Verengung nicht sehr gross. Darin spiegeln sich die niedrigen Ausfallquoten, ebenso wie der Umstand wider, dass die Verschuldung der meisten Emittenten so gering ist wie selten zuvor. Wir gehen davon aus, dass sich die Spreads bis Ende nächsten Jahres – ohne Berücksichtigung des Effekts der grossen Gruppe von „Rising Stars“ – etwas erweitern werden. In den Schwellenländern sind die Bewertungen nach der Underperformance von 2021 wieder interessanter. Gründe für das schwache Abschneiden waren Entwicklungen im chinesischen Immobiliensektor, sowie länderspezifische Probleme etwa in der Türkei und in Argentinien. Wir glauben, dass sich 2022 in den Emerging Markets attraktive Chancen eröffnen werden, die Wahl des richtigen Zeitpunkts aber eine entscheidende Rolle spielt. Darüber hinaus haben wir keine klare Präferenz hinsichtlich der beiden Hauptmärkte, d.h. für europäische oder US-Hochzinsanleihen.
- **Technische Faktoren:** Nach unserer Einschätzung wird das Neuemissionsvolumen geringer sein als im Rekordjahr 2021. Es sollte aber weiter auf relativ hohem Niveau liegen. Die Nachfrage nach Hochzinsanleihen dürfte vergleichsweise stark bleiben, da die fundamentalen Aussichten nach wie vor

günstig sind und viele Investoren wegen der niedrigen Zinsen gezwungen sind das Kreditrisiko in den Portfolios zu erhöhen, um ihre Renditeziele erreichen zu können. Speziell bei in US-Dollar denominierten Papieren mit BB-Rating dürfte sich eine kürzlich von der Versicherungsaufsicht vorgenommene Änderung, die eine vorteilhaftere Eigenkapitalbehandlung von Anlagen in dieser Kategorie vorsieht, ebenfalls positiv auswirken. Noch wichtiger ist, dass der High-Yield-Markt 2022 voraussichtlich schrumpfen wird. Nach der Welle von „Fallen Angels“ im Jahr 2020 erwarten wir für 2022 ein Rekordvolumen von „Rising Stars“ (einige Prognosen gehen davon aus, dass sich das High-Yield-Marktvolumen dadurch um bis zu 10% verringern wird). Dieser Trend, der Ende 2021 bereits absehbar war, sollte 2022 einen deutlich positiven Effekt auf die Anlageklasse haben.

Fazit

Wir erwarten, dass Hochzinsanleihen 2022 wieder positive Renditen im niedrigen einstelligen Bereich (für Nicht-USD-Anleger) liefern werden. Das fundamentale Umfeld ist, besonders wegen der niedrigen Ausfallquoten, extrem günstig, doch die Bewertungen lassen kaum Spielraum für eine weitere deutliche Verengung der Spreads. Nach unserer Prognose wird es sogar zu einer moderaten Ausweitung kommen, da sich das fundamentale Bild etwas eintrüben dürfte, auch wenn es im Grossen und Ganzen positiv bleibt. Wir sehen gewisse Risiken, erwarten davon aber für 2022 keine wesentlichen Auswirkungen auf den High-Yield-Markt.

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.

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.

© 2021 Fisch Asset Management AG