

# *»Ausblick 2023 Investment-Grade- Unternehmensanleihen*



Dezember 2022

Marketingunterlage



Maria Stäheli  
Senior Portfolio Manager

## Zusammenfassung

---

- Globale Unternehmensanleihen des Segments Investment Grade (IG) verzeichneten 2022 Rekordverluste, weil die Zinsen infolge des geldpolitischen Paradigmenwechsels stark anstiegen und die Credit Spreads sich angesichts eingetrübter Wachstumsaussichten ausweiteten.
- Aufgrund der anhaltenden geopolitischen Spannungen, der geldpolitischen Straffung und des zunehmend schwierigen Umfelds für die Unternehmensgewinne besteht unseres Erachtens das Risiko, dass die IG-Spreads auch 2023 volatil bleiben werden.
- Statt der Zinsvolatilität bereitet nun vor allem eine mögliche Rezession Sorgen. IG-Unternehmensanleihen dürften sich daher besser als High-Yield- (HY-) Anleihen entwickeln, da erstere durch ihre höhere Kreditqualität Konjunkturabschwüngen besser standhalten und das Risiko weiterer kräftiger Zinsanstiege gesunken ist.
- Globale IG-Unternehmensanleihen (EUR hedged) werden unserer Prognose zufolge 2023 mittlere einstellige Renditen erzielen, wobei der Carry wegen der deutlich höheren Ausgangsrenditen den stärksten Performancebeitrag liefern dürfte. Je nachdem wie signifikant die Schwächephase der Wirtschaft ausfällt und wie lange sie anhält, könnte eine Spreadverengung zusätzliche moderate Erträge erbringen.

## Rückblick 2022

---

Der Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine und der seit Februar anhaltende Krieg haben die Lieferengpässe verschärft und den Inflationsdruck erhöht, sodass die Abwärtsrisiken für den Wachstumsausblick gestiegen sind. Die aggressive Reaktion führender Zentralbanken zur Eindämmung der Inflation trieb die Staatsanleiherenditen steil nach oben und bewirkte eine erhebliche Abflachung der Renditekurven, da die Märkte einen aggressiven Zinserhöhungskurs einpreisten.

Die signifikanten Verluste bei IG-Unternehmensanleihen gingen in erster Linie auf das Konto der geldpolitischen Straffung und der Ausweitung der Credit Spreads auf breiter Front angesichts des eingetrübten Geschäftsklimas und verschärfter Kreditbedingungen. IG-Unternehmensanleihen schnitten aufgrund ihres höheren zugrundeliegenden Durationsrisikos erheblich schlechter ab als HY-Anleihen. Darüber hinaus war das Angebot an Neuemissionen an den Schwellenländer- und HY-Märkten insgesamt sehr gering. Dies lag an der guten Liquiditätsausstattung von HY-Emittenten einerseits und andererseits an der Präferenz der EM-Emittenten ihre Refinanzierung an den lokalen Märkten durchzuführen, was wiederum diesen Marktsegmenten eine gewisse technische Unterstützung bot. Das Emissionsvolumen an den IG-Märkten in den Industrieländern war dagegen vergleichsweise normal. Folglich führten das grössere Angebot und die höheren Neuemissionsprämien zu einer stärkeren Ausweitung der Spreads von ausstehenden Anleihen am Sekundärmarkt.

Im IG-Segment hinkte der Finanzsektor dem Industriesektor bei der Performance deutlich hinterher, weil die Nettoemissionen vergleichsweise höher lagen und nachrangige Bankanleihen eine erhebliche Underperformance verzeichneten.

Unsere Global Corporate Bond Strategie übertraf ihren Referenzindex hauptsächlich dank unserer umsichtigen Steuerung von Kreditrisiken. Vor allem die Untergewichtung von Schwellenländeranleihen zahlte sich aus. Wir haben das Portfoliobeta kontinuierlich gesenkt, indem wir unser Engagement in Lateinamerika verringert und die Erlöse in IG-Anleihen aus Industrieländern reinvestiert haben, wobei vor allem unser Engagement in EUR-IG- und Finanztiteln erhöht wurde. Zudem schichteten wir vom Hochzinssegment aufgrund seiner Outperformance ins IG-Segment um. Zum Teil lag dies an der Allokation in sogenannte Rising Stars, in die wir investierten, bevor sie ins IG-Segment hochgestuft wurden. Ferner wurde die Outperformance während des gesamten Jahres von einer tendenziell kürzeren Duration unterstützt, die einen gewissen Puffer gegen Verluste durch ungünstige Zinsentwicklungen bot.

Unsere Investment Grade Corporate Bond Strategie übertraf ebenfalls ihre Benchmark. Auch hier spielten unsere kürzere Durationsposition und die insgesamt vorsichtige Risikopositionierung durch einen Schwerpunkt in Titeln mit relativ niedrigem Beta eine Rolle. Zudem identifizierten wir erfolgreich einige der wichtigsten Rising Stars und positionierten uns darin, bevor diese hochgestuft wurden.

---

#### Ausblick 2023

Die deutlich gestiegenen Zinsen und Credit Spreads haben 2022 dazu geführt, dass die Renditen globaler Unternehmensanleihen auf Niveaus liegen, die es seit der Finanzkrise nicht mehr gegeben hat. Nach den deutlichen Verlusten im Jahr 2022 ist unser Ausblick für die Credit Spreads qualitativ hochwertigerer Unternehmensanleihen nun optimistischer, denn diese sind attraktiv bewertet und können dank ihrer robusten Fundamentaldaten einer erwarteten Konjunkturertrübung trotzen.

» Die Mehrrendite für niedrigere Kreditqualität ist relativ gering.

Nachdem sich die Wirtschaft von der Pandemie erholt hatte, gab es in letzter Zeit über das gesamte Bonitätspektrum hinweg mehr Rating-Upgrades als Downgrades. Angesichts des anhaltenden Kriegs zwischen Russland und der Ukraine und der Straffung der geldpolitischen Bedingungen steht das Kreditumfeld allerdings an einem Wendepunkt, denn das Risiko steigt, dass sich ein weltweiter Konjunkturerinbruch negativ auf die Kreditqualität auswirkt. HY-Emittenten reagieren empfindlicher auf wirtschaftlichen Stress als IG-Emittenten, weil ihre Gewinnmargen ein schwächerer Puffer gegen steigenden Kostendruck der Produktionsfaktoren und durch die Finanzierungsbedingungen sind. Obwohl die Spreads schon deutlich gestiegen sind, bewegt sich das Verhältnis von HY- zu IG-Spreads gemessen an den letzten 20 Jahren am unteren Ende der Spanne (siehe Chart 1). Das zeigt, dass die Mehrrendite, die Anleihen mit vergleichsweise niedrigerer Kreditqualität bieten, vor allem in einem Umfeld erhöhter Abwärtsrisiken relativ gering ist.

Ähnlich vorsichtig ist unsere Einschätzung von Unternehmensanleihen aus Schwellenländern. Die anhaltenden geopolitischen Spannungen, Störungen des Handelsverkehrs und der allgemein starke US-Dollar setzen die Volkswirtschaften der Schwellenländer

weiter unter Druck. Ausserdem sorgt der schwache chinesische Immobiliensektor weiterhin für negative Stimmung bei EM-Hochzinsanleihen. IG-Anleihen aus Schwellenländern haben sich dagegen relativ gut behauptet, allen voran Titel von Emittenten aus energieexportierenden Ländern. Die Spreads von EM-IG-Anleihen sind inzwischen vergleichbar mit denen ihrer Pendanten aus den Industrieländern und teilweise sogar enger. Bei diesen Niveaus ziehen wir es vor, in EM-IG-Anleihen untergewichtet zu bleiben, zugunsten von IG-Anleihen aus Industrieländern. In Schwellenländern erwägen wir nur ein sehr selektives Engagement.

Chart 1: Spread-Verhältnis globaler HY- ggü. globalen IG-Unternehmensanleihen



Die Kurve bildet das Verhältnis optionsbereinigter Spreads über Treasury-Renditen von globalen HY-Unternehmensanleihen im Vergleich zu globalen IG-Unternehmensanleihen ab.

Quelle: Bloomberg, Fisch Asset Management

» Eine Normalisierung der Zinsvolatilität wird ein positiver Treiber für die Entwicklung der IG Credit Spreads sein.

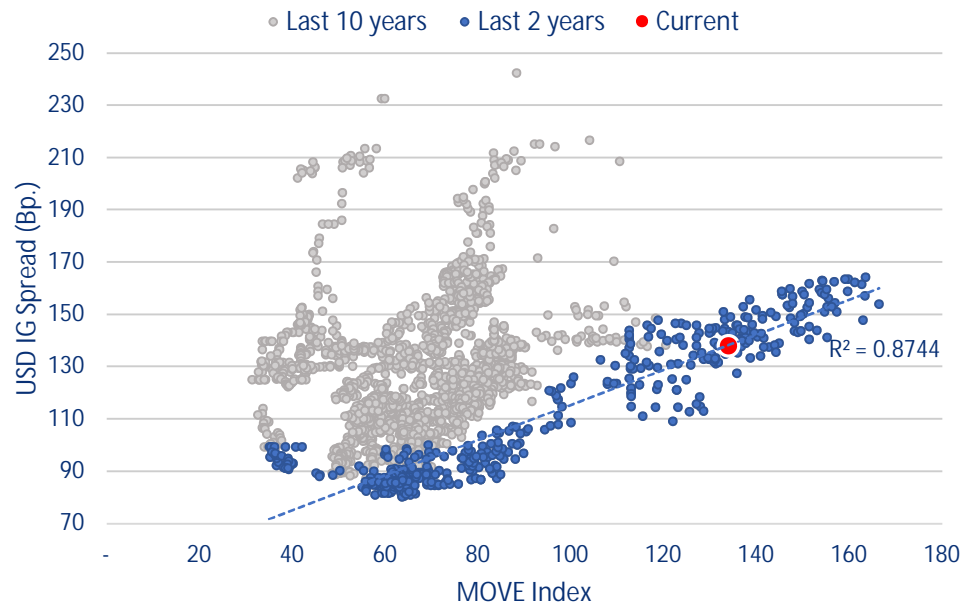
Der Gegenwind für qualitativ hochwertige Anleihen, der sich aus der übermässigen Volatilität der Zinssätze und den höheren Primärmarktaktivitäten in Verbindung mit dem Rückgang der Geldmengenaggregate ergab, wird 2023 voraussichtlich abflauen. Da die führenden Zentralbanken in ihrem Zinserhöhungszyklus bereits weit vorangeschritten sind und eine gewisse Verlangsamung der Inflation zu erwarten ist, rechnen wir mit einem schrittweisen Rückgang der Zinsvolatilität und einer weiteren Stabilisierung der Staatsanleihemärkte. Die IG Credit Spreads wiesen in der Vergangenheit unter unterschiedlichen geldpolitischen Bedingungen eine starke Korrelation zur Zinsvolatilität auf. Seit dem Ende der Pandemie ist dies besonders deutlich zu beobachten. So haben sich die Credit Spreads ausgeweitet, als die Zentralbanken aggressiver wurden und die Zinsvolatilität stieg (siehe Chart 2). Eine Normalisierung der Zinsvolatilität wird unseres Erachtens ein positiver Treiber für die Entwicklung der IG Credit Spreads sein. Nachdem die Renditen kräftig gestiegen sind und die Duration von IG-Unternehmensanleihen gesunken ist, bietet das Segment nun einen viel grösseren Puffer (auch „Breakeven“ genannt) gegen einen weiteren Renditeanstieg (siehe Chart 3).

Bei unserem Zinsausblick für 2023 bleiben wir so lange vorsichtig, bis wir wiederholt positive Inflationssignale oder eine Änderung der Zentralbank-Rhetorik aufgrund schwächerer Konjunkturdaten sehen. Da sich der Fokus am Markt von der Zinsvolatili-



tät zunehmend auf das fehlende Wachstum verlagert, rechnen wir 2023 mit einer Outperformance des IG-Segments, da die Spreadausweitung von HY- gegenüber IG-Anleihen für die Märkte ein relevantes Thema wird.

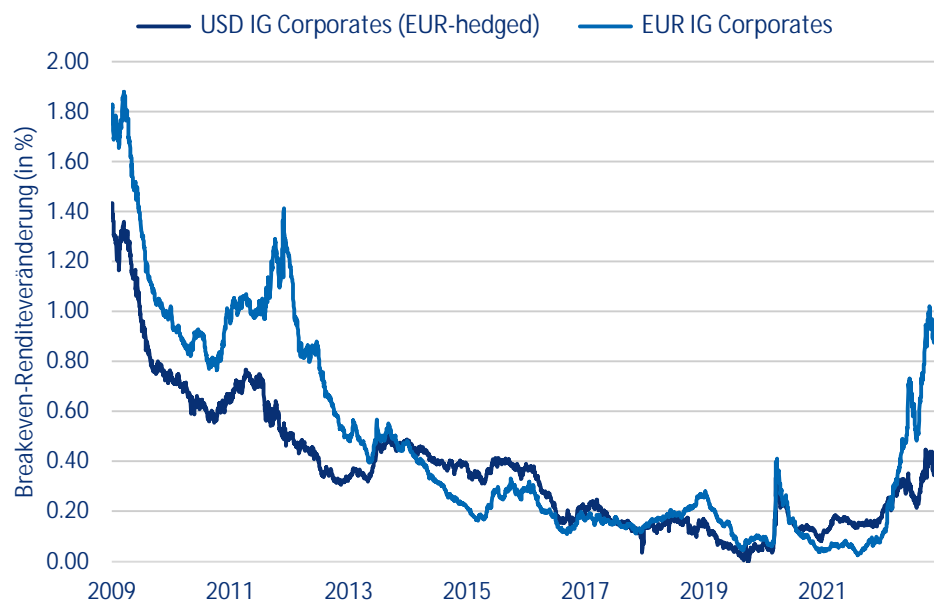
Chart 2: Hohe Korrelation zwischen Zinsvolatilität und IG-Spreads im aktuellen geldpolitischen Umfeld



Das Streudiagramm bildet die Spreads von USD-IG-Unternehmensanleihen (y-Achse) im Vergleich zum gewichteten Durchschnitt der impliziten Volatilität von 1-Monats-Optionen auf 2-j.-, 5-j.-, 10-j.- und 30-j. Treasuries, den ICE BofA MOVE Index (x-Achse), ab.

Quelle: Bloomberg, Fisch Asset Management

Chart 3: Breakevens von USD IG und EUR IG-Unternehmensanleihen



Die Linie zeigt, wie stark die Renditen zu einem bestimmten Zeitpunkt ansteigen könnten, ohne dass in einem Zwölfmonatszeitraum eine negative Gesamttrendite entsteht.

Quelle: Bloomberg, Fisch Asset Management

» Wir bevorzugen derzeit nicht-zyklische Sektoren.

Auf Sektorebene bevorzugen wir in Anbetracht der Abkühlung des makroökonomischen Umfelds nicht-zyklische Sektoren angesichts ihres besseren Risiko-Renditeprofils. Das Spreadniveau von zyklischen gegenüber nicht-zyklischen Titeln bewegt sich seit der Finanzkrise bei „A“- und „BBB“-Anleihen selbst dann am unteren Ende der Spanne, wenn der Energiesektor mit seiner kräftigen Outperformance 2022 ausgeklammert wird.

Die Spreads zyklischer Sektoren werden unseres Erachtens unter Druck kommen und es ist mit Ausweitungen zu rechnen, da die schwächere weltweite Nachfrage und höhere Kosten die Margen erodieren. Wir sehen allerdings weiterhin Wertpotenzial bei Energietiteln, weil die Energiepreise auf ihrem aktuellen Niveau anhaltend hohe Cashflows generieren und zu einer Verbesserung der Kreditqualität beitragen werden. Im Finanzsektor könnte es nach der vergleichsweise schwachen Entwicklung 2022 bei ausgewählten Titeln ebenfalls Renditepotenzial geben. Die höheren Zinsen werden die Profitabilität der Banken voraussichtlich weiter stärken. Sorgen bereiten hingegen das verlangsamte Kreditwachstum, die Verschlechterung der Qualität von Vermögenswerten und der Anstieg der Risikokosten aufgrund der Konjunkturabschwächung. Dennoch konnten die Banken ihre Kapitaldecke nach den negativen Auswirkungen der Pandemie zumeist organisch wieder stärken, sodass sie besser gerüstet sind, um einem wirtschaftlichen Abschwung zu widerstehen.

Am anderen Ende des Spektrums sehen wir zunehmenden Gegenwind für Emittenten, insbesondere bei den Versorgern. Ihnen machen der Anstieg der Energiepreise und der Druck der Regulierungsbehörden zu schaffen, die Weitergabe der Kostensteigerungen an die Kunden aufzuschieben. Der Immobiliensektor hat ebenfalls unter dem kräftigen Zinsanstieg gelitten. Da die Risiken einer Energiekrise in Europa besonders akut sind, dürfte sich die Herabstufung der Gewinnprognosen im Gleichschritt mit dem Rückgang der regionalen Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor beschleunigen. Die Gefahr einer Enttäuschung ist bei europäischen Unternehmensanleihen unseres Erachtens besonders hoch und könnte zu einer schnelleren Verschlechterung der Fundamentaldaten und Kreditqualität führen.

» „Reverse Yankees“ bieten das Beste aus beiden Welten.

Aus diesen Gründen setzen wir bei unserer Anleihen-Allokation bevorzugt auf IG-Anleihen von US-Unternehmen. Aufgrund der Underperformance von Euro-Anleihen und den entsprechend attraktiven Bewertungen bieten „Reverse Yankees“ (d.h. Euro-Anleihen, die von US-Emittenten begeben werden) unseres Erachtens das Beste aus beiden Welten. Daher haben wir diese Papiere übergewichtet. Bei unserer Global-Corporates-Strategie liegt unser Schwerpunkt ebenfalls auf IG-Unternehmensanleihen aus Industrieländern, während wir bei HY- und EM-Anleihen untergewichtet bleiben.

## Fazit

---

IG-Unternehmensanleihen (EUR hedged) werden unserer Einschätzung nach 2023 mittlere einstellige Renditen erzielen, wobei der Carry wegen der deutlich höheren Ausgangsrenditen den stärksten positiven Performancebeitrag liefern dürfte. Daneben dürften sich die IG-Spreads wieder einengen, da wir davon ausgehen, dass sich die Inflation verlangsamt und die Konjunkturdaten im ersten Halbjahr die Talsohle erreichen. Das würde nächstes Jahr zusätzlich für positive Spread-Renditen sorgen. Unser

Fokus liegt weiterhin auf einer Absicherung gegen eine Spreadausweitung und auf der Performanceerzielung durch eine geschickte Titelauswahl, da nächstes Jahr voraussichtlich die Bottom-Up-Komponente einen stärkeren Einfluss ausüben wird als 2022. Eine entsprechend breitere Divergenz an den Kreditmärkten dürfte ausserdem unsere Erfolgsaussichten bei der Generierung von Überschussrenditen bei der Titelauswahl anhand von Relative-Value-Kriterien und bei der Ausnutzung von Kursverwerfungen bei Währungen vergrössern.

## 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.

© 2022 Fisch Asset Management AG