

» Wandelanleihen: Ausblick für 2021

Convertible Bond Portfolio Management Team
10. Dezember 2020

Ausblick für Wandelanleihen 2021: Uneinheitliches Jahr mit deutlich positiven Wachstumsimpulsen für die zweite Jahreshälfte

Zusammenfassung

- **Weltweite Konjunkturentwicklung:** Der erfolgreiche Ausgang der Impfkampagne wird die Weltwirtschaft wesentlich beeinflussen. Wir gehen von einem Erfolg aus, der sich spätestens im dritten Quartal deutlich in der Konjunktur widerspiegeln sollte. Die Zentralbanken und Regierungen werden weiterhin unterstützend eingreifen.
- **Politische Risiken:** Vor allem im ersten Halbjahr dürften in den USA die Senatswahlen sowie die Amtsübergabe an Biden und in Europa der Brexit für Unsicherheit und Volatilität sorgen.
- **Sektorrotation:** Die bereits angelaufene Umschichtung in bisherige Krisenverlierer, insbesondere zyklische Werte, sollte anhalten. Ein wesentlicher Faktor für den Anlageerfolg in diesem Umfeld dürfte die Titelselektion mit Fokus auf dem Bondfloor sein.
- **Spezifische Wandelanleihen-Themen:** Einer zunehmenden Verbreiterung des Anlageuniversums mit entsprechenden Diversifikationsgelegenheiten aufgrund des anhaltend aktiven Primärmarktes, inklusive verstärkter Ausgabe von Green Bonds, sehen wir sehr positiv entgegen.

Rückblick: Wir gingen davon aus, dass das Jahr 2020 für Wandelanleihen moderat positiv verlaufen dürfte, wobei der USA/China-Handelskonflikt und die US-Wahlen im Vordergrund stehen würden:

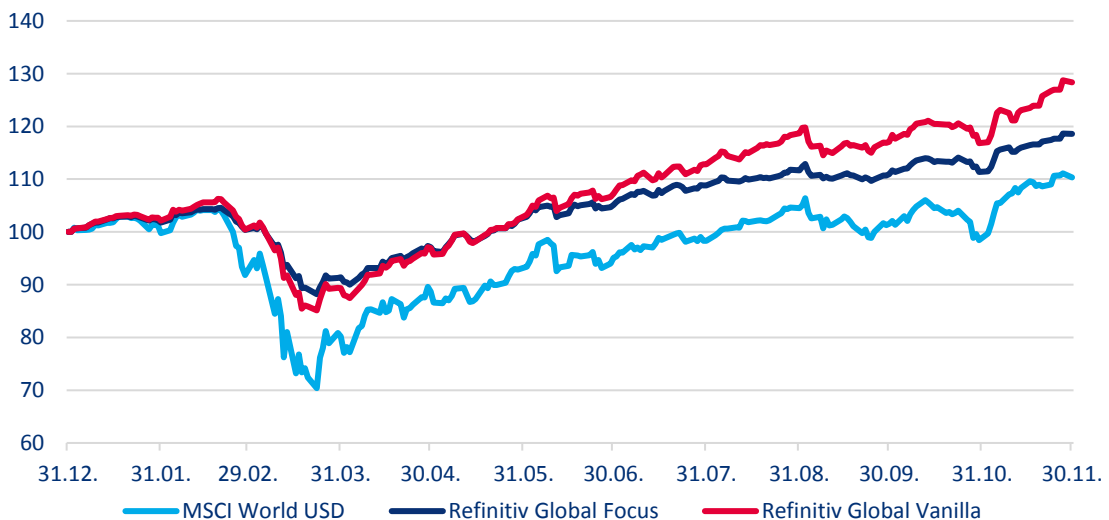
— **Aktienmärkte und Zinsen:**

Unsere Einschätzung: Wir erwarteten zum einen, dass eine moderat expansive Geldpolitik (jedoch mit abschwächender Dynamik) die Aktienmärkte unterstützen sollte, zum anderen ein leicht positives Wirtschaftswachstum und damit keine Rezession. Darüber hinaus identifizierten wir den USA/China-Handelskonflikt und die US-Wahlen als die wichtigsten Themen für Anleger im Jahr 2020. Die beiden letzteren Themen sollten eine erhöhte Volatilität an den Börsen nach sich ziehen. Hier erachteten wir gerade den Pharmasektor als stark tangiert vom US-Wahlkampf. Ausserdem erwarteten wir weiterhin vorsichtige Anleger, die Neuigkeiten im Handelskonflikt oder bessere Fundamentaldaten zunächst abwarten. Wir prognostizierten aber auch, dass das Umdenken aufgrund einiger weniger positiver Neuigkeiten zu einer massiven Rallye in Risikoanlagen führen könnte. Des Weiteren gingen wir von einer weiterhin anhaltenden Sektorrotation von bisherigen Gewinnern zu bisherigen Verlierern, den traditionellen Industrien wie Automobilbau, Maschinenbau und Chemie, aus. Neben einer weiteren Verbesserung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten rechneten wir auch mit einer Normalisierung der Renditen in Europa, die zu steigenden Zinsen und einer steileren Zinskurve führen sollte.

Ergebnis: In den ersten Wochen des Jahres 2020 schien sich unsere Prognose steigender Aktienmärkte zu bestätigen. Allerdings zwang die Corona-Pandemie die Aktienmärkte kurz darauf in die Knie. Somit wurde unsere Einschätzung durch die heftigen Auswirkungen der Pandemie überlagert. Richtig lagen wir jedoch mit dem Thema Handelskonflikt, der die Anleger bis in den Herbst hinein beschäftigte. Hervor stach besonders der Streit um die Technologieführerschaft, die die USA vehement mit Sanktionen gegen einzelne Unternehmen wie Huawei zu verteidigen versuchten. Dazu gehörte auch die erst kürzlich erlassene Sanktionsliste, die US-Bürgern Kapitaltransaktionen in ausgewählten chinesischen Unternehmen verbietet.

Auch die ausgelöste Marktbewegung durch „Sentiment“ hin zu mehr Risikoappetit stuften wir korrekt ein. Der Auslöser für das Umdenken der Anleger war allerdings ein anderer: Die potenzielle schnelle Wiedereröffnung des öffentlichen Lebens nach den scharfen Corona-Massnahmen (Lockdowns) führten ab Ende März zu rasant steigenden Aktienkursen. Die Sektorrotation geriet durch die Corona-Pandemie ins Stocken, wurde dann aber nach Bekanntwerden erster positiver Impfstoffergebnisse umso stärker nachvollzogen. Bei der Einschätzung zu den Zinsen hingegen lagen wir aufgrund der Corona-Pandemie falsch.

Grafik 1: Globale Aktien gegenüber Wandelanleihen – Performance seit Jahresbeginn



Quelle Bloomberg, Refinitiv Global Vanilla Hedged CB Index (USD), Refinitiv Global Focus Hedged CB Index (USD), MSCI World Total Return (USD), November 2020

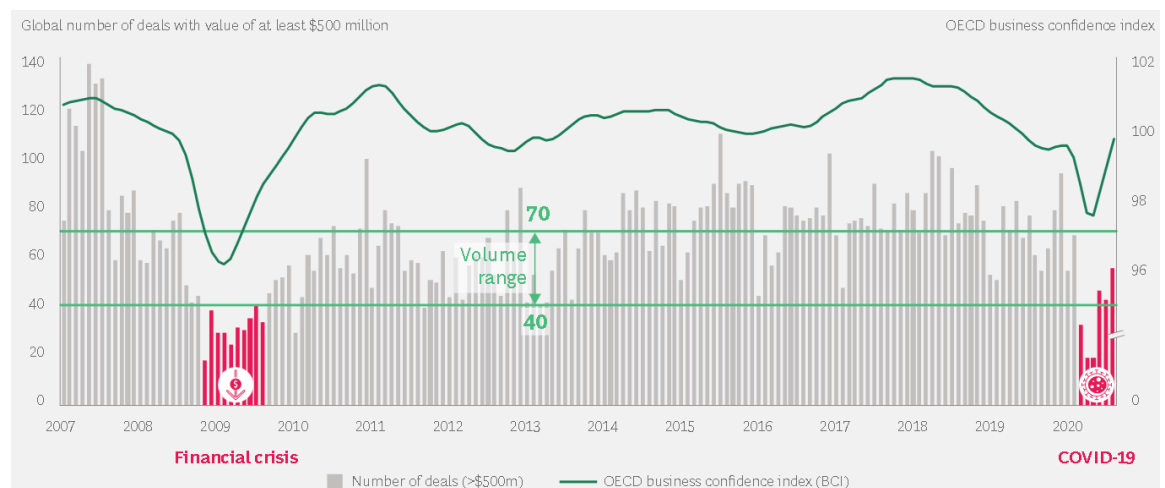
Wir rechneten mit einigen „spezifischen“ Wandelanleihen-Themen:

— Branchenkonsolidierung/Unternehmensereignisse:

Unsere Einschätzung: Wir rechneten mit weiteren Fusionen, Akquisitionen und Joint-Ventures, insbesondere in Branchen wie Gesundheitswesen und Automobilbau aufgrund von rückläufigen Gewinnen.

Ergebnis: Die M&A-Aktivität kam aufgrund der Corona-Pandemie kurzfristig fast gänzlich zum Erliegen, erholte sich dann jedoch schnell (siehe Grafik 2).

Grafik 2: M&A-Aktivitäten haben sich zusammen mit dem Geschäftsklima schnell erholt



Quelle Refinitiv, OECD, BCG Analysis

— Portfoliostabilisatoren:

Unsere Einschätzung: Wir waren der Ansicht, dass klassische Portfoliostabilisatoren nicht einfach zu finden seien, da gerade die vermeintlich „defensiven“ Sektoren besonders stark von der Politik und/oder Regulierungsmassnahmen beeinflusst sind.

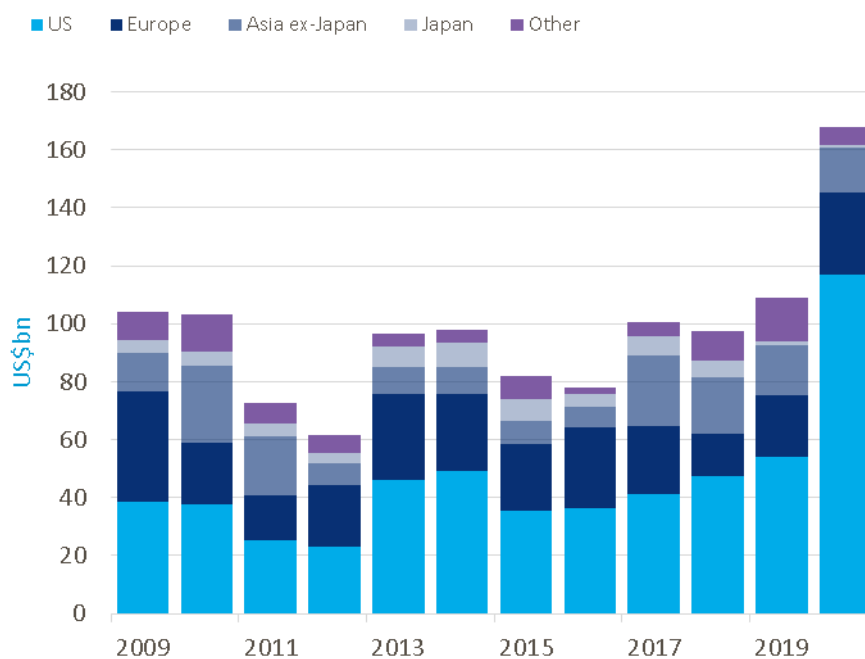
Ergebnis: Auch hier lagen wir richtig, wie die Entwicklung im Bereich der Wohnimmobilien zeigt, die aufgrund der stark gestiegenen Immobilien- und Mietpreise immer stärker unter Regulierungsdruck geraten.

— Zunahme der Neuemissionen:

Unsere Einschätzung: Wir rechneten mit einem starken Primärmarkt aufgrund von höheren Zinsen in Europa und den USA, der US-Steuerreform (Rückführung von Kapital und Gewinnen) und Finanzierungsbedarf (knappere Liquiditätssituation).

Ergebnis: Wir lagen prinzipiell richtig, jedoch rechneten wir nicht mit einem solchen Rekordjahr (USD 168 Mrd. annualisiert bis November Ultimo). Die Gründe dafür waren allerdings weniger die Zinsen oder die US-Steuerreform, sondern mehrheitlich der Finanzierungsbedarf. Dies zeigte sich vor allem auch in der ersten Phase der Erholung nach dem Corona-Kursverfall, als vermehrt Unternehmen aus den gebeutelten Branchen wie Tourismus und Freizeit, sich über Wandelanleihen Liquidität verschafften.

Grafik 3: Globales Emissionsvolumen von Wandelanleihen in Mrd. USD (annualisiert)



Quelle: Refinitiv, Fisch Asset Management, November 2020

— ESG:

Unsere Einschätzung: Wir rechneten nicht nur mit wachsendem Interesse an ESG-Produkten und Aspekten, sondern auch mit höheren Erwartungen seitens der Anleger hinsichtlich Integration von ESG-Aspekten in den Anlageprozess.

Ergebnis: Wir lagen mit dieser Einschätzung richtig, was auch die aktuellen regulatorischen Entwicklungen zeigen, die vermehrt Offenlegungen und Berichterstattungen zu ESG-Praktiken im Anlageprozess verlangen.

— **Timing:**

Unsere Einschätzung: Wir erwarteten für das Jahr 2020 aufgrund hoher Volatilität, politischer Spannungen und einer Wirtschaftslage, die sich am Rande einer Rezession befand, dass das Timing von Aktienanlagen sehr anspruchsvoll werden würde.

Ergebnis: Wir lagen goldrichtig. Zwar sagten wir die Corona-Krise nicht vorher, doch zeigte diese nur zu gut, wie anspruchsvoll Markttiming ist. Gerade in dieser Situation zeigten Wandelanleihen ihre bekannten Stärken und profitieren vom automatischen Timing. Geradezu lehrbuchmässig reduzierte sich das Delta in der Korrektur rasant, legte aber in der danach einsetzenden Erholung auch wieder sehr schnell zu.

Der Ausblick für 2021 zeigt ein uneinheitliches Bild, aber mit deutlich positivem Impuls für das zweite Halbjahr:

- Im ersten und vermutlich auch noch im zweiten Quartal wird das Coronavirus die Märkte weiterhin stark beeinflussen. Die zentrale Frage wird nicht nur sein, wann der Impfstoff verfügbar ist, sondern auch, wie die Adaption (Impfwilligkeit der Bevölkerung) und auch die Effektivität (Wirksamkeit) aussehen. In unserem Basisszenario gehen wir aber davon aus, dass der Impfstoff Anfang 2021 verfügbar sein sollte und die Massnahmen schrittweise gelockert werden können, um das öffentliche Leben und die Wirtschaft zurück zur Normalität zu führen. Wir sehen somit gute Chancen für wieder positivere Wachstumsraten ab dem zweiten Quartal. Es dürfte jedoch bis zum dritten Quartal dauern, bis ein genügend grosser Anteil der Bevölkerung geimpft sein wird.
- Sowohl die Geldpolitik als auch die Fiskalpolitik sehen wir als unterstützend an, so dass eine Konkurswelle verhindert werden kann. Noch fehlen die fiskalpolitischen Impulse aus den USA, die aber mit dem neuen Präsidenten Biden womöglich noch bekanntgegeben werden.
- Inflation sehen wir für 2021 als kein grosses Risiko an, da wir nach wie vor sehr tiefe Niveaus sehen und die Kapazitätsauslastung niedrig ist.
- Bezüglich der Entwicklung auf Sektorebene gehen wir davon aus, dass die aktuell bereits eingetretene Sektorrotation weg von den bisherigen Gewinnern, vorwiegend Wachstumswerte, hin zu Corona-Verlierern weiterhin anhalten wird. Stärker gesucht sein werden unserer Meinung nach zyklische Werte, die von einer weiteren Lockerung der Corona-Massnahmen spürbar profitieren. Hierunter fallen die Tourismusbranche, Industriewerte sowie die Freizeitbranche und Geschäfte. Die Titelselektion mit Fokus auf einem soliden Bondfloor sollte hier eine entscheidende Rolle für den Anlageerfolg spielen.

Für unseren Ausblick bestehen jedoch zwei wesentliche Risiken, die wir genau beobachten werden:

- Das erste Risiko betrifft die Impfstoffverfügbarkeit, Adaptation und Effektivität der Impfung: Unser positives Basisszenario fusst auf der Annahme, dass die Impfstoffe ab dem ersten Quartal in ausreichend grossen Mengen zur Verfügung stehen, diese auch effektiv wirken und sich die Bevölkerung bereitwillig impfen lässt. Sollten sich hier Verzögerungen oder eine geringe Adaption der Impfung ergeben, dann würde dies ein deutlich schlechteres Szenario für 2021 ergeben.
- Ausserdem stehen politische Risiken im Fokus: Hier sehen wir zum einen die Wahl in Georgia zur finalen Bestimmung des Senats im Januar 2021 als potenzielles Risiko, dass die Opposition (Republikaner) zu dominant wird. Damit käme es vermutlich zu einer Blockade im Kongress, die den politischen Fortschritt lähmen könnte. Aber auch die Amtsübergabe von Trump an Biden stellt einen Unsicherheitsfaktor dar, sollte diese nicht einvernehmlich vonstattengehen. Auch sehen wir politische Risiken in Europa, darunter den Brexit, die unser Basisszenario deutlich eintrüben könnten, sollten diese grössere Auswirkungen haben als antizipiert.

Eine Reihe von Wandelanleihen-spezifischen Themen wird uns 2021 beschäftigen:

- **Green Bonds/Sustainable-linked Convertible Bonds:** Wir haben bereits im laufenden Jahr erste Emissionen in diesem Bereich gesehen, unter anderem mit Umicore, Neoen und Schneider Electric. Wir rechnen damit, dass sich dieser Trend in 2021 verstärkt, da auch Wandelanleiheninvestoren ihr Augenmerk vermehrt auf ESG-Aspekte legen. Somit gehen wir von einem wachsenden Anteil des Green Bond/Sustainable-linked Convertible Bond Universums aus, das zukünftig auch bessere Diversifikationsmöglichkeiten zulassen sollte.
- **Idiosynkratische Risiken weiterhin hoch:** Wir gehen davon aus, dass auch 2021 die Performance sehr stark von idiosynkratischen Aspekten beeinflusst sein wird und die Volatilität weiterhin hoch bleibt. Ausschläge in beide Richtungen auch innerhalb derselben Sektoren werden unvermeidlich sein. Zentral bleibt daher die Titelselektion und vorgelagert der Research-Prozess.
- **Potenzial für Konsolidierungen:** Dieses schätzen wir weiterhin als hoch ein. Wir rechnen insbesondere im IT- und Pharmabereich, aber auch im Shale-Gas-Sektor und bei klassischen Industrieunternehmen (z.B. Flugzeugbau) mit weiteren Übernahmen und/oder Fusionen. Die weiterhin tiefen Zinsen, der Wunsch nach einem Ausbau der Produktpalette sowie tiefe Gewinne könnten hier als Hauptmotivatoren dienen.
- **Weiterhin starker Primärmarkt:** Wir rechnen auch 2021 mit einem weiterhin aktiven Primärmarkt. Zum einen gehen wir davon aus, dass Firmen, die stark unter der Corona-Krise litten, weiteren Finanzierungsbedarf zeigen und diesen via Wandelanleihen decken könnten. Zum anderen dürfte es einige Unternehmen geben, die sich erstmalig über den Wandelanleihenmarkt finanzieren. Hier sehen wir das Rekordjahr 2020 gekoppelt mit starkem Interesse der Nachfrageseite als Motivation, auch für bisher im Wandelanleihenbereich unbekannte Firmen, den Markt erstmalig zur Refinanzierung zu nutzen. Dies würde zu einer deutlichen Verbreiterung des bisherigen Universums und damit zu besseren Diversifikationsmöglichkeiten führen.

Fazit

In einem fundamental positiven Umfeld, gekennzeichnet durch eine monetär und fiskalpolitisch flankierte Konjunkturerholung, sollten die Aktienmärkte positive Erträge erzielen können. Die nicht zu unterschätzenden politischen wie auch Corona-bedingten Risiken könnten allerdings zu erheblicher Volatilität beitragen. Ein solches Szenario würde Wandelanleihen zum bevorzugten Instrument machen. Die vielfältigen idiosynkratischen Risiken in Kombination mit einem vielversprechenden Primärmarkt sprechen dabei für eine rigorose Bottom-Up-Analyse.

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.

Die Performancedaten lassen die bei der Ausgabe und Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Die im Bericht gezeigten Brutto-Performancezahlen lassen zudem die dem Fonds belasteten Kosten unberücksichtigt. Diese Gebühren führen zu einer Reduktion der erzielten Performance.

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.

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.