

„Der Markt ist eine gut geölte Refinanzierungsmaschine“

Axel Potthof, Spezialist für Hochzinsanleihen bei **Fisch Asset Management**, spricht über enge Spreads, attraktive Renditen sowie die Kunst der Titelselektion. Und er erklärt, warum die viel zitierte Fälligkeitsmauer aus seiner Sicht eigentlich gar keine ist.

Der globale High-Yield-Markt steht 2026 in einem ungewöhnlichen Spannungsfeld: Geopolitische Verwerfungen, Zollstreitigkeiten und ein neues Kapitel im Iran-Konflikt haben zwar für Nervosität gesorgt, aber kaum dauerhaften Schaden hinterlassen. Für Axel Potthof, der nach zwei Jahrzehnten bei Pimco vor drei Jahren zu Fisch Asset Management gewechselt ist, ist das zwar bemerkenswert, aber keineswegs Zufall. Warum, erklärt er im Interview.

Herr Potthof, viele Analysten sehen den globalen High-Yield-Markt in einer späten Phase des Kreditzyklus. Teilen Sie diese Einschätzung?

Axel Potthof: So eindeutig würde ich das nicht sagen. Denn die generelle Lage am Markt ist nach wie vor positiv. Die Unternehmensgewinne wachsen, etwas stärker in den USA als in Europa, die Bilanzen sind im Großen und Ganzen stabil, und die Ausfallraten sind gering. Neue Anleihen finden zudem hohe Nachfrage. Und wir haben bisher keine Exzesse gesehen.

»Neue Anleihen finden hohe Nachfrage. Und wir haben bisher keine Exzesse gesehen.«

Axel Potthof,
Fisch Asset Management

Die Managementteams sind weiterhin relativ vorsichtig – riskante, fremdfinanzierte Übernahmen, die als klassisches Zeichen für ein Zyklusende gelten, bleiben bisher aus. Daher kann der Zyklus durchaus noch länger laufen.

Dennoch: Die Spreads sind historisch eng, gleichzeitig werden die Renditen als attraktiv beschrieben. Ist das nicht ein Widerspruch?

Die Risikoprämie über Staatsanleihen ist tatsächlich nicht großzügig. Aber es gibt Gründe dafür. Neben guten Fundamentaldaten erleben wir bisher wenig Ausfälle, und die durchschnittliche Laufzeit der Anleihen, die Duration, hat sich über die Jahre verkürzt. Kürzere Laufzeiten

bedeuten naturgemäß geringere Spreads. Entscheidend ist aber das absolute Renditeniveau. In US-Dollar gerechnet bietet der Markt heute eine Einstiegsrendite von rund sieben Prozent. Das ist attraktiv. Langfristig haben selbst Aktienmärkte selten dauerhaft mehr geliefert. Der Spread ist zwar eng, aber die Gesamrendite rechtfertigt ein Investment.

Wie viel Puffer bietet das aktuelle Bewertungsniveau noch für makroökonomische oder geopolitische Schocks?

Wir haben zuletzt einige Schocks erlebt. Zunächst den Russland-Ukraine-Krieg, dann die US-Zollpläne, und jetzt die Iran-Krise. Aber der Markt kam jedes Mal relativ schnell zurück. Das zeigt eine gewisse Widerstandsfähigkeit. Natürlich lassen sich extrem negative Szenarien konstruieren: Wenn die Straße von Hormus bis Ende des Jahres geschlossen bleibt, haben wir eine globale Rezession, und dann hilft kein Puffer. Aber das ist nicht das Basisszenario, das die Märkte einpreisen. Solange das Wirtschaftswachstum nicht fundamental gefährdet ist, wird der Markt auch künftige Schocks verdauen.

US-High-Yield rentiert bei rund 6,5 bis sieben Prozent, Europa bei fünf bis 5,5 Prozent. Woher kommt diese Renditedifferenz? Und ist sie gerechtfertigt?

» **Der Renditevorteil von US-High-Yield gegenüber Europa ist primär ein Staatsanleihen-Phänomen und kein Ausdruck eines strukturell höheren Kreditrisikos amerikanischer Unternehmen.** «

Axel Potthof,
Fisch Asset Management



Die Differenz bestimmt sich im Wesentlichen aus den jeweils zugrunde liegenden Staatsanleihen. US-Treasuries mit zehnjähriger Laufzeit rentieren bei rund vierhalb Prozent, deutsche Bundesanleihen liegen bei zirka drei Prozent. Auf diese Basis kommt jeweils der Spread obendrauf. Der Renditevorteil von US-High-Yield gegenüber Europa ist also primär ein Staatsanleihen-Phänomen und kein Ausdruck eines strukturell höheren Kreditrisikos amerikanischer Unternehmen.

Viele Häuser sprechen von 2026 als einem „Carry-Jahr“. Was bedeutet das eigentlich für Anleger? Und was bedeutet es nicht?

Ein Carry-Jahr bedeutet im Wesentlichen: wenig Schwankungen, man verdient den Coupon. Das klingt langweilig, ist aber gar nicht so schlecht. Allerdings haben die Turbulenzen im März rund um die Iran-Krise gezeigt, dass es auch in einem vermeintlich ruhigen Jahr deutliche Ausschläge geben kann. Was es aber keinen Fall bedeutet: dass man großartig umschichten oder den Markt timen sollte.

Wer investiert bleibt und den Coupon kassiert, liegt bei einem Renditeniveau von sieben Prozent sehr gut.

Die Bewertung gilt gemeinhin als „fair bis teuer“. Ab welchem Punkt sprechen Sie von einer klaren Überbewertung?

Von einer starken Überbewertung würde ich sprechen, wenn die Spreads nicht mehr die erwarteten Verluste aus Ausfällen kompensieren. Nehmen wir eine Ausfallrate von zwei Prozent. Bei einer durchschnittlichen Recovery von etwa 50 Prozent verliere ich effektiv rund ein Prozent. Wenn die Spreads diesen Verlust plus eine angemessene Liquiditätsprämie nicht abdecken, ist der Markt deutlich überbewertet. Davon sind wir momentan weit entfernt. Bei den aktuellen Fundamentaldaten würde ich nach wie vor „fair“ sagen.

Der US-Markt ist seit 2021 geschrumpft, Europa verzeichnet ein kräftiges Neuemissionsvolumen. Was steckt dahinter?

Hier muss ich die These etwas korrigieren. Der US-Markt hatte 2021 seinen Höchst-

stand bei rund 1.500 Milliarden Dollar, ist zwischenzeitlich geschrumpft, aber heute wieder auf fast demselben Niveau. Langfristig geschrumpft ist er also nicht. Der europäische Markt lag 2021 bei rund 600 Milliarden Euro und liegt jetzt bei etwas über 500 Milliarden. Der Grund: Viele Unternehmen wurden in ein besseres Rating hochgestuft und haben den High-Yield-Markt verlassen. Hinzu kommt, dass einige europäische Unternehmen während der Niedrigzinsphase den Anleihenmarkt genutzt haben und nun wieder stärker auf Bankkredite setzen. Insgesamt hat sich nicht dramatisch viel verändert.

In Europa liegt der BB-Anteil teils über 65 Prozent, in den USA bei rund 50 Prozent. Welche Konsequenzen hat diese Qualitätsverschiebung für das Risiko-Rendite-Profil?

Europa ist qualitätsmäßig besser aufgestellt, historisch waren dort auch die Ausfallraten niedriger. Das hat sich zuletzt durch einige größere Ausfälle zwar etwas gedreht. Grundsätzlich aber gilt: Ein höherer BB-Anteil bedeutet niedrigerer Rendi-



ten im Gesamtmarkt. Man darf das aber nicht pauschalisieren. Auch innerhalb des BB-Spektrums gibt es große Unterschiede zwischen BB-Plus und BB-Minus, das schon an die Grenze zu Single-B reicht.

Stichwort Recovery Rates: Welchen Unterschied macht die bessere Besicherung europäischer Anleihen im Krisenfall wirklich?

Einen erheblichen Unterschied. Bei besicherten Anleihen in Europa liegt die Recovery Rate im Schnitt bei rund 70 Prozent. Im Konkursfall erhält man also etwa zwei Drittel zurück. Bei unbesicherten europäischen Anleihen sind es zurzeit nur rund 25 Prozent. In den USA sind die Werte etwas niedriger: besicherte bei 50 bis 60 Prozent, unbesicherte bei 35 bis 50 Prozent, je nach Einzelfall. Das sind wesentliche Unterschiede, auf die wir in der Portfoliokonstruktion achten.

Ausfallraten liegen bei ein bis zwei Prozent, also unter dem historischen Durchschnitt. Wie wird sich das in den nächsten zwölf bis 24 Monaten entwickeln?

Ich erwarte, dass die Ausfallraten in diesem Bereich verharren werden. Wichtig

»Die Ausfallrate ist letztlich ein Blick in den Rückspiegel, weil sich Konkurse schon ein bis zwei Jahre vorher abzeichnen.«

Axel Potthof,
Fisch Asset Management

dabei: Die Ausfallrate ist letztlich ein Blick in den Rückspiegel, weil sich Konkurse schon ein bis zwei Jahre vorher abzeichnen. Der aussagekräftigere Frühindikator ist die sogenannte Distressed-Quote, also der Anteil der Anleihen, die bereits mit sehr hoher Rendite handeln und bei denen das Risiko eingepreist ist. Diese Quote liegt bei rund fünf Prozent und war zuletzt stabil. Das ist ein gutes Zeichen, vorausgesetzt, das gesamtwirtschaftliche Umfeld bleibt so, wie es ist.

BB-Ratings dominieren den Markt. Ist High Yield damit heute „Investment Grade light“? Das wäre eine Übertreibung. Ja, rund 60 Prozent des Marktes entfallen auf BB-Anleihen mit moderaten Risiken. Aber

40 Prozent sind Single-B oder Triple-C. Und da sind die Kreditrisiken nach wie vor erheblich und real. Zudem ist das BB-Segment kein homogener Block: BB-Plus ist eine andere Welt als BB-Minus. Man muss immer genau hinschauen. High Yield ist und bleibt eine Assetklasse mit substanziellem Kreditrisiko.

Covenant-light-Strukturen und schwächere Credits wandern verstärkt in den Bereich Private Credit ab. Entlastung oder Warnsignal für den öffentlichen High-Yield-Markt?

Im Wesentlichen Entlastung. Es sind ja die schwächeren Namen, die abgewandert sind. Das erklärt auch, warum wir weniger Ausfälle sehen. Die Zahl der Unternehmen, die aus dem öffentlichen High-Yield-Markt in Private Credit gegangen sind, ist jedoch gering. Insgesamt haben wir einige Hochrisikopositionen verloren, was für die Markthygiene gar nicht schlecht ist. Auf die Liquidität hat diese Migration kaum Auswirkungen, weil die betroffene Zahl an Unternehmen schlicht zu klein ist. Das grundsätzliche Liquiditätsproblem bei Verwerfungen bleibt aber bestehen: Die Market Maker der Banken werden in Stressphasen vorsichtiger, wollen keine neuen Positionen aufbauen, und gerade die riskanteren Anleihen lassen sich dann schwer handeln.

Das Stichwort „Fälligkeitsmauer“ sorgt wieder für Nervosität. Wie ausgeprägt ist der Refinanzierungsdruck aktuell tatsächlich?

Ehrlich gesagt ist die Fälligkeitsmauer ein Thema, das gern dramatisiert wird. Die Realität ist: Unternehmen refinanzieren ihre Anleihen in der Regel anderthalb bis zwei Jahre vor Fälligkeit, manchmal noch früher. Wir sehen gerade, dass bereits 2029er-Anleihen refinanziert werden. Für 2026 gibt es kaum noch offene Fälligkeiten, und auch 2027 ist weitgehend abgeräumt. Der nächste größere Block ist 2028, und der wird bereits angegangen. In guten Marktphasen werden global täglich fünf



bis zehn Anleihen refinanziert. Das ist eine gut geölte Refinanzierungsmaschine. Problematisch würde es nur, wenn der Markt durch eine schwere Krise ein Jahr oder länger geschlossen wäre. Danach sieht es aber momentan nicht aus.

Worauf legen Sie bei der Titelselektion in dieser Zyklusphase Wert, und wo unterscheiden Sie sich von anderen High-Yield-Managern? Wir verfolgen einen bewusst defensiven Ansatz. In schlechten Marktphasen wollen wir vor allem kein Geld verlieren und dort outperformen. Wir suchen Unternehmen mit gemäßigter Verschuldung, stabilen Cashflows und einem Management, das nicht ständig auf Akquisitionskurs ist. Wir meiden Unternehmen, die stark im globalen Wettbewerb exponiert sind oder erheblichem Technologiewandel ausgesetzt sind. Was wir wollen, ist Stabilität, auch wenn das bedeutet, in besonders starken Marktphasen nicht das Maximum an Rendite mitzunehmen. Hinzu kommt ein striktes Konzentrationsmanagement. Im Fonds halten wir bis zu 300 Einzelpositionen, um das Risiko breit zu streuen. Übergewichtet sind wir derzeit

»Den High-Yield-Markt gibt es seit 40 bis 45 Jahren. Für viele Unternehmen ist er schlicht unverzichtbar.«

Axel Potthof,
Fisch Asset Management

in defensiven Branchen wie Gesundheit und Pharma, Spezialchemie und Telekommunikation. Untergewichtet sind wir bei Finanzdienstleistern mit High-Yield-Rating, Versorgern, die uns zu teuer bewertet erscheinen, sowie Versicherungen und Fluggesellschaften, die bei jeder globalen Krise sofort unter Druck geraten.

Was ist aus Ihrer Sicht das größte Risiko für High Yield im verbleibenden Jahr 2026?

Ich sehe sogar zwei: erstens eine unerwartet starke Rückkehr der Inflation wie 2022, die die Zentralbanken zu einer erneuten aggressiven Straffung zwänge. Zweitens geopolitische Eskalationen, die eine echte Rezession auslösen, also Ereignisse, die der Markt heute nicht einpreist. Eine moderate Wachstumsschwäche per

se halte ich für beherrschbar, danach sieht es momentan auch nicht aus.

Und die attraktivste Chance?

Ein interessantes Feld sind Softwareunternehmen im High-Yield-Markt. Das sind nur rund vier Prozent des Marktes, aber dort gab es seit Jahresbeginn deutliche Kursrückgänge, weil man Disruption durch künstliche Intelligenz fürchtet. Einige dieser Anleihen handeln heute bei Renditen von zehn bis 15 Prozent. Wenn die Disruption länger auf sich warten lässt als eingepreist oder die Unternehmen KI selbst nutzen, um Kosten zu senken und Gewinne zu steigern, sind das sehr attraktive Einstiegsmöglichkeiten. Die ersten Quartalszahlen zeigen bislang keinerlei Beeinträchtigung. Wir haben bereits einige Positionen und würden diese bei weiter wachsendem Zutrauen erhöhen.

Ein Blick ins Jahr 2027: Verändert Private Credit den High-Yield-Markt fundamental?

Nein. Den High-Yield-Markt gibt es in dieser Form seit 40 bis 45 Jahren, und er ist seither gewachsen. Für viele Unternehmen ist er schlicht unverzichtbar. Sie wollen ihr Kapital bewusst über Hunderte Investoren streuen und nicht von einem einzigen Kreditgeber abhängig sein. Das kann Private Credit nicht leisten. Zudem hat Private Credit zuletzt selbst für einige kritische Schlagzeilen gesorgt. Das große Wachstum, das manche Investoren dort erwartet haben, dürfte sich vorerst nicht einstellen. Der High-Yield-Markt aber wird bleiben, was er ist.

Vielen Dank für das Gespräch.

HANS HEUSER **FP**

KURZ-VITA: Axel Potthof

Seit August 2023 arbeitet Axel Potthof als High Yield Portfolio Manager für die schweizerische Fisch Asset Management. Davor war er 21 Jahre in gleicher Position für Pimco tätig. Seine Laufbahn in der Fondsbranche hat er als Fixed Income Portfolio Manager beim ehemaligen Deutschen Investment Trust begonnen.