

# »Ausblick 2023 *High-Yield-Anleihen*



Dezember 2022

Marketingmaterial



Kyle Kloc  
Head Developed Markets

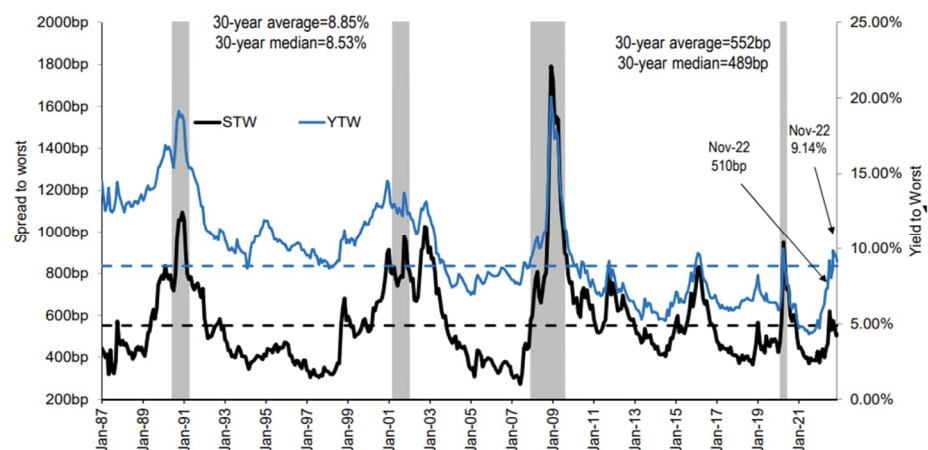
## Zusammenfassung

- High-Yield-Anleihen verzeichneten 2022 trotz anhaltend niedriger Ausfallraten das zweitschwächste Jahr ihrer Geschichte. Die höheren Zinsen, die russische Invasion der Ukraine und die deutliche Spreadausweitung forderten ihren Tribut, zumal der begrenzte Carry diese Negativfaktoren nur teilweise ausgleichen konnte.
- Die Spreads dürften sich in den kommenden Monaten infolge einer wahrscheinlichen Rezession in Richtung 700 Basispunkte (Bp.) bewegen. Die Ausfallraten werden weiter steigen und sich ihren langfristigen Durchschnittswerten annähern, bevor sie in der zweiten Jahreshälfte 2023 möglicherweise wieder sinken könnten.
- Nach einem Jahr mit ausserordentlich niedrigen Refinanzierungsaktivitäten dürften Neuemissionen substanziell zunehmen, wobei es für risikoreichere Unternehmen voraussichtlich weiterhin schwierig sein wird, ihre Anleihen umzuschulden.
- Die Normalisierung der Geldpolitik (d.h. ein normales Zinsniveau) dürfte dazu beitragen, dass sich der High-Yield-Markt im Laufe der Zeit weg von den Verhältnissen der vergangenen 15 Jahre und eher wieder hin zu jenen vor der globalen Finanzkrise entwickeln wird.

## Rückblick 2022

Für das High-Yield-Segment war 2022 bisher das bei weitem schlechteste Kalenderjahr aller Zeiten, mit Ausnahme der Finanzkrise 2008. Die Wertentwicklung wurde vor allem durch die signifikant gestiegenen Staatsanleihenrenditen bestimmt, da die Zentralbanken die Zinsen in sehr hohem Tempo anhoben, ausserdem durch die Ausweitung der Spreads von rund 300 Bp. auf 550 Bp. sowie durch die ausgehend von ihren Tiefständen gestiegenen Ausfallraten (mit Ausnahme der Schwellenländer, wo der Anstieg der Ausfallraten bereits 2021 begann und sich 2022 fortsetzte).

Chart 1: Entwicklung der High-Yield-Spreads und Renditen



Quelle J.P. Morgan

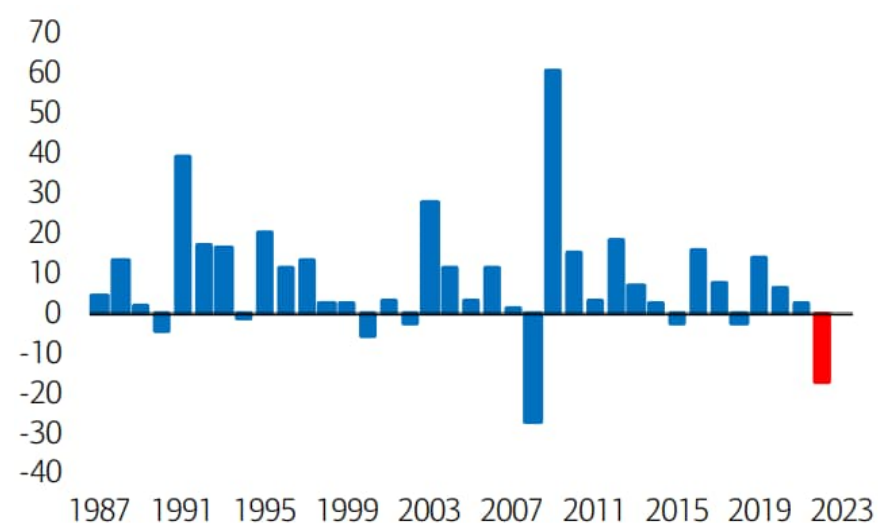
» Erfolgreiche Makro-Positionierung und Titelauswahl waren die Hauptfaktoren der Outperformance.

Unsere globale High-Yield-Strategie entwickelte sich 2022 deutlich besser als der Markt (mehr als 200 Bp. Outperformance), was auf einige sehr vorteilhafte Positionierungsentscheidungen auf der Makro-Ebene sowie eine erfolgreiche Titelauswahl zurückzuführen ist. Zunächst wies die Strategie aufgrund des unattraktiven Risiko-Ertrags-Profiles kein direktes Exposure zu Russland und der Ukraine auf, während eine deutliche Übergewichtung des Energiesektors beibehalten wurde, der wegen der Verwerfungen an den Energiemärkten infolge der Invasion die anderen Sektoren deutlich hinter sich liess. Daneben wurde die markante Untergewichtung chinesischer Immobilienentwickler, einem ebenfalls sehr schwachen Segment, aufrecht erhalten. Des Weiteren verringerten wir im Jahresverlauf die Positionen in Anleihen mit CCC-Rating, die insbesondere in den darauffolgenden Monaten stark unterdurchschnittlich abschnitten. Gleichzeitig stellten Rezessionssorgen, steigende Zinsen und substanzielle Abflüsse aus der Anlageklasse ein zunehmend schwieriges Umfeld für Emittenten dar, die sich neue Finanzierungen sichern wollten, sodass das Neuemissionsvolumen drastisch zurückging. Vor diesem Hintergrund investierten wir gezielt in verschiedene idiosynkratische Anlagechancen, was der Wertentwicklung letztlich zugutekam. Ein weiteres Highlight war die Rekordzahl sogenannter Rising Stars im Jahr 2022, deren frühzeitige Erkennung einen kontinuierlichen Schwerpunkt unserer Strategie darstellt und von denen die Wertentwicklung ebenfalls profitierte.

#### Ausblick 2023

Wir erwarten für den High-Yield-Markt im Jahr 2023 Gesamterträge im mittleren einstelligen positiven Prozentbereich (EUR hedged). Verluste in aufeinanderfolgenden Jahren wären ein Novum, aber nicht völlig auszuschliessen, zumal die Ursache der negativen Erträge 2022 hauptsächlich im Zinsanstieg begründet lag.

Chart 2: 2023 dürfte für High-Yield-Anleihen deutlich besser ausfallen (%)



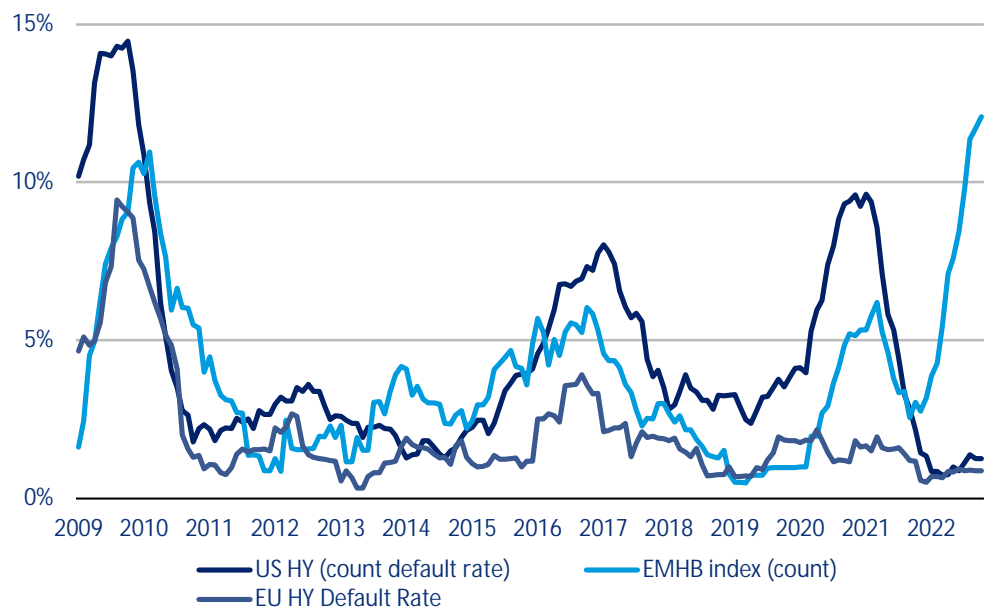
Quelle ICE Data Indices, BofA Global Research

Das erste Halbjahr 2023 wird sich unserer Einschätzung nach eher schwieriger gestalten, da viele Emittenten infolge der schwachen (oder negativen) Konjunkturentwicklung und des Inflationsdrucks mit sinkenden Gewinnen konfrontiert sein werden. Dies

dürfte zumindest zu Jahresbeginn schwächere Fundamentaldaten nach sich ziehen und sich in einer wachsenden Zahl von Rating-Herabstufungen widerspiegeln.

In der zweiten Jahreshälfte dürften sich die Unternehmensgewinne zwar erholen, jedoch werden die Ausfallraten im Jahresverlauf voraussichtlich weiter steigen. Dabei dürften die Ausfallquoten in den USA und Europa auf rund 4% steigen, während sie in den Schwellenländern vor allem wegen weiterer Ausfälle im chinesischen Immobiliensektor wahrscheinlich auf einem Niveau von etwa 10% bleiben werden.

Chart 3: Entwicklung der Ausfallraten an den US-, EU- und EM-High-Yield-Märkten



Quelle: ICE Data Indices, BofA Global Research

Ein sprunghafter Anstieg der Ausfallraten dürfte unter anderem deshalb ausbleiben, weil der Fälligkeitskalender der Emittenten für 2023 noch relativ moderat ausfällt. Die Unfähigkeit, fällige Schulden zu tilgen oder zu refinanzieren, ist weiterhin eine der Hauptursachen für Zahlungsausfälle.

Nachdem das Jahr 2022 ein ausgesprochen schwieriges für Neuemissionen war, dürfte die Aktivität 2023 anziehen. Obwohl die Kupons im Vergleich zu den ausstehenden Schuldtiteln signifikant höher ausfallen werden, dürften viele Emittenten versuchen, ihre Schulden mit Blick auf das Jahr 2024 zu refinanzieren. Sie werden dann gezwungen sein, an den Markt zurückzukehren, sofern ihnen dies ermöglicht wird. Wir gehen allerdings davon aus, dass die risikoreichsten Emittenten (z.B. diejenigen mit CCC-Rating) Schwierigkeiten haben werden, Finanzierungen am Markt zu erhalten, und selbst wenn eine Finanzierung theoretisch verfügbar wäre, werden sich viele die hohen Zinsen nicht leisten können.

» Wir rechnen mit weiteren Rising Stars, insbesondere im Energiesektor.

Zudem rechnen wir damit, dass sowohl die Anzahl an Rising Stars als auch an Fallen Angels 2023 zunehmen oder zumindest auf hohem Niveau bleiben wird. Dies erscheint auf den ersten Blick paradox, jedoch lässt sich diese gegensätzliche Entwicklung mit zwei unterschiedlichen Faktoren erklären. 2020 gab es eine Rekordzahl an Fallen Angels. Obwohl 2022 viele davon bereits wieder heraufgestuft wurden, erwart-



ten wir 2023 weitere signifikante Upgrades, insbesondere im Energiesektor, aber auch von einem grossen Unternehmen im Automobilsektor. Dies dürfte nebenbei bemerkt dazu führen, dass die Gewichtung des Energiesektors innerhalb des Index sinken wird, auch wenn dieser Sektor aufgrund des deutlichen Abstands zum zweitgrössten nach wie vor am höchsten gewichtet bleiben dürfte. Die Fallen Angels werden wahrscheinlich zunehmen, da die Erträge angesichts der schwächeren Wirtschaftsaussichten sinken und die Zinskosten aufgrund gestiegener Zinssätze und Spreads steigen.

Insgesamt stützt dies unsere Einschätzung, dass sich der Markt 2023 deutlich weniger volatil entwickeln dürfte als 2022. Auf Einzeltitelebene wird die Streuung allerdings zunehmen, wie dies in der Regel der Fall ist, wenn der fundamentale Ausblick für die einzelnen Firmen zunehmend auseinanderdriftet. Unseres Erachtens ist ein solches Umfeld im Hinblick auf die Chancen bei der Titelselektion ideal, erfordert allerdings dadurch auch eine Neuausrichtung des Portfolios im weiteren Jahresverlauf. Wir rechnen damit, dass die Anleger 2023 an den High-Yield-Markt zurückkehren werden, der in den letzten beiden Jahren erhebliche Abflüsse zu verkraften hatte.

» Wir bevorzugen zum Jahresanfang eine defensive Ausrichtung.

Wir halten es für sinnvoll, das Jahr mit einer leicht defensiven Positionierung in Bezug auf das Gesamtrisiko zu beginnen, wobei gleichzeitig das Engagement in volatilen, risikoreichen zyklischen Sektoren wie Einzelhandel und Immobilien wie auch in Emittenten mit CCC-Rating eher begrenzt sein sollte. Wir bevorzugen zu Jahresbeginn stattdessen eine Ausrichtung auf defensive Sektoren wie Energie, Telekommunikation und Gesundheit wie auch auf Unternehmensanleihen mit höherem Rating. Wir rechnen jedoch damit, diese Positionierung im Jahresverlauf an ein attraktiveres Umfeld anpassen zu müssen. Aus regionaler Sicht geben wir weder Europa noch den USA einen merklichen Vorzug, sind allerdings zum Jahresbeginn immer noch etwas zurückhaltend in Bezug auf die Schwellenländer, vor allem aufgrund der Situation in China. Das richtige Timing ist natürlich immer schwierig und bleibt eines der grössten Risiken für unsere Prognose. Sollte die Inflation hoch bleiben, könnten wir uns ein Szenario vorstellen, in dem die Konjunkturschwäche länger anhält, wodurch die im weiteren Jahresverlauf erwartete Erholung am Markt ausbleiben könnte.

---

## Fazit

Insgesamt stehen wir unseres Erachtens am Beginn der Rückkehr zu einem normaleren Kreditmarktumfeld mit höheren Ausfallraten und ohne die extrem niedrigen Spreads – zumal die Zentralbanken die Inflation nachhaltig unter Kontrolle bringen müssen. Dies sind durchaus keine schlechten Rahmenbedingungen für Anleger, da solide Erträge erzielbar sind, wobei es allerdings mehr und mehr auf die Titelauswahl ankommen wird. Die Erträge dürften überwiegend durch den Carry bestimmt werden, wobei diesbezüglich voraussichtlich die zweite Jahreshälfte attraktiver als das erste Halbjahr sein wird.

## 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