

»Investment-Grade- Unternehmensanleihen: Ausblick für 2021

Global Corporates Portfolio Management Team
10. Dezember 2020

Ausblick für IG-Unternehmensanleihen 2021: Das Jahr der Wiederherstellung

Zusammenfassung

- Wir erwarten, dass die grosszügigen Konjunkturanreize nahezu das ganze Jahr 2021 aufrechterhalten werden, damit das Jahr zum **Jahr der Erholung auf fundamentaler Ebene** werden kann.
- Die bessere Marktstimmung dürfte eine Rotation hin zu Anlagen mit höherem Beta¹ auslösen. In diesem Szenario schwächt sich der USD weiter ab und die Zinsen steigen moderat an, da die als „sichere Häfen“ geltenden Anlagen weniger gefragt sein werden.
- **Wir erwarten eine generelle Einengung der Spreads**, wodurch alle Kreditqualitäten und Regionen unterstützt werden sollten, wobei Segmente mit höherem Beta überdurchschnittliche Erträge erzielen dürften.
- Während die Überschussrenditen² (Excess Returns) aus unserer Sicht 2021 im unteren bis mittleren einstelligen Bereich liegen dürften, gehen wir davon aus, dass die Gesamrenditen nach Abzug der USD-Hedgekosten auf Indexbasis etwas mehr unter Druck stehen werden. Das Durationsmanagement und die Nutzung von Relative-Value-Chancen sind von entscheidender Bedeutung für aktive Portfoliomanager.
- **Die wichtigsten Aufwärtsrisiken** sind ein demokratischer Sieg bei den Stichwahlen in Georgia und eine schnellere Bereitstellung / grössere Akzeptanz eines Impfstoffs als zurzeit erwartet, sodass erneute Lockdowns zu einem wenig wahrscheinlichen Tail-Risk würden.
- **Die wichtigsten Verlustrisiken** sind ein No-Deal-Brexit und Inflationssorgen, die zu einer früher als erwarteten Einstellung der Zentralbankunterstützung führen würden.

Rückblick auf 2020

Das Jahr 2020 begann mit einer sehr starken Performance, wodurch die Gesamrendite des Index für US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen in USD per Ende Februar bereits 3.7% betrug. Allerdings waren diese Erträge bereits zum Jahresanfang einem deutlichen Rückgang der Renditen von Staatsanleihen zu verdanken. Die Credit Spreads entwickelten sich demgegenüber bestenfalls seitwärts, was angesichts der späteren Ereignisse vielleicht bereits in Vergessenheit geraten ist. Tatsächlich beschäftigte sich der Markt im Januar noch primär mit den geopolitischen Spannungen im Nahen Osten, die zu einer Korrektur des Rohölmarkts führten.

In der zweiten Februarhälfte realisierten die Investoren sukzessive, dass sich Covid-19 auch zu einer Bedrohung für die westliche Welt entwickelte. Nachdem ein europäisches Land nach dem anderen Ausgangsbeschränkungen verhängte, begann der Markt, einen makroökonomischen Schock einzupreisen. Dies setzte schnell eine Abwärtsspirale in Gang, sodass ein verlustreicher Tag erneute Verkäufe auslöste. Die so entstehende Liquiditätsverknappung durch Abflüsse aus Investmentfonds in Rekordhöhe und umfangreiche Rücknahmen bei Index-Trackern liess Anleger marktübergreifend auf

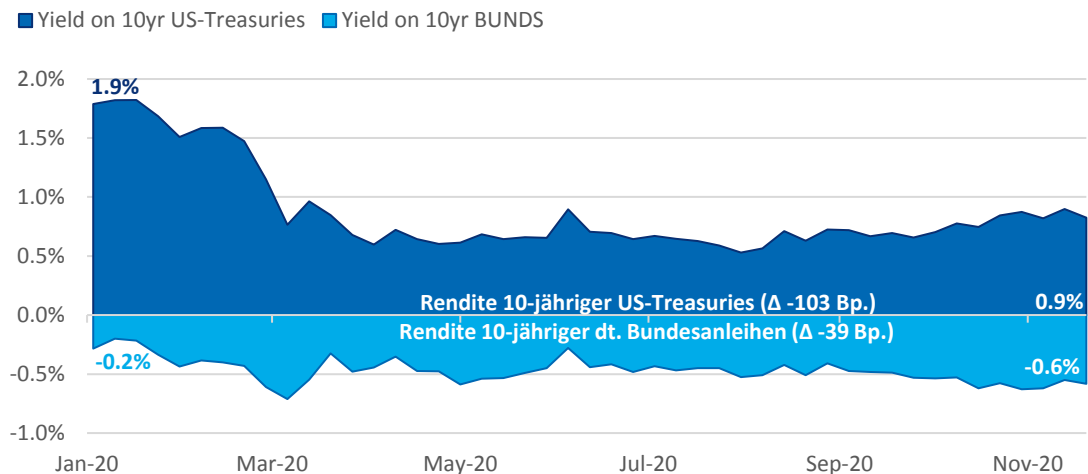
¹ In diesem Dokument definieren wir „Beta“ bei Unternehmensanleihen im Sinne von „Duration Times Spread“ (DTS). Die DTS-Methodik ist der Branchenstandard für die Messung der Credit Volatility einer Unternehmensanleihe geworden. Sie misst die Sensitivität des Kurses einer Anleihe gegenüber relativen Veränderungen des Credit Spreads. Es handelt sich um eine einzelne Zahl, die zum Vergleich der Credit Volatility einer Vielzahl unterschiedlicher Anleihen genutzt werden kann. In der Praxis wird sie im Portfoliomanagement dazu angewendet, den relativen Wert abzuschätzen, das Risiko-Exposure bei der Portfoliokonstruktion zu steuern und Performance-Beitragsanalysen durchzuführen.

² Der Excess Return (Überschussrendite) ist die Rendite eines Portfolios zur Rendite einer risikolosen Anlage. Bei Unternehmensanleihen bilden Staatsanleihen mit vergleichbarer Zinsduration die risikolose Anlage.

eine „Alles muss raus“-Haltung umschwenken, sodass sogar die als „sichere Häfen“ geltenden Vermögenswerte wie Staatsanleihen und Gold abgestossen wurden. Im März büsste das US-Investment-Grade- (IG-) Segment 7.5% und sein europäisches Pendant 6.8% ein (basierend auf ICE Data Indices in Lokalwährung). Die Korrektur, die für beide Märkte die heftigste und schnellste aller Zeiten war, brachte noch grössere Verluste als der September 2008 mit sich. Selbst innerhalb des Segments der IG-Unternehmensanleihen gab es unverhältnismässige Verwerfungen, denn die hochwertigsten Qualitäten (mit einem Rating von AA oder A) korrigierten beispielsweise mehr als Anleihen mit BBB-Rating. Am deutlichsten wurde die Liquiditätskrise aber am Geldmarkt und insbesondere bei Commercial Paper, wo die Credit Spreads für US-Papiere (Basis: drei Monate) von ein paar Basispunkten (Bp.) Ende Februar innerhalb von zwei Wochen auf über 200 Bp. stiegen. Folglich litten Anlagestrategien, die auf kurze Duration und hohe Kreditqualität setzten, zeitweise ebenso stark wie der allgemeine IG-Markt. Während die Märkte auf die ersten Zinssenkungen kaum reagierten, verbesserte sich die Lage erheblich, nachdem die Zentralbanken ihre Unterstützungsmassnahmen mit breit gefächerten Konjunkturpaketen koordinierten. Ab diesem Zeitpunkt setzte eine deutliche Markterholung ein.

Bei den Gesamterträgen beider Märkte seit Jahresbeginn zeigt sich ein beträchtlicher Unterschied zwischen den USA und Europa. Während IG-Unternehmensanleihen in USD knapp 9% (in Lokalwährung) rentierten, erwirtschafteten solche in EUR „nur“ 2.5%. Der Hauptgrund für diese Differenz liegt in der Entwicklung der zugrunde liegenden Zinssätze. Da die Renditen 10-jähriger deutscher Bundesanleihen Anfang 2020 bereits im negativen Bereich lagen, konnten sie den Covid-19-Schock weniger gut absorbieren als die höher rentierenden US-Treasuries.

Chart 1: Viel Unterstützung durch US-Zinsrally, nur marginaler Renditerückgang von Bundesanleihen



Quelle Bloomberg, 24. November 2020

Schliesst man den Effekt der zu Grunde liegenden Zinsen sowie der Währungsabsicherungskosten aus, ergibt sich die Überschussrendite, d.h. die reine Rendite des Kreditrisikos, die überwiegend aus dem Niveau und der Veränderung der Credit Spreads entsteht. Während die ab März 2020 anziehende Konjunktur zu einer breit angelegten Erholung der Spreads führte, haben US IG Credit Spreads ihre Ausweitung im ersten Quartal bisher nicht ganz wettgemacht; daher liegt deren Überschussrendite immer noch im negativen Bereich. Da auf EUR lautende IG-Unternehmensanleihen ihre Ausweitung im November 2020 gerade ausgleichen konnten, entspricht die resultierende Überschussrendite der Einkommenskomponente (Carry) der Credit Spreads.

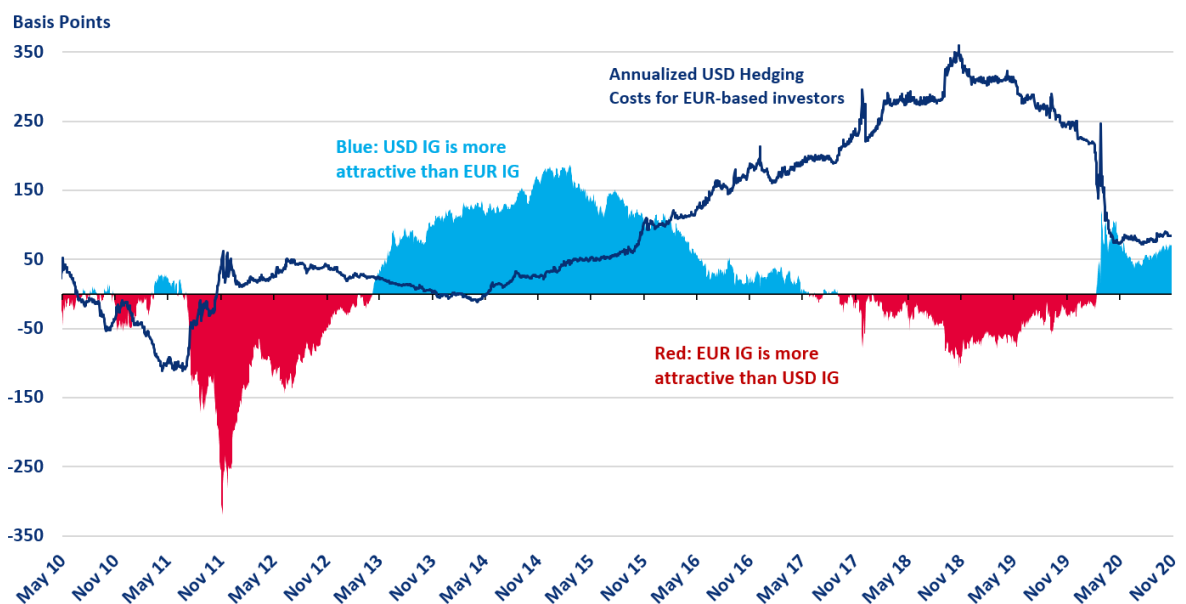
Tabelle 1: Aufspaltung der Ertragskomponenten offenbart unspektakuläre Überschussrenditen 2020

Ertrag seit Jahresbeginn (EUR hedged)	USD-IG-Unternehmensanleihen	EUR-IG-Unternehmensanleihen
Zinsertrag (in Lokalwährung)	9.4%	1.2%
Fremdwährungsertrag (hier Währungsabsicherungskosten)	-1.4%	0%
Überschussrendite (Kreditertrag, in Lokalwährung)	-0.7%	1.3%
Gesamtertrag	7.3%	2.5%

Quelle ICE Data Indices, Renditen per 24. November 2020

In unserem Ausblick für 2020 hatten wir auf die zunehmende relative Attraktivität von USD-IG-Unternehmensanleihen gegenüber ihren Pendanten in EUR hingewiesen. Natürlich haben wir die Pandemie nicht vorhergesehen, aber die Absicherungskosten gingen schon in der zweiten Jahreshälfte 2019 zurück, sodass die währungsgesicherten Renditen für internationale Anleger attraktiver wurden. Im März 2020 senkte die Fed ihre Leitzinsen um insgesamt 150 Bp., was zu einem deutlichen Rückgang der Absicherungskosten des USD-Währungsrisikos für ausländische Investoren führte. Dadurch wurden währungsgesicherte USD-Renditen weitaus attraktiver, und dies nicht nur für europäische Anleger, sondern auch für die grosse strategische USD-Investorengemeinschaft aus Asien (überwiegend Lebens- und Sachversicherungen). Zusammen mit der steileren US-Renditekurve in der zweiten Jahreshälfte verschaffte dies den USD-Unternehmensanleihen signifikante markttechnische Unterstützung im Vergleich zum EUR-IG-Segment.

Wie der folgende Chart zeigt, bieten USD-Unternehmensanleihen mit BBB-Rating und Laufzeiten von sieben bis zehn Jahren Ende November einen Renditevorteil von knapp 70 Bp. auf währungsgesicherter Basis gegenüber dem entsprechenden EUR-Marktsegment. Unseres Erachtens bietet diese Situation den europäischen Investoren eine hervorragende Gelegenheit, eine Zusatzrendite zu erwirtschaften, ohne das Risikoprofil ihrer Portfolios wesentlich zu verändern.

Chart 2: USD-IG-Unternehmensanleihen mit BBB-Rating bieten erstmals seit 2016 überlegene währungsgesicherte Renditen

Der farbige Bereich stellt den währungsgesicherten Renditeaufschlag von USD-Unternehmensanleihen (auf Grundlage dreimonatig rollierender Forwards) im Vergleich zu EUR-Unternehmensanleihen mit gleicher Laufzeit (7 bis 10 Jahre) und Kreditqualität (BBB) dar.

Quelle Fisch Asset Management, ICE Data Indices, Bloomberg, Fisch Asset Management, 24. November 2020

Letztmals gab es eine solch attraktive Gelegenheit bei USD-IG-Unternehmensanleihen zwischen 2013 und 2015. Auch wenn diese Zusatzrendite nicht ganz so hoch ist wie damals: Ihre Bedeutung ist wegen des sich weiter zuspitzenden globalen Anlagenotstands umso grösser. 2020 wurde der bisherige Rekordstand an Anleihen mit negativer Rendite mit einem Volumen von USD 17.5 Billionen gebrochen. Vor diesem Hintergrund haben wir allen Grund zu der Annahme, dass der USD-IG-Markt aus technischer Sicht auch 2021 gut unterstützt bleiben dürfte.

Chart 3: Globale negativ rentierende Anleihen auf neuem Rekordstand von USD 17.5 Billionen



Quelle: Bloomberg

Hoffnung und Wiederherstellung

Was die Auswirkungen der Pandemie anbelangt, haben die Finanzmärkte dank koordinierter fiskal- und geldpolitischer Unterstützungsmassnahmen, deren Umfang historisch beispiellos ist, nach unserer Einschätzung das Schlimmste überstanden. Bevor die Realwirtschaft wieder auf ihr Leistungsniveau von vor der Krise zurückkehren kann, steht ihr jedoch noch ein längerer Heilungsprozess bevor. Gleichzeitig hinterlässt die politische Reaktion erhebliche Spuren in Bezug auf Verschuldungsgrad und Produktivität, mit denen man sich längerfristig unausweichlich befassen muss.

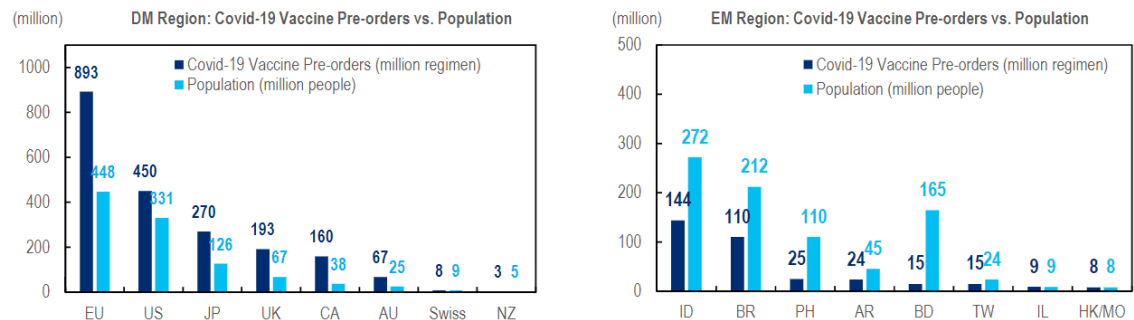
Aus unserer Sicht werden die folgenden Faktoren 2021 über die Entwicklung des Marktes für IG-Unternehmensanleihen entscheiden:

- **Die Bereitstellung und Akzeptanz eines Impfstoffs:** Die zuletzt veröffentlichten Wirksamkeitsdaten der ersten Impfstoffe nährten die Hoffnungen darauf, dass Ende 2020 mit gezielten Impfungen begonnen werden kann. Der Beginn von flächendeckenden Impfungen wird im Moment für Q2 2021 erwartet. Wir glauben, dass die Akzeptanz der Impfung durch die Bevölkerung eine ebenso grosse Rolle spielt wie die Verfügbarkeit und die Logistik. Laut Citi Research kann eine Herdenimmunität erreicht werden, wenn 70% der Bevölkerung geimpft ist. Die durchschnittliche globale Akzeptanzquote ist Schätzungen zufolge nur leicht höher – mit grossen Unterschieden zwischen den einzelnen Ländern.

Da die Impfstoff-Vorbestellungen in vielen bevölkerungsreichen Industrieländern die jeweilige Einwohnerzahl deutlich übersteigen, ist die Verfügbarkeit in diesen Ländern weniger ein Problem. Daher erwartet der Markt, dass die grossen Industrieländer in der zweiten Jahreshälfte 2021 Herdenimmunität erreichen. In den Schwellenländern könnte es bis dahin ungefähr ein Jahr länger

dauern, denn viele bevölkerungsreiche Länder konnten nicht genug Impfdosen vorbestellen, um die potenzielle Nachfrage zu decken.

Chart 4: Vergleich zwischen Impfstoff-Vorbestellungen und Bevölkerung in grossen Schwellen- und Industrieländern



Quelle Citi Research, verschiedene Medien, UN World Population Prospects, Eurostat. Die Anzahl Vorbestellungen wurde an das jeweilige Impfschema für eine Person angepasst; daher entspricht die Zahl nicht der Anzahl der vorbestellten Impfdosen.

Auf Grundlage dieses Zeitplans erwarten wir 2021 eine gewisse Rückkehr zur Normalität, aber der Grossteil der Konjunkturerholung dürfte erst im Jahr 2022 erfolgen. Angesichts dessen, dass der Arbeitsmarkt stark unter Druck geraten ist und Unternehmen immer noch an der Kostenschraube drehen, um zu überleben und ihre Schulden zurückzuzahlen, ist die Wiederherstellung des Konsumentenvertrauens absolut zentral. Auch die durch die Pandemie verursachten und zum Teil nachhaltigen Veränderungen im Bereich der Technologie und der Lieferketten müssen vom System erst noch verdaut werden. Ein Beispiel: Zurzeit finden gemäss FlightAware/Cirium 50% weniger Passagierflüge statt als normal, und die International Air Transport Association (IATA) erwartet frühestens 2024 eine Rückkehr auf das Niveau von vor Covid-19.

- **Stichwahlen um Senatssitze im Bundesstaat Georgia entscheiden über Richtung der Zinsentwicklung:** In Georgia kommt es am 5. Januar 2021 zur Stichwahl um zwei Senatssitze, die bisher in der Hand der Republikaner waren. Sollten die Demokraten diese beiden Sitze erobern, gäbe es genau 50 demokratische und 50 republikanische Senatoren. In diesem Fall käme es auf die Stimme der zukünftigen Vizepräsidentin Kamala Harris an, die den Ausschlag geben würde. Entsprechend gäbe es schliesslich doch noch eine „blaue Welle“, bei der die Demokraten die Präsidentschaft sowie beide Kammern des Kongresses gewonnen hätten. Aktuell erscheint ein republikanischer Sieg bei den Stichwahlen zwar wahrscheinlicher. Sollten beide Sitze jedoch an die Demokraten gehen, würde dies den Weg für ein deutlich umfangreicheres Konjunkturprogramm und höhere Investitionen in die Infrastruktur ebnen. Aufgrund des damit zusammenhängenden Finanzierungsbedarfs gehen wir von einem Anstieg der Treasury-Renditen und einer steileren Zinskurve aus.

Sollte mindestens einer der beiden Sitze in republikanischen Händen bleiben, erwarten wir aufgrund der positiven Marktstimmung und der geringeren Nachfrage nach sicheren Häfen ebenfalls einen gewissen Zinsanstieg. Der Anstieg dürfte jedoch moderater und langsamer verlaufen als im Fall eines demokratischen Stichwahlsiegs, da das Konjunkturprogramm bei einem gespaltenen Kongress kleiner ausfallen würde. Wenn die Zinsvolatilität niedrig bleibt, werden zudem die Treasury-Renditen aus Sicht ausländischer Anleger sehr attraktiv erscheinen, sodass eine beträchtliche technische Unterstützung entsteht.

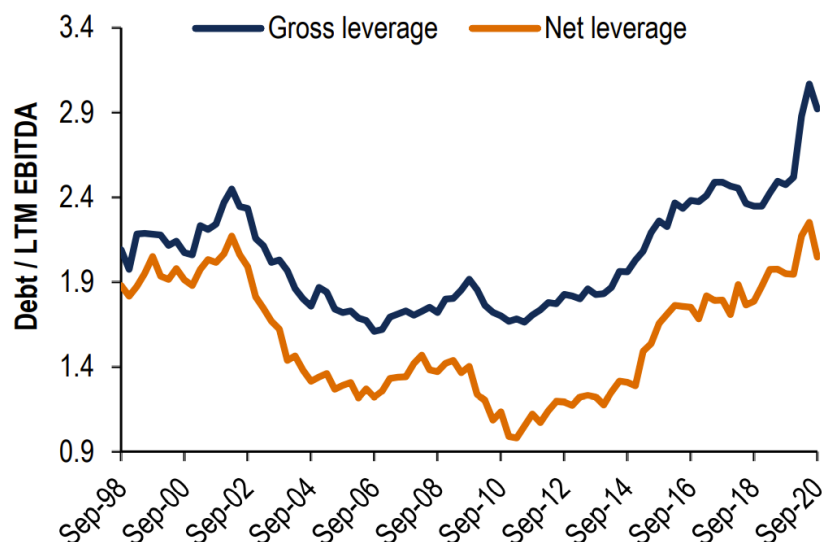
- **Ungeachtet des Ergebnisses der Stichwahlen in Georgia erwarten wir eine Abschwächung des USD.** Dafür gibt es drei Gründe:
 - Wir erwarten eine Fortsetzung der ultralockeren Geldpolitik in den USA
 - Wir halten den USD im Moment gegenüber seinen Fundamentaldaten für überbewertet

- Wenn die Konjunkturerholung Fahrt aufnimmt, wird die Nachfrage nach sicheren Währungen wie dem USD sinken.
- **Die Fundamentaldaten von Unternehmensanleihen sollten sich nach der Verschlechterung in diesem Jahr zukünftig wieder verbessern.** Chart 5 zeigt, dass die Verschuldung der Unternehmen neue Rekordstände erreicht hat. Der jüngste Anstieg ist darauf zurückzuführen, dass Unternehmen zur Beschaffung von „Krisen-Liquidität“ in 2020 im grossen Stil Anleihen begaben, während die Gewinne deutlich sanken. Letzteres berücksichtigt als jährliches EBITDA aber nur einen kurzen Zeitraum und verbessert sich relativ rasch wieder im Fall einer ausgeprägten Konjunkturerholung. Diese Verbesserung könnte mitunter dadurch befeuert werden, dass höhere Gewinne nicht allein aufgrund des erwarteten Umsatzwachstums zustande kommen, sondern dank des strengen Kostenbewusstseins der Unternehmen auch mittels höherer Gewinnmargen.

Wie wir bereits in unserem Ausblick für 2020 festgehalten haben, bestehen seit der US-Steuerreform für Unternehmen weniger Anreize, sich zu verschulden. Unter Aktionären setzt sich die Ansicht durch, dass der Schuldenabbau gegenüber Fusionen und Übernahmen oder Auszahlungen an Aktionäre vorzuziehen ist. In diesem Jahr gibt es für Aktionäre ein weiteres Argument für eine Reduzierung der Schulden: Ein IG-Rating zu Beginn einer Krise war 2020 viel wertvoller als früher, weil die Zentralbanken in ihren Marktprogrammen nur denjenigen Unternehmen Unterstützung gewährten, die am Anfang der Krise über IG-Ratings verfügten.

Aus den genannten Gründen glauben wir, dass 2021 das Jahr der Reparatur der Unternehmensbilanzen wird.

Chart 5: Verschuldung von US-Nichtfinanz-Unternehmen mit IG-Rating auf Rekordstand



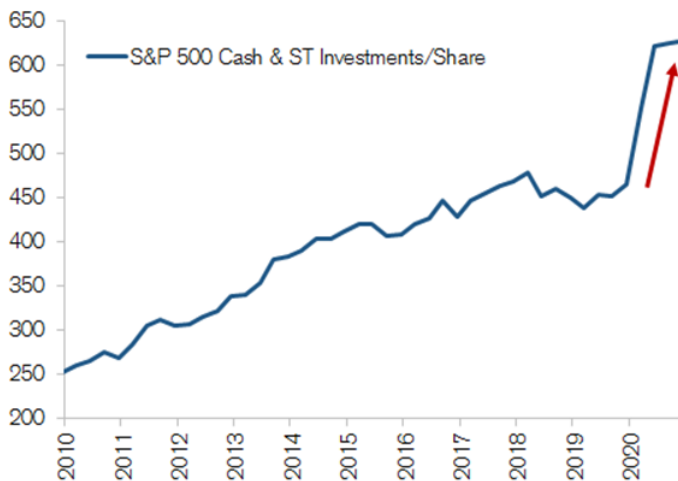
Hinweis: Quartalsweise Median-Verschuldungsquoten für Nichtfinanz- und Nichtversorger-Emittenten mit IG-Rating im ICE BofA US Corporate Index. Die Nettoverschuldung entspricht der Bruttoverschuldung abzüglich der flüssigen Mittel.

Quelle: BofA Global Research, 2020

- **Ein besserer Cashflow in Verbindung mit Schuldenabbau impliziert ein signifikant niedrigeres Angebot und eine potenziell noch höhere Nachfrage nach Unternehmensanleihen.** Wegen der extremen Ungewissheit im Q1 2020 haben Unternehmen einen beeindruckenden Notvorrat an Kassenbeständen angehäuft (Chart 6). Sobald das erwartete Umsatzwachstum der Erholung tatsächlich einsetzt, wird sich auch der Cashflow verbessern und den Finanzierungsbedarf der Unternehmen deutlich senken. Dadurch dürften die Neuemissionen von IG-Unternehmensanleihen

erheblich zurückgehen. Was die Bruttoemissionen von USD-IG-Unternehmensanleihen im Jahr 2021 anbelangt, liegt die Konsenserwartung des Marktes im Rahmen von USD 1.0-1.1 Billionen. Dies ist fast ein Drittel weniger als 2020 und entspricht einem Rückgang des Nettoangebots auf dem Markt um über 50%. In EUR wird der Angebotsrückgang unseren Erwartungen zufolge nicht so dramatisch ausfallen. Allerdings glauben wir auch, dass die EZB 2021 weiterhin zu den wichtigsten Anlegern auf dem Markt für EUR-Unternehmensanleihen gehören wird.

Chart 6: US-Unternehmen haben rekordhohe Kassenbestände aufgebaut

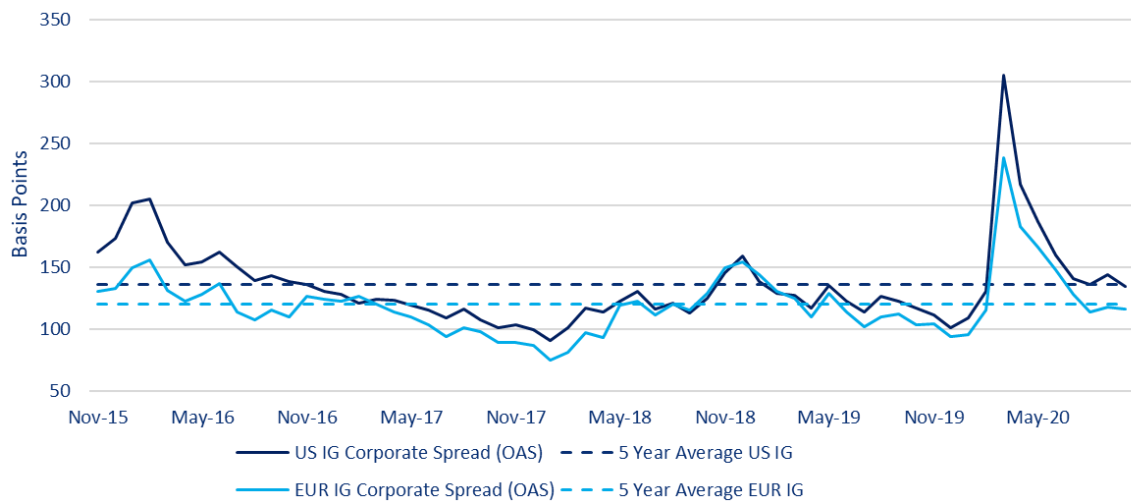


Quelle: Credit Suisse, Bloomberg, 2020

Nach unserem Dafürhalten könnte die Verlangsamung der Neuemissionstätigkeit sogar von einer verstärkten Rückkaufsaktivität durch Unternehmen begleitet sein. Aber selbst wenn Unternehmen entscheiden, überzählige bzw. ineffiziente Finanzierungsinstrumente ausstehend zu halten, dürften sie zumindest erwägen, ihre nicht genutzten Kassenbestände am Markt anzulegen. Die Finanzabteilungen der Unternehmen kaufen in der Regel Unternehmensanleihen mit IG-Rating und Laufzeiten von höchstens fünf Jahren. Daher würde ein Anstieg der Anlagetätigkeit zur Erhöhung der Nachfrage am kurzen Ende des Laufzeitenspektrums führen.

Wie sollte man sich für 2021 positionieren?

Bezüglich der Bewertungen bei Unternehmensanleihen sind wir der Meinung, dass die Zeiten aussergewöhnlich günstiger Einstiegsniveaus wohl vorbei sind. Angesichts des starken Zinsrückgangs seit Jahresbeginn ist ausserdem festzustellen, dass wir uns bei den Renditen den Rekordtiefständen nähern. Allerdings liegen die Spreads der USD- und EUR-IG-Märkte immer noch auf Niveaus, die ihrem jeweiligen Fünf-Jahres-Durchschnitt entsprechen (Chart 7). Aufgrund unserer optimistischen Einschätzung der Entwicklung der Fundamentaldaten, die wir im vorhergehenden Kapitel erläuterten, gehen wir allerdings davon aus, dass 2021 ein beträchtliches Potenzial für eine Spreadeinengung und somit für gute Überschussrenditen aufweist. Allerdings behalten wir auch die Zinsentwicklung im Auge, denn ein potenzieller Anstieg würde die Gesamrenditen gefährden.

Chart 7: US-IG- und EUR-IG-Spreads im Bereich ihres historischen Durchschnitts

Quelle: Fisch Asset Management, ICE Data Indices, 2020

Wir glauben, dass 2021 in einem erfolgreichen Portfolio aus IG-Unternehmensanleihen zwei Bestandteile nicht fehlen dürfen: Ein aufmerksames Durationsmanagement und eine aktive taktische Nutzung von Relative-Value-Chancen über Regionen, Währungen und Bonitätskategorien hinweg.

In unseren Unternehmensanleihenstrategien können wir die Duration unabhängig von der Kreditrisikoposition steuern. Auf diese Weise können wir eine Spreadeinengung von Anleihen mit längeren Laufzeiten ausnutzen, ohne gleichzeitig das zugrunde liegende Exposure in der Duration einzugehen. Aufgrund unserer optimistischen Einschätzung der Märkte für Risikoanlagen im Jahr 2021 halten wir im Vergleich zur Benchmark (ICE BofAML Global Corporate & High Yield 20% Country Constrained Index) zurzeit eine moderate Übergewichtung im Kreditrisiko (Spread-Duration), aber eine relativ neutrale bis leicht niedrigere Zinsduration. Falls wir Grund zur Annahme haben, dass die Zinsen schneller steigen werden, halten wir uns bereit, um die Duration weiter zu senken.

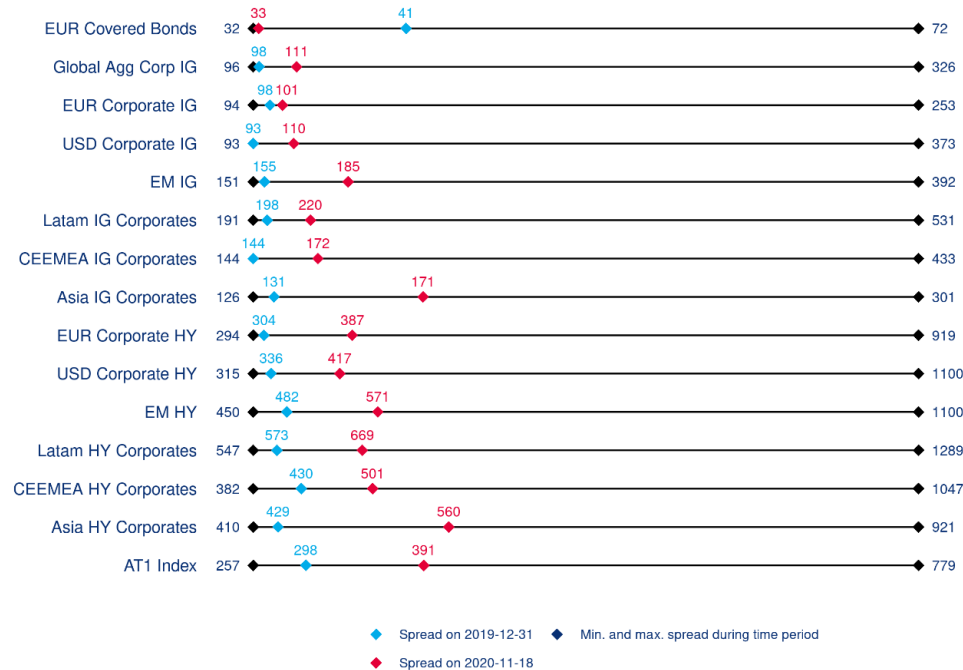
Für die Ermittlung der relativen Attraktivität der Marktsegmente vergleichen wir die Spanne der Spreads seit Jahresanfang mit ihrem Stand Mitte November (Chart 8). Die meisten Kreditmärkte konnten die Ausweitung zum Grossteil wettmachen. Auf EUR lautende gedeckte Schuldverschreibungen (Covered Bonds) liegen gar am unteren Ende der diesjährigen Spanne und in Reichweite des Tiefststands von 28 Bp., der nach der Krise in der Eurozone erreicht wurde. Während der Erholung 2020 gab es eine deutliche Beta-Underperformance, die sich aber aus unserer Sicht 2021 korrigieren sollte. Generell erwarten wir daher auf breiter Front positive Überschussrenditen, deren Höhe aber gewissermassen im Verhältnis zum Beta der Anlageklasse steht. Anleger in IG-Anleihen können unseres Erachtens profitieren, indem sie ausgewählte Positionen in Marktsegmenten mit höherem Beta eingehen, um die Einengung auszunutzen, die typischerweise mit einem Konjunkturaufschwung einhergeht.

Ein gewisses Engagement in Schwellenländern kann aus unserer Sicht eine Strategie in IG-Unternehmensanleihen 2021 aufwerten. Interessante Gelegenheiten bestehen unseres Erachtens auch im Bereich des Nachrangkapitals von Banken, denn der Sektor wird von uns positiv beurteilt und weist einen Relative Value auf, der selten so attraktiv im Vergleich zur eigenen Historie und zum High-Yield-Markt war.

Was die Währungen anbelangt, bevorzugen wir USD-IG- gegenüber EUR-IG-Anleihen am langen Ende der Kurve, weil die USD-Renditekurve relativ steil ist. Aus dem gleichen Grund ziehen wir am kurzen Ende EUR-IG-Anleihen vor. Vorsichtig sind wir bei den unteren Ratingkategorien, vor allem in Schwellenländern, weil bereits jetzt deutlich wird, dass die Erholung für manche dieser Emittenten zu

spät kommt, und wir nicht sicher sind, ob die aktuellen Spreads diese Risiken angemessen berücksichtigen.

Chart 8: Spreadniveau des Marktes für Unternehmensanleihen seit Jahresbeginn (Basispunkte)



Quelle: Fisch Asset Management, Bloomberg, ICE Data Indices, LLC, J.P. Morgan, 2020

In Bezug auf die Sektorpositionierung schichten wir von defensiveren (TMT, Gesundheit) in zyklischere Sektoren (Investitionsgüter, Automobile) um, um vom erwarteten Anstieg der Investitionen und dem freundlicheren globalen Handelsumfeld zu profitieren. Bei den Finanzwerten verfolgen wir aus taktischen Gründen eine Übergewichtung, denn der Sektor profitiert stark von der Konjunkturerholung und dem von uns erwarteten Zinsanstieg. Was Kreditverluste anbelangt, ist der Sektor aus unserer Sicht noch nicht ganz aus dem Schneider. Allerdings wurde durch das umfassende Verbot von Dividendenzahlungen erhebliches Kapital angehäuft, das für die meisten – wenn nicht sogar alle – Wertberichtigungen des Jahres 2021 ausreichen dürfte. Wir halten an unserer insgesamt neutralen Positionierung im Energiesektor fest. Eine zunehmende Fokussierung auf ESG-Themen, insbesondere den Klimawandel, dürfte die Spreadentwicklung des Sektors ebenfalls stärker als bisher beeinflussen. Die Fundamentalanalyse der Emittenten, inklusive ESG-Risiken, bleibt daher für uns zentral. Im Immobilien- und Versorgersektor sind wir untergewichtet, da diese Sektoren aus unserer Sicht bei steigender Zinsen mit Gegenwind rechnen müssen.

Fazit

Da wir eine ausgeprägte Konjunkturerholung erwarten, solange die fiskal- und geldpolitischen Anreize Bestand haben, gehen wir 2021 von einer grundlegenden Verbesserung des Marktes für Unternehmensanleihen und einer breit gefächerten Spreadeinengung aus. Damit dürften IG-Unternehmensanleihen am Ende Überschussrenditen im unteren bis mittleren einstelligen Bereich aufweisen. Die positive Marktstimmung wird aus unserer Sicht eine Rotation hin zu Anlagen mit höherem Beta auslösen, die sich 2020 unterdurchschnittlich entwickelten. Wegen der geringeren Nachfrage nach sicheren Häfen erwarten wir einen moderaten Anstieg der Treasury-Renditen, wodurch die Gesamtrenditen unter Druck kommen. Ein schwächerer USD könnte die Rohstoffmärkte und die Schwellenländer stützen, was Anlegern zugutekommt, die sich aktiv und weltweit für Relative-Value-Gelegenheiten positionieren.

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.

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.