

# *»Investment-Grade- Unternehmensanleihen: Ausblick für 2022*

---

**Global Corporates Portfolio Management Team**  
10. Dezember 2021

# Ausblick für IG-Unternehmensanleihen 2022: Ein unspektakuläres Jahr ist kein schlechtes Jahr

## Zusammenfassung

- Die fundamentale Ausgangslage für Investment-Grade-Unternehmen ist nach einem Jahr des starken Umsatz- und Gewinnwachstums deutlich besser geworden
- Die Bewertungen von Investment-Grade-Anleihen sind angesichts der soliden globalen Nachfrage zwar nicht günstig, aber zumindest fair
- Aufgrund der geldpolitischen Straffung bleibt Volatilität auch 2022 ein enger Begleiter
- Wir erwarten für das Jahr 2022 eine Performance im unteren einstelligen Bereich (währungsgesichert für nicht-USD basierte Investoren)

## Rückblick auf 2021

Wie in unserem Ausblick für 2021 erwartet, hat zu Beginn des Jahres das Resultat bei der Senatswahl im US-Bundesstaat Georgia die Performance von Investment-Grade-(IG)-Corporates massgeblich beeinflusst. Der Sieg der Demokraten, und somit die erreichte knappe Mehrheit im Kongress, ebneten den Weg für ein deutlich umfangreicheres Konjunkturprogramm. Das Ergebnis führte zu einem starken Anstieg der Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen und, wie von uns erwartet, zu einer steileren US-Zinskurve. Europäische Staatsanleihen, deren Renditen beim Pandemieausbruch weniger sanken, waren in diesem Umfeld etwas besser geschützt.

Der Zinsanstieg hatte für USD Corporates in EUR hedged einen Verlust von beinahe -5% im 1. Quartal 2021 zur Folge. Positiv war dagegen die Entwicklung der Credit Spreads. Der neu entstandene Konjunktur-Optimismus führte ab Februar zu neuen Höchstständen an den Aktienmärkten, wobei sich gleichzeitig auch die Credit Spreads einengten. Die Rohstoffmärkte notierten fester und der Ölpreis konnte die Erholung von den Tiefstständen 2020 fortsetzen, wovon auch die Spreads risikoreicherer Kreditmärkte stark profitierten. Gleichzeitig waren die Investoren bereits früh im Jahr über die möglichen Folgen für die Inflation besorgt, was sich später noch akzentuieren sollte.

Das Auftreten neuer Virusvarianten brachte den Zinsanstieg im April jedoch zum Stillstand. Die Inflationsängste beruhigten sich vorerst. Der „Excess Return“, also die Ertragskomponente welche nur auf die Kreditkomponente zurückzuführen ist, war weiterhin positiv, da sich die Credit Spreads dank guter technischer Verfassung der Kreditmärkte weiter einengten. Zwar übertrafen die Neuemissionen unsere Erwartungen, dennoch war die Nachfrage angesichts der Zinsvolatilität auch überraschend stark. Dies dürfte mitunter auf die relative Attraktivität von USD-Anleihen gegenüber ihren EUR-Pendants zurückzuführen gewesen sein. Wir hatten bereits in unserem Ausblick auf 2021 über den seit dem Ausbruch der Pandemie bestehenden Renditevorteil im USD IG-Markt hingewiesen. Während die währungsgesicherte Einkommensrendite tatsächlich fast zweimal so hoch war wie in EUR IG Corporates, schlug sich der stärkere Zinsanstieg bei US Treasuries in tieferen Gesamrenditen im USD IG Markt nieder.

Das zweite Halbjahr 2021 war auf globaler Ebene stärker geprägt von herausfordernden Phasen in den Emerging Markets: Das Anziehen der Regulierungsschraube in China, der darauffolgende Absturz des Immobilienmarktes, die politische Willkür in der Türkei sowie die politischen Unsicherheiten und wichtigen Wahlen in einigen Ländern Lateinamerikas. Zusätzlich rückten Themen wie die globalen Lieferengpässe und jüngst die Problematik um die Herdenimmunität gegen das Coronavirus erneut in

den Fokus. Wir haben in unserem Ausblick 2021 auf beide Themen hingewiesen und auch erwartet, dass die durch die Pandemie verursachten nachhaltigen Veränderungen im Bereich der Technologie und der Lieferketten vom System erst noch verdaut werden müssen und dass sich hinsichtlich der Akzeptanz der Impfungen grosse Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern ergeben würden.

Bis Ende Oktober entwickelten sich die IG-Spreads dennoch hauptsächlich seitwärts. Allerdings setzte eine starke Verflachung der Zinsstrukturkurven ein, da sich die Märkte aufgrund der anziehenden Inflation auf einen früheren Start des Zinserhöhungszyklus vorbereiteten. Nachdem die Fed im November das Tapering startete, erwarten die Marktteilnehmer aktuell knapp drei Zinserhöhungen der US-Zentralbank im Jahr 2022. Von der Bank of England werden deren vier erwartet. Die EZB hingegen wird als deutlich vorsichtiger wahrgenommen. Abgesehen von der Kürzung des Anleihekaufprogramms wird von ihr 2022 maximal ein Zinsschritt erwartet.

**Tabelle 1: Aufspaltung der Ertragskomponenten 2021**

Ertrag seit Jahresbeginn (EUR hedged)	USD-IG-Unternehmensanleihen	EUR-IG-Unternehmensanleihen
Zinsertrag (in Lokalwährung)	-1.8%	-0.9%
Fremdwährungsertrag (hier Währungsabsicherungskosten)	-0.8%	0
Überschussrendite (Kreditertag, in Lokalwährung)	1.0%	0
<b>Gesamtertrag</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-0.9%</b>

Quelle ICE Data Indices, Renditen per 30. November 2021

## Fundamental starke Ausgangslage für 2022

Im Jahr 2021 haben uns die Lieferengpässe vor die Frage gestellt, ob die Angebotsknappheit gepaart mit starken Preissteigerungen in naher Zukunft eine Stagflation hervorbringen könnten. Bisher ist dieses Szenario nicht eingetreten – stattdessen lieferten die Firmen rekordverdächtige Umsätze und Gewinne. Dies führte zu einem bedeutenden Rückgang der Nettoverschuldungsrate, sodass nun wieder das Vor-Pandemie-Niveau erreicht werden konnte. Eine genauere Betrachtung zeigt jedoch auch, dass ein guter Teil der positiven Überraschungen im Energie- und Finanzsektor verzeichnet wurden. Dies sind Sektoren mit einer positiven Abhängigkeit zu den Rohstoffpreisen und Zinsen. In anderen Sektoren wie zum Beispiel im Einzelhandel reagieren die Margen bereits negativ auf steigende Löhne und höhere Einkaufspreise.

Wir erwarten für das Jahr 2022, dass die Überschuss-Ersparnisse der Konsumenten (insbesondere in den USA) und die Konjunkturprogramme der Regierungen (Next Generation EU, Build Back Better USA) eine Fortsetzung des positiven Wachstumsumfelds ermöglichen. Die Lieferengpässe und Inflationssorgen dürften zwar konstante Begleiter bleiben, jedoch mit abnehmender Bedeutung. Insbesondere die Inflation wird sich unseres Erachtens im zweiten Halbjahr mitunter dank Basiseffekten abkühlen. In diesem Umfeld erwarten wir auch weiterhin gute Unternehmensergebnisse, wenn auch die Margenausweitung und das sprunghafte Gewinnwachstum vorerst der Vergangenheit angehören dürften.

Wir erwarten aber auch, dass die Firmen mit der Zeit zu einem spätzyklischen („Late-Cycle“) Verhalten zurückkehren, sprich dass sie vermehrt schuldenfinanzierte Übernahmen oder Aktienrückkäufe wagen. In diesem Zusammenhang finden wir es beachtenswert, dass aus ökonomischer Sicht kaum mehr Anreize bestehen, ein starkes IG-Rating zu verteidigen. 2021 ist der Spread-Aufschlag von BBB gegenüber Single-A auf ein neues Rekordtief (derzeit 39 Bp.) gefallen. Dies veranlasst viele Firmen, ihre

Finanzpolitik entsprechend anzupassen. Prominentes Beispiel war dieses Jahr die Firma Oracle, die im März USD 15 Mrd. an Schulden aufnahm und eine Herabstufung vom Single-A auf BBB hinnahm. Da wir diese Entwicklung noch nicht als abgeschlossen erachten, sind wir bei den hohen Qualitäten im IG-Bereich zurückhaltend und positionieren uns lieber in BBB-Namen, die eine transparente und glaubwürdige Finanzpolitik führen und wo das fundamentale Risiko gut kompensiert erscheint.

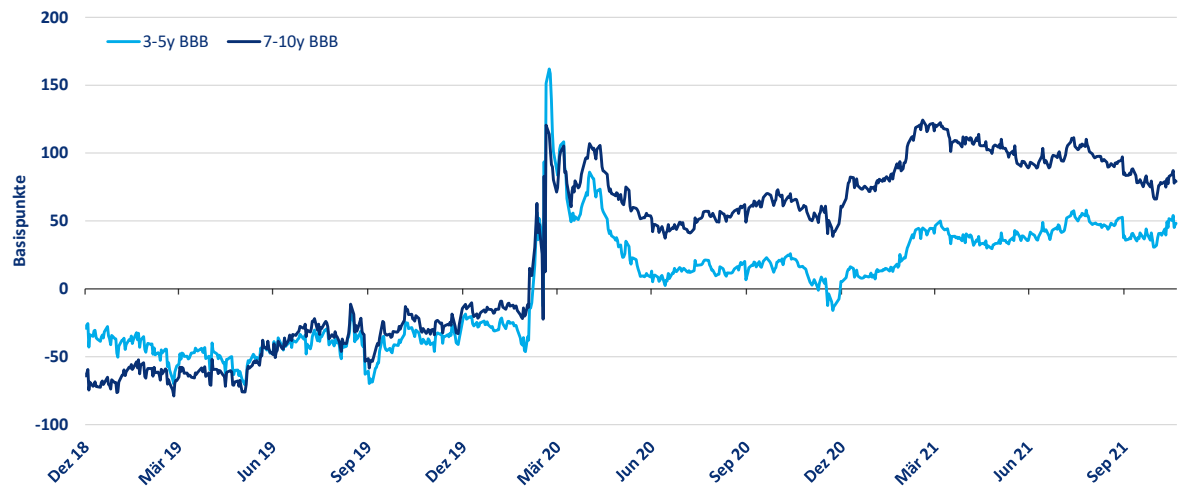
In den nächsten 12 bis 18 Monaten sollten deutlich mehr High-Yield-Anleihen in das IG-Universum migrieren als noch 2021. Aufgrund der zunehmenden Popularität des Themas „Rising Stars“ und der Bekanntheit der Emittenten (viele davon waren vor der Pandemie bereits IG-Emittenten) sind jedoch viele davon bereits so bewertet, als wäre das Upgrade schon vollzogen worden. Entsprechend muss im Einzelfall geprüft werden, ob sich ein Investment noch lohnt.

## Wie sollte man sich für 2022 positionieren?

Angesichts der geldpolitischen Straffung, welche wir nächstes Jahr erwarten, liegt es nahe, dass die Realzinsen ansteigen und die Märkte einer erhöhten Volatilität ausgesetzt bleiben. Nichtsdestotrotz fokussieren wir uns entgegen der menschlichen Tendenz zur Überbewertung extremer Szenarien auf ein mittleres und eher unspektakuläres Marktszenario was das Endergebnis betrifft. Unseres Erachtens werden die Zentralbanken die Finanzkonditionen aufgrund der Erfahrungen von 2013 und 2018 nur graduell und mit grosser Vorsicht straffen. Angesichts der seit Monaten bestehenden hohen Volatilität der Anleihemärkte empfinden wir es als unwahrscheinlich, dass Investoren exzessiv positioniert sind. In Bezug auf die langjährige Historie erscheinen die IG-Spreads durchaus teuer, jedoch greift diese isolierte Betrachtung zu kurz. Der Grossteil der Zentralbankenliquidität im System dürfte für lange Zeit erhalten bleiben und für solide Nachfrage nach hochqualitativen Anleihen sorgen. Investment-Grade-Anleihen profitieren ebenfalls von der direkten Reduktion der „Tail Risks“ aufgrund des Corporate QEs diverser Zentralbanken, welches nachvollziehbarerweise auch die erforderliche Risikokompensation in Form von Spreads verringert. Im Weiteren besteht bei den grossen internationalen Investoren im Vorsorgebereich aufgrund der Outperformance von Aktien gegenüber Anleihen ein gewisser Umschichtungsbedarf von Aktien zu Anleihen, um durch die Realisierung der Kursgewinne die Verbesserung im Deckungsgrad langfristig abzusichern. Vor diesem Hintergrund erachten wir die IG-Spreads derzeit als fair. Ein Anstieg der Spreads ist selbstverständlich nicht auszuschliessen, allerdings erwarten wir, wie erwähnt, keine extremen Entwicklungen, sondern Erträge im unteren einstelligen Bereich.

Entsprechend gehen wir mit einer insgesamt neutralen Risikoausrichtung in das neue Jahr. Wir bevorzugen dabei weiterhin BBB-Anleihen und mischen selektiv Rising Stars bei. Wie angesprochen besteht weiterhin ein Renditevorteil in USD, jedoch hat er sich in der Charakteristik leicht verändert: Zu Jahresbeginn waren vor allem die längeren Laufzeiten im USD aufgrund der steilen Zinsstrukturkurve attraktiver, während die kürzeren keinen Vorteil zum EUR-Markt boten. Die Verflachung der USD-Zinskurve ab 5 Jahren in Kombination mit flacheren Spreadkurven hat nun neue Opportunitäten am kurzen Ende geschaffen, die insbesondere dank defensivem Charakter überzeugen.

**Chart 1: USD-IG-Unternehmensanleihen mit BBB-Rating bieten nach wie vor überlegene währungsge-sicherte Renditen, jetzt auch in kürzeren Laufzeiten**



Die Linie zeigt den Renditeaufschlag in USD Unternehmensanleihen auf währungsge-sicherter Basis (3-monatlich rollierende Forwards) im Vergleich zu EUR Anleihen der gleichen Laufzeit und Kreditqualität.

Quelle: ICE Data Indices, LLC, BofA Global Research, Bloomberg, Fisch Asset Management

Während der USD-Markt insgesamt bessere Renditen bietet, fühlen wir uns auch im EUR-Segment wohl, da die Spreads hier deutlich höher sind und die EZB unseres Erachtens länger an der lockeren Geldpolitik festhalten wird. Die Eurozone ist stark exportorientiert und dadurch stärker von der Wachstumsverlangsamung in China betroffen als beispielsweise die USA. Ebenfalls zeichnet sich ein weniger starkes Überschiessen der Inflation ab als in anderen Märkten. Bei den IG-Anleihen in GBP und CAD sind wir zurückhaltend, denn diese Märkte konnten 2021 sehr stark zulegen und stehen 2022 einer eher restriktiven Geldpolitik gegenüber.

Sektorseitig sehen wir bei Finanzwerten das grösste Potential, während wir im Immobiliensektor sowie bei den Kapitalgütern und im Bereich Telekom/Medien untergewichtet sind.

## Fazit

Aktuell halten sich Chancen und Risiken im IG-Markt ungefähr die Waage. Wir erachten die Bewertungen grundsätzlich als fair und gehen mit einer insgesamt neutralen Risikoausrichtung ins neue Jahr. Da unserer Ansicht nach ein guter Teil des Zinsanstiegs am langen Ende der US-Zinskurve bereits vollzogen ist, erwarten wir für das Jahr 2022 ein Ergebnis im unteren einstelligen Bereich. Die von uns erwartete Volatilität dürfte jedoch zwischenzeitlich auch zu weiteren Spreads und der Entkopplung von Marktsegmenten führen, die wichtige Alpha-Opportunitäten für Relative-Value-Strategien darstellen.

---

## 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.

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](http://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