

Wandelanleihen: Ausblick für 2022

Convertible Bond Portfolio Management Team
10. Dezember 2021

Ausblick auf 2022 für Wandelanleihen: Wolken ziehen auf, doch es gibt auch Lichtblicke

Zusammenfassung

- **Weltwirtschaft:** Die Erholung der Weltwirtschaft dauert an, doch die Aussichten sind etwas trüber geworden. Grund dafür sind eine Reihe von Problemen, die aus unserer Sicht temporären Charakter haben: Störungen von Lieferketten, eine noch immer nicht überwundene Coronakrise, der Mangel an Arbeitskräften in einigen Bereichen und ein deutlicher allgemeiner Kostenanstieg für die Unternehmen. Wir erwarten jedoch, dass die Auswirkungen dieser Probleme im Laufe des Jahres 2022 an Bedeutung verlieren werden.
- **Risiken der Normalisierung:** Während die wirtschaftliche Erholung Fahrt aufnimmt, wird die Geld- ebenso wie die Finanzpolitik von einem zurzeit noch äusserst expansiven auf einen „normaleren“ Kurs umschwenken müssen. Geschähe dies zu früh und zu drastisch, wären ernsthafte negative Folgen möglich – etwa, dass der Aufschwung abgewürgt wird.
- **Politische Risiken:** Der Konflikt zwischen den USA und China schwelt weiter und es ist schwer vorhersehbar, ob er im nächsten Jahr eskalieren wird. Unseres Erachtens könnten innenpolitische Faktoren zu einer deutlichen Verschlechterung der Beziehungen zwischen den beiden Staaten führen.
- **Wandelanleihespezifische Aspekte:** Nachdem das Neuemissionsvolumen 2021 erneut ausserordentlich hoch war, gehen wir von einer weiterhin lebhaften Emissionstätigkeit aus. Dadurch sollten sich Möglichkeiten bieten, die Portfolios weiter zu diversifizieren und in Branchen zu investieren, die im nächsten Jahr stärker gefragt sein dürften.

Rückblick: Wir hatten für Wandelanleihen ein gemischtes Jahr 2021 erwartet, mit deutlichen Wachstumsimpulsen in der zweiten Jahreshälfte:

1. Weltwirtschaft:

Unsere Aussage von Ende 2020:

Der erfolgreiche Verlauf der Impfkampagnen wird erhebliche Auswirkungen auf die Weltwirtschaft haben. Wir gehen von einem Erfolg aus, der sich in den Zahlen für das Wirtschaftswachstum spätestens im dritten Quartal eindeutig widerspiegeln sollte. Zentralbanken und Regierungen werden ihre Stützungsmaßnahmen fortsetzen.

Ergebnis:

Die Impfkampagnen beschleunigten auf jeden Fall die Lockerungen der Pandemiemaßnahmen, wovon die Weltwirtschaft profitierte und entsprechend Fahrt aufnahm. Ab Juli sorgte die Ausbreitung der Delta-Variante dafür, dass es um das Thema wirtschaftliche Wiedereröffnung zwischenzeitlich etwas stiller wurde. Die USA verzeichneten im ersten und zweiten Quartal das höchste BIP-Wachstum. Ein positives, wenngleich verhalteneres Wachstum gab es auch in der Eurozone und in China zu vermelden. Das Jahr 2021 steht zudem für gravierende Lieferkettenprobleme, logistische Engpässe sowie deutlich steigende Energiepreise und Arbeitskosten. Diese doch sehr ausgeprägten Entwicklungen verhinderten, dass die Konjunkturerholung noch kräftiger ausfiel.

Notenbanken und Regierungen hielten vor diesem Hintergrund an ihren Stützungsmaßnahmen fest. Die Fed kündigte indessen am 3. November ihren ersten Schritt in Richtung eines Ausstiegs aus der

ultralockeren Geldpolitik an, indem sie ihre Käufe von Staatsanleihen um 10 Mrd. USD und von hypotheckenbesicherten Wertpapieren um 5 Mrd. USD verringerte. Die Europäische Zentralbank und die Bank of England haben noch keinen entsprechenden Zeitplan vorgestellt. Angesichts steigender Inflationszahlen in den wichtigsten Ländern stehen die Notenbanken weiter unter erheblichem Druck.

Im Zuge der schrittweisen Aufhebung der Lockdowns konnten wir das Risiko in unseren Portfolios leicht erhöhen. Wir setzten dazu auch verstärkt auf Unternehmen, die von der wirtschaftlichen Wiedereröffnung profitieren würden. Das Aufkommen der Delta-Variante liess uns jedoch erneut eine vorsichtigeren Haltung einnehmen. Die anhaltend expansive Geld- und Finanzpolitik gab uns jedoch keinen Grund zu einer weiteren Verringerung des Risikos in unseren Portfolios.

2. Politische Risiken:

Unsere Aussage von Ende 2020:

Besonders in der ersten Jahreshälfte dürften die Wahlen zum US-Senat und der Amtsantritt der Biden-Regierung sowie der Brexit zu Unsicherheit und Volatilität führen.

Ergebnis:

Entgegen unseren Erwartungen und anders als 2020 hatte die US-Politik in diesem Jahr keinen bedeutenden Einfluss auf die Märkte. Das Gleiche gilt für den Brexit, zumindest wenn man die Märkte insgesamt nimmt. Allerdings hatte das Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der EU sehr negative Auswirkungen auf die Versorgung der Briten mit bestimmten Gütern wie Rohöl und Benzin, weil es an Lkw-Fahrern mangelte und dadurch logistische Engpässe entstanden. Diese Effekte blieben auf die britische Wirtschaft beschränkt und sorgten nicht für zusätzliche Volatilität an den internationalen Märkten. Eine Anpassung der Portfolios war deshalb nicht erforderlich.

3. Favoritenwechsel/Branchenrotation:

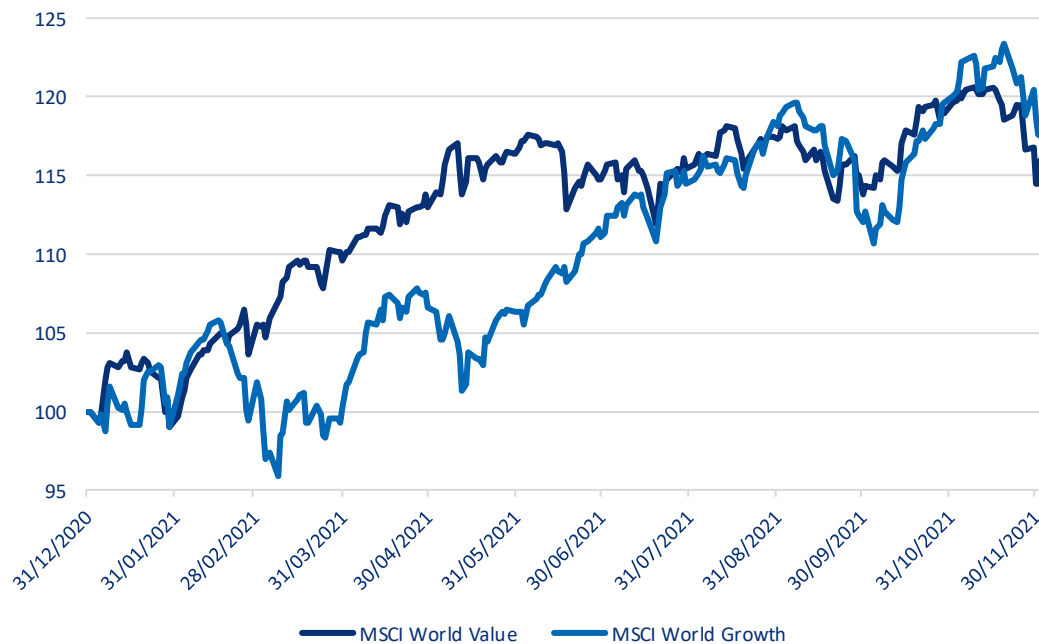
Unsere Aussage von Ende 2020:

Die bereits zu beobachtende Umschichtung in Bereiche, die bisher die Verlierer der Krise gewesen sind, insbesondere zyklische Branchen, wird voraussichtlich anhalten. Ein wichtiger Faktor, der in diesem Umfeld über den Erfolg entscheidet, dürfte die Titelselektion sein (besonders im Fokus: der Bond-Floor).

Ergebnis:

Eines der wichtigsten und grössten Themen war in diesem Jahr der Favoritenwechsel am Markt. Vor dem Hintergrund des rapiden Zinsanstiegs im Februar und März kam es zu massiven Umschichtungen zwischen den Sektoren und einer deutlichen Umorientierung von „Wachstum“ zu „Value“ (siehe Abbildung 1). Dieser Effekt trat in den Folgemonaten zum Teil in den Hintergrund, bevor er im September wieder in den Fokus rückte. Neben dem durch Zinsänderungen ausgelösten Favoritenwechsel war die Ausbreitung der Delta-Variante ein weiterer Faktor, der Einfluss auf Themen im Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Wiedereröffnung hatte (z. B. Reise und Freizeit). In diesem Umfeld spielte die Titelselektion eine entscheidende Rolle.

Wir reagierten mit einer frühzeitigen Anpassung der Portfolios, doch der äusserst unberechenbare Charakter der Umschichtungsbewegung erwies sich als grosse Herausforderung. Im Laufe des Jahres gewann die Titelselektion immer mehr an Bedeutung.

Abbildung 1: Vergleich der Wertentwicklung von Wachstums- und Value-Titeln im Jahr 2021

Quelle: Bloomberg, MSCI, November 2021

4. Grüne/nachhaltige Wandelanleihen (sog. Green Bonds bzw. Sustainable-linked CBs): Unsere Aussage von Ende 2020:

Erste Emissionen in diesem Bereich haben wir bereits 2020 gesehen, darunter die von Umicore, Neoen und Schneider Electric. Wir rechnen damit, dass sich dieser Trend im Jahr 2021 verstärkt, da auch Wandelanleiheinvestoren ihr Augenmerk vermehrt auf ESG-Aspekte legen. Somit gehen wir von einem wachsenden Anteil des Universums von Wandelanleihen mit grünen/nachhaltigen Charakteristika aus, das zukünftig auch bessere Diversifikationsmöglichkeiten zulassen sollte.

Ergebnis:

Insgesamt trugen mehr als zehn Neuemissionen von Wandelanleihen die Kennzeichnung grün oder nachhaltig. Dazu zählten beispielsweise Enphase Energy, Edenred, Fisker und Posco. Auch wenn sich die Dynamik von Neuemissionen in dem Bereich nicht so beschleunigt hat wie von uns erwartet, sind wir weiter davon überzeugt, dass der Anteil der Emittenten, die ihre Wandelanleihen als grün oder nachhaltig kennzeichnen, in naher Zukunft steigen wird.

5. Weiterhin hohe idiosynkratische Risiken: Unsere Aussage von Ende 2020:

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.

Ergebnis:

Wir können diese Vorhersage rückblickend voll bestätigen. Abgesehen von Favoritenwechseln und Entwicklungen im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie beeinflussten zahllose idiosynkratische Ereignisse unser Universum. Zu erwähnen sind etwa Gewinnmeldungen, die zu deutlichen Kursausschlägen führten. Auch M&A-Aktivitäten trugen dazu bei. Daneben sorgten politische Beschlüsse und unerwartete Entscheidungen der US-Gesundheitsbehörde (FDA) für kräftig steigende oder fallende Kurse der betroffenen Aktien.

Um diese idiosynkratischen Risiken zu managen, reduzierten wir unser Engagement in Unternehmen mit geringem Marktvolumen und ungenügender Liquidität.

6. Das Konsolidierungspotenzial ist weiterhin gross:

Unsere Aussage von Ende 2020:

Wir rechnen insbesondere im IT- und Pharmabereich, aber auch im Schiefergassektor und bei klassischen Industrieunternehmen (z.B. Flugzeugbau) mit weiteren Übernahmen und/oder Fusionen. Die weiterhin niedrigen Zinsen, der Wunsch nach einem Ausbau der Produktpalette sowie niedrige Gewinne könnten hier wichtige Motivatoren sein.

Ergebnis:

Wie von uns angenommen, kam es im US-Schiefergassektor zu M&A-Aktivitäten. Pioneer Natural Resources Co vollendete im Laufe des Jahres sogar zwei Firmenkäufe. Eine weitere Transaktion war die Übernahme von Deutsche Wohnen durch Vonovia, der erhebliche Volatilität vorausging. Erwähnenswert ist auch die Akquisition von Afterpay durch Square. Daneben fanden 2021 zahlreiche weitere Transaktionen statt.

7. Anhaltend lebhaftes Geschehen am Primärmarkt:

Unsere Aussage von Ende 2020:

Wir rechnen auch 2021 mit einem weiterhin aktiven Primärmarkt. Zum einen gehen wir davon aus, dass Firmen, die stark unter der Corona-Krise gelitten haben, weiteren Finanzierungsbedarf zeigen und diesen via Wandelanleihen decken könnten. Zum anderen dürfte es einige Unternehmen geben, die sich erstmalig über den Wandelanleihemarkt finanzieren. Hier sehen wir das Rekordjahr 2020 gekoppelt mit starkem Interesse der Nachfrageseite als Motivation, auch für bisher im Wandelanleihebereich unbekannte Firmen, den Markt erstmalig zur Refinanzierung zu nutzen. Dies würde zu einer deutlichen Verbreiterung des bisherigen Universums und damit zu besseren Diversifikationsmöglichkeiten führen.

Ergebnis:

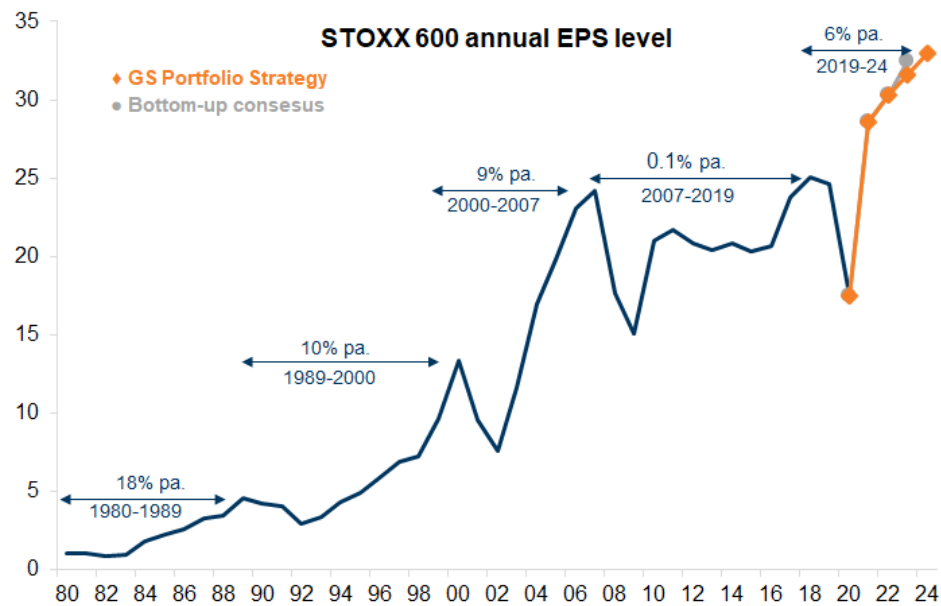
Am Primärmarkt ging es weiterhin lebhaft zu. Viele neue Emittenten sind hinzugekommen und haben unser Anlageuniversum grösser werden lassen. Dadurch hat sich die Diversifizierung noch einmal verbessert, sodass wir neue Chancen nutzen konnten. Auf annualisierter Basis hat 2021 das Rekordjahr 2020 bei den Neuemissionen überholt. Aufgrund des lebhaften Geschehens am Primärmarkt gerieten allerdings die Bewertungen am Sekundärmarkt unter Druck. Wir nutzten die Neuemissionen als Gelegenheit, um die Diversifizierung der Portfolios weiter zu verstärken und die Konvexität zu erhöhen.

Ausblick auf 2022:

- In unserem Ausblick auf 2021 war es vornehmlich um die wirtschaftliche Wiedereröffnung nach den zum Teil einschneidenden Corona-Beschränkungen gegangen. Unser Ausblick auf 2022 konzentriert sich demgegenüber auf diverse Risikofaktoren. Dazu gehören aktuell die Delta- und die Omikron-Varianten des Coronavirus, das Auftreten möglicher weiterer neuer Varianten, die Störung von Lieferketten, Pekings restriktivere Politik gegenüber heimischen Unternehmen, die Inflation sowie geld- und finanzpolitische Reaktionen. Die meisten dieser Risikofaktoren haben bereits an Bedeutung verloren und dürften 2022 weiter in den Hintergrund treten.
- **Covid-19:** Die Pandemie könnte wegen des Risikos neuer Varianten länger andauern. Unseres Erachtens ist die Welt inzwischen jedoch besser für den Kampf gegen das Virus gewappnet. Andere Massnahmen stehen zur Verfügung, die ein weitgehendes Herunterfahren ganzer Volkswirtschaften unnötig machen. Dazu zählen insbesondere neue Medikamente, Auffrischungsimpfungen und Corona-Impfzertifikate. Wir rechnen insofern mit einer fortschreitenden Öffnung und dem Hochfahren der wirtschaftlichen Aktivitäten weltweit, wenn auch in langsamerem Tempo.

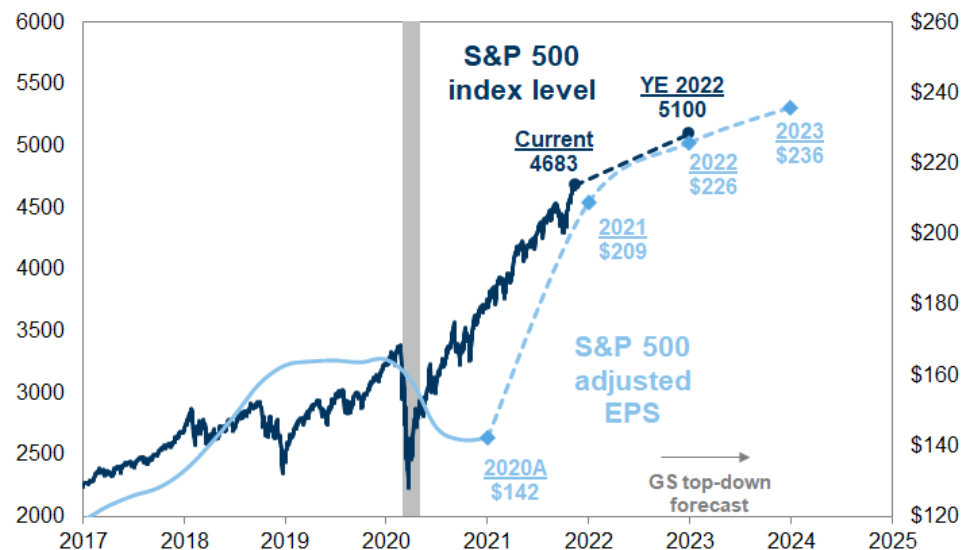
- Zu erwarten sind für 2022 aus unserer Sicht ein solides globales Wachstum, eine Fortdauer der lockeren Geldpolitik und eine kontrollierte Inflationsentwicklung (quasi ein „Goldilocks light“-Szenario). Bei der Inflation ist längerfristig mit einem strukturellen Aufwärtstrend zu rechnen. Die Zentralbanken haben die Lage zwar gut unter Kontrolle, wir rechnen aber dennoch mit einer gewissen Straffung der zurzeit noch sehr lockeren geldpolitischen Zügel in naher Zukunft.
- Ausgehend von unserem positiven Basisszenario erwarten wir eine weitere wirtschaftliche **Normalisierung**. Diese dürfte mit ersten Zinserhöhungen im Rahmen einer Normalisierung der Geldpolitik (längerfristiger Aufwärtstrend der Zinsen) einhergehen.
- In den USA hat die Fed mit einer schrittweisen Beendigung ihrer Politik der quantitativen Lockerung begonnen. Bisher waren nur geringe bis gar keine negativen Auswirkungen zu spüren. Offenbar war der Markt auf diese Entwicklung gut vorbereitet. Die meisten Zentralbanken haben die Marktteilnehmer vorab angemessen über zu erwartende Kursänderungen in der Geldpolitik informiert. Wir rechnen in diesem Zusammenhang nicht mit grösseren Turbulenzen an den Börsen. Genau im Blick behalten sollte man die Politik der EZB. Diese läuft nämlich Gefahr, trotz steigender Inflationszahlen zu lange an ihrer expansiven Politik festzuhalten und damit der Realität hinterherzulaufen.
- Das Zurückfahren **staatlicher Ausgabenprogramme** könnte sich negativ auf die Weltwirtschaft auswirken. Als eine der wichtigsten Säulen im Kampf gegen die wirtschaftlichen Folgen der Coronakrise haben die Hilfsprogramme nicht nur dazu beigetragen, die Ausfallquoten niedrig zu halten, sondern sie haben überdies den privaten Konsum gestärkt.
- Wir gehen davon aus, dass die USA wegen ihrer starken Abhängigkeit von Zulieferern überall auf der Welt von den anhaltenden Lieferengpässen stärker betroffen sein werden als Europa. Eine Verbesserung der Lage ist aus unserer Sicht zu erwarten, allerdings erst in der zweiten Jahreshälfte 2022.
- Ein weiteres wichtiges Thema ist die Entwicklung an den Arbeitsmärkten, genauer gesagt, inwieweit ein **Mangel an Arbeitskräften** Druck auf die Löhne und Gehälter ausüben und die **Lohninflation** anheizen wird. In den USA macht sich der Arbeitskräftemangel stärker bemerkbar, da die Unternehmen während der Pandemie viele Mitarbeiter entlassen haben. In Europa wurde dagegen ein grösserer Teil der Belegschaften in Beschäftigung gehalten. Besonders eklatant ist der Arbeitskräftemangel bei gering qualifizierten Tätigkeiten. Wir denken, dass die Mangelsituation 2022 anhalten wird. Fortbestehen dürften auch die Unterschiede zwischen den USA und Europa sowie zwischen hoch- und geringqualifizierten Arbeitskräften. Betroffene Unternehmen (beispielsweise in Dienstleistungsbranchen und im Einzelhandel) dürften dadurch erhebliche Ertragseinbussen erleiden. Zusätzliche Lohnforderungen als Reaktion auf steigende Unternehmensgewinne erscheinen ebenfalls möglich.
- Um den **Handelskonflikt zwischen den USA und China** ist es in letzter Zeit ruhiger geworden. Wir gehen aber davon aus, dass Politiker in den USA (auch der Präsident) das Thema vor den Zwischenwahlen im November 2022 stärker aufgreifen werden. Zu erwarten sind schärfere Töne in Bezug auf Pekings Vorgehen gegenüber Taiwan, chinesische ADRs mit Börsennotierung in den USA und die chinesische Emissionspolitik. Europa könnte eine wichtige Rolle spielen, sollte Biden eine engere Zusammenarbeit bei Themen wie Klimaschutz als geboten erachten.
- Wir gehen davon aus, dass die Aktienmärkte für die Renditen von Wandelanleihen der wichtigste Treiber bleiben werden. Die positive Entwicklung der Aktienmärkte im Jahr 2021 wurde durch solide und steigende Unternehmensgewinne untermauert, und wir erwarten für 2022 eine Fortsetzung dieses Trends.

Abbildung 2: Gewinnerwartungen für europäische Unternehmen, gemessen anhand des GpA (EPS) im STOXX 600



Quelle: I/B/E/S, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

Abbildung 3: Gewinnerwartungen für US-Unternehmen, gemessen anhand des GpA (EPS) im S&P 500



Quelle: I/B/E/S, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

Implikationen für Wandelanleihen:

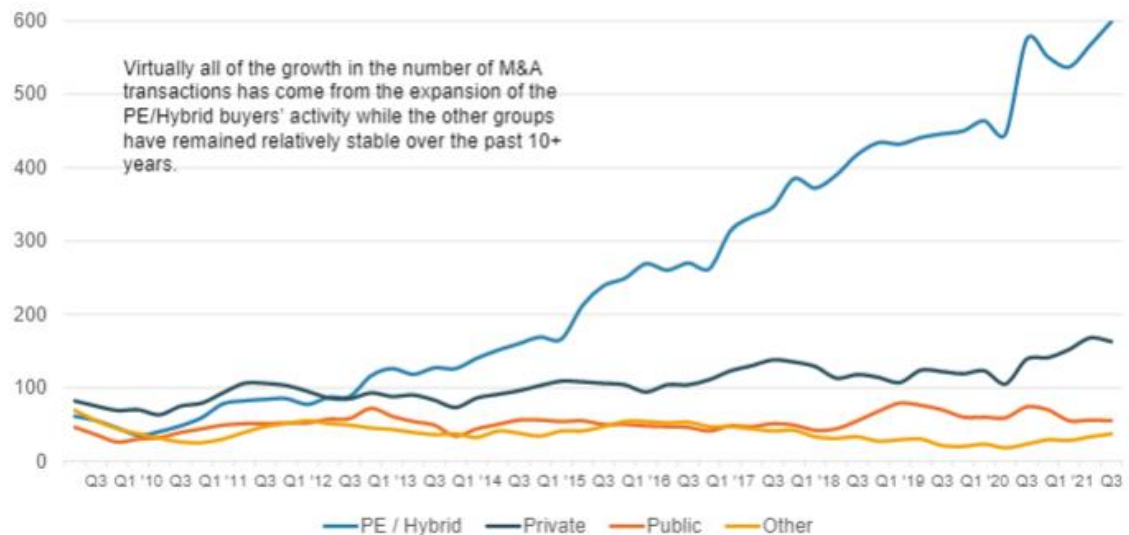
- Da wir mittel- bis langfristig eine Tendenz zu steigenden Zinsen erwarten, sind wir gegenüber dem Segment der wachstumsstarken Firmen, gerade auch wegen dessen grosser Dominanz am Wandelanleihenmarkt, eher zurückhaltend. Höhere Zinsen bedeuten ein potenzielles Risiko für Assets mit langer Duration – ein übliches Merkmal von Wertpapieren, die von Wachstumsunternehmen emittiert werden. Steigende Zinsen lassen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse potenziell schrumpfen. Bei einer Abzinsung zu einem höheren Satz könnte es am ehesten bei hoch bewerteten Unternehmen zu einer kritischen Neubewertung ihrer Wachstumsperspektiven kommen. Wir sind deshalb bei teuren

Wachstumsstorys zurückhaltend und konzentrieren uns auf Titel mit soliden Fundamentaldaten, für die wir auch bei höheren Zinsen noch Potenzial sehen.

- Anders als 2021 erwarten wir keinen ausgeprägten Favoritenwechsel am Markt. Da unser Basisszenario von günstigen Bedingungen („Goldilocks light“) ausgeht, sollte die Erholung auf breiter Front erfolgen. Vorsichtig bleiben wir indessen mit Blick auf besonders zinssensitive Bereiche wie Telekommunikation und REITs.
- Angesichts der möglichen Eskalation der Spannungen zwischen den USA und China, der politischen Unberechenbarkeit Xi Jingpings (der vermutlich bereit wäre, um langfristiger Vorteile willen kurzfristige Probleme in Kauf zu nehmen), Chinas konsequenterer Eindämmung von Corona-Ausbrüchen trotz negativer wirtschaftlicher Folgen, und des möglichen Übergreifens der Schuldenprobleme im chinesischen Immobiliensektor auf andere Bereiche (wie den Rohstoffsektor) halten wir an einer Untergewichtung der Region fest.
- Die gestiegene Inflation bedeutet überdies für viele Unternehmen höhere Kosten. Firmen, die selbst die Preise setzen und sie sich nicht von anderen diktieren lassen müssen, bevorzugen wir gegenüber Unternehmen, die gestiegene Kosten nicht an ihre Endkunden weitergeben können. Eine entsprechende Selektion erfordert eine Analyse des Wettbewerbsumfelds des jeweiligen Unternehmens und der Verfügbarkeit möglicher Ersatzprodukte.
- Kreditrisiken sind angesichts der beispiellosen Liquiditätsspritzen, die die Notenbanken den Märkten verabreicht haben, in den Hintergrund getreten. Auf Basis unseres Normalisierungsszenarios für 2022 erwarten wir eine leichte Erweiterung der Spreads von Unternehmensanleihen. Die gut gefüllten Kassen der Firmen stimmen uns jedoch zuversichtlich, dass es im nächsten Jahr keine grösseren Stressreaktionen an den Märkten für Unternehmensanleihen geben wird. Wir halten dennoch an unserer konservativen Positionierung in Kreditrisiken fest und bleiben den bonitätsschwächeren Bereichen unseres Anlageuniversums fern.

Weitere Themen:

- ESG wird 2022 als Thema weiter an Bedeutung gewinnen. Viele neue Regelungen sind in Vorbereitung, bei denen es um Berichts- und Offenlegungspflichten in Bezug auf ESG-relevante Tätigkeiten gehen wird und die Anlegern ein noch besseres Verständnis von Unternehmen ermöglichen sollen, in die sie investiert haben bzw. investieren wollen. Zugleich können Investoren einen Eindruck von den Richtlinien und Abläufen gewinnen, die bei Vermögensverwaltern mit Blick auf ESG-Praktiken gelten. Wir erwarten deshalb weitere Emissionen von Wandelanleihen mit „grünen“ und/oder nachhaltigen Merkmalen.
- Für 2022 rechnen wir mit einer anhaltenden Konsolidierung. Nachdem es 2020/2021 ruhiger zugegangen war (allerdings nicht im Private-Equity-Bereich, siehe Abbildung 4), pandemiebedingt und weil die Unternehmen vornehmlich mit der Aufrechterhaltung des laufenden Betriebs und nicht mit Expansionsvorhaben beschäftigt waren, könnte sich dies 2022 ändern. Angesichts der Rekordsummen in den Kassen der Unternehmen erwarten wir, dass Möglichkeiten für künftiges Wachstum wieder stärker in den Fokus rücken werden.

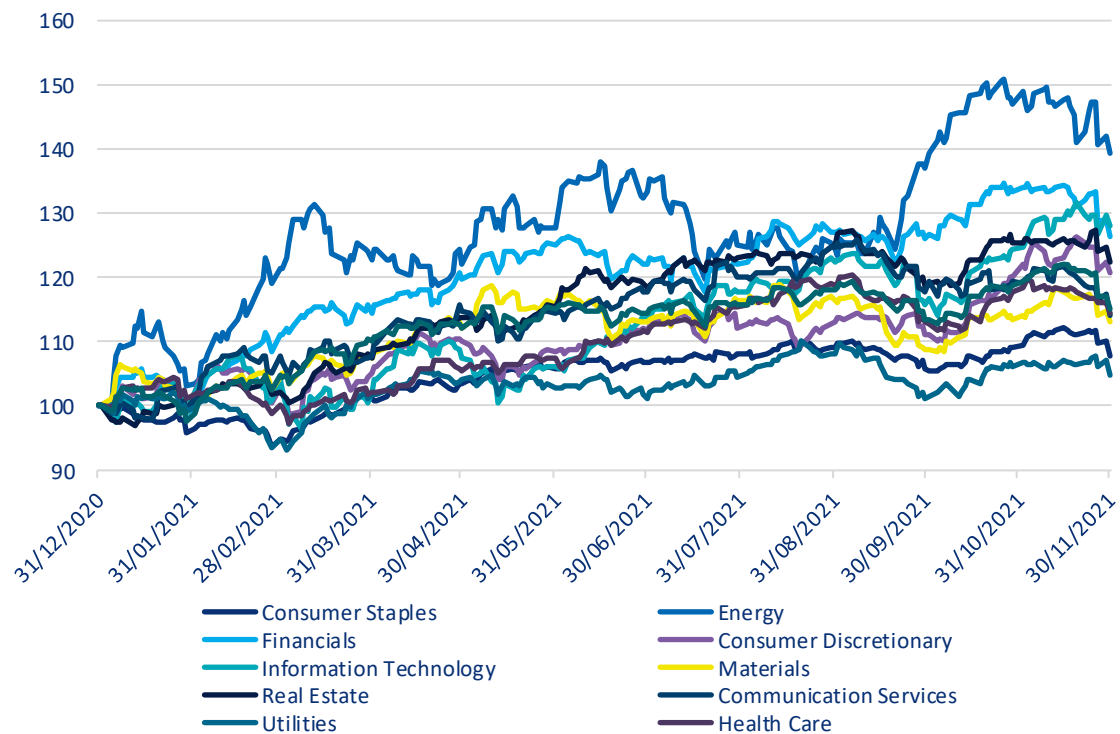
Abbildung 4: Anzahl der Transaktionen nach Käufertyp (12 Monate, rollierend)

Quelle: Optis Partners, Oktober 2021

- Im Jahr 2022 dürften wir weitere Aktienrückkäufe erleben – etliche Unternehmen haben bei der jüngsten Veröffentlichung ihrer Gewinnzahlen bereits entsprechende Ankündigungen gemacht. Viele Firmen sitzen auf dicken Liquiditätspolstern. Für sie stellen Aktienrückkäufe eine Möglichkeit dar, ihre Kapitalstruktur zu optimieren (Verringerung des Aktienkapitals). Pläne der US-Regierung für eine stärkere Besteuerung von Aktienrückkäufen könnten allerdings einen gewissen Bremseffekt haben.
- Die Trends, die wir Anfang 2021 in unserem Paper „Megatrends“ beschrieben hatten, dürften 2022 andauern. Zu den interessantesten Themen im Wandelanleihe-Universum gehören aus unserer Sicht die Bereiche erneuerbare Energien (Solar), Elektrofahrzeuge und Digitalisierung (Informationstechnologie).
- Wir erwarten für 2022 vor dem Hintergrund steigender Zinsen eine lebhafte Emissionstätigkeit. Wandelanleihen bieten Emittenten eine attraktive Finanzierungslösung, bei der sie im Vergleich zu regulären Festzinsanleihen Zinskosten einsparen. Allerdings ist nicht davon auszugehen, dass es am Primärmarkt wieder so aussergewöhnlich lebhaft zugehen wird wie 2020 und 2021. Dennoch erwarten wir, dass unser Anlageuniversum wachsen wird (treibende Kraft dürften wieder die USA sein) und wir es mit einer gesunden Mischung aus Refinanzierungen und Erstemittenten am Wandelanleihemarkt zu tun haben werden. Insofern glauben wir nicht, dass Korrekturen bei den impliziten Volatilitäten (Bewertungen) die Performance von Wandelanleihen erneut – wie 2021 – in erheblichem Masse schmälern werden.

Das Jahr 2021 war ein aussergewöhnlich gutes Aktienjahr – was ist 2022 zu erwarten?

- Sofern es nicht in letzter Minute zu bösen Überraschungen kommt, wird 2021 als aussergewöhnlich gutes Aktienjahr in die Geschichte eingehen (der MSCI World Net Total Return verzeichnete per 30. November ein Plus von 17%). Im Branchenvergleich gab es beträchtliche Unterschiede: Energie (+39%), IT- (+28%) und Finanzwerte (+26%) führten das Feld an, Basiskonsumtitel (+8%) und Versorger (+5%) hinkten deutlich hinterher.

Abbildung 5: Entwicklung des MSCI World Index nach Sektoren

Quelle: Bloomberg

- Wir gehen für 2022 nicht davon aus, dass sich 2021 wiederholen wird. Mit unseren positiven Grundannahmen trauen wir den Aktienmärkten jedoch Zuwächse im hohen einstelligen Bereich zu.

Risiken für unseren Ausblick:

- Ein Hauptrisiko für unser Szenario liegt in einer möglichen Verschärfung der Lieferkettenprobleme, die sich negativ auf Wachstum und Inflation auswirken könnten.
- Ein weiteres wichtiges Thema sind Zweitrundeneffekte auf Grund von Lohnerhöhungen. Sie könnten dazu beitragen, dass sich die Inflation auf erhöhtem Niveau festsetzt und die Notenbanken zu kurzfristigem Handeln gezwungen wären.
- Auf dem Weg zu einer Normalisierung der Geldpolitik besteht immer das Risiko, dass falsche Signale und Orientierungshilfen abgegeben werden oder Notenbanken zum falschen Zeitpunkt handeln (entweder zu früh oder zu spät), was scharfe Marktreaktionen auslösen kann.
- Hohe Schulden von Staaten und/oder Unternehmen machen diese im Fall eines unerwartet deutlichen Zinsanstiegs besonders anfällig. Zudem schränken sie den Handlungsspielraum der Notenbanken ein, wenn es gilt, auf höhere Inflationsraten zu reagieren.
- Schliesslich besteht immer noch die Möglichkeit, dass eine neue, ansteckendere Variante des Coronavirus auftritt, mit den (inzwischen) wohl bekannten Folgen, beispielsweise Lockdowns.

Fazit

Wir gehen davon aus, dass sich 2022 wieder zahlreiche Chancen bieten werden, mit Wandelanleihen eine attraktive Performance zu erzielen. Entscheidend wird die laufende Beobachtung der erwähnten Problemfelder sein. Dazu bedarf es einer kontinuierlichen Analyse und gegebenenfalls unverzüglichen Anpassung der Portfolio-Positionierung. Die erwartete lebhaftere Emissionstätigkeit wird aus unserer Sicht dabei für ausreichend Unterstützung sorgen.

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.

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.

© 2021 Fisch Asset Management AG