FISCH »Asset Management
Bellerive 241 | Postfach
CH-8034 Zürich
info@fam.ch | www.fam.ch
T +41 44 284 24 24

»Wandelanleihen: Ausblick für 2020

Convertible Bond Portfolio Management Team

5. Dezember 2019

Ausblick für Wandelanleihen 2020: Freundliches Marktumfeld dürfte die Anlageklasse unterstützen

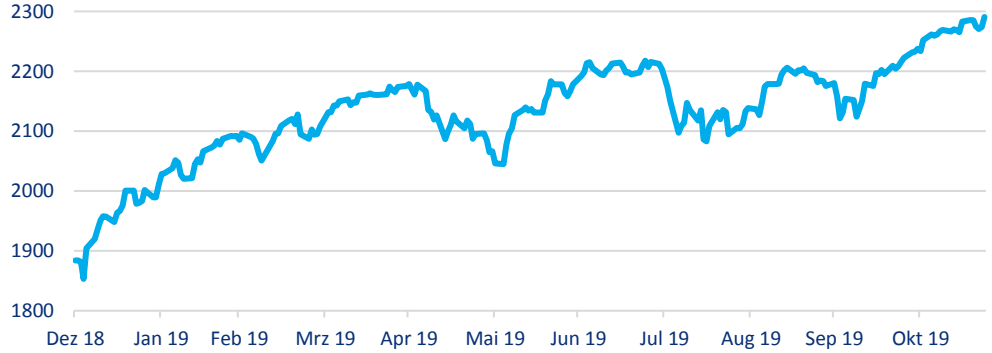
Zusammenfassung

— **Weltweite Zins- und Konjunkturentwicklung:** Die Geldpolitik dürfte moderat expansiv bleiben. Wir erwarten ein geringes, aber leicht positives Wirtschaftswachstum.
— **Handelskonflikt USA/China und US-Wahlen:** 2020 werden diese Themen für Anleger im Vordergrund stehen. Je nach Verlauf dürfte die Volatilität zeitweise deutlich ansteigen.
— **Sektorrotation:** Die jüngste Umschichtung in Aktien, die sich zuletzt unterdurchschnittlich entwickelt hatten, könnte sich fortsetzen.
— **Spezifische Wandelanleihen-Themen:** Angesichts der höheren Zinsen und des steigenden Bedarfs an Unternehmensfinanzierungen erscheint eine Zunahme der Neuemissionstätigkeit wahrscheinlich. Die Titelauswahl, mit einem Fokus auf den Bond Floor, dürfte sich zudem als entscheidend erweisen, da die defensiven Eigenschaften von vermeintlich „defensiven" Sektoren in Frage gestellt sind.

Rückblick: Wir gingen davon aus, dass das Jahr 2019 für Wandelanleihen positiv verlaufen dürfte, hielten das Timing jedoch für schwierig:

— **Aktienmärkte und Zinsen:**
Einschätzung: Wir erwarteten, dass das Aufwärtspotenzial die Verlustrisiken überwiegen würde, und identifizierten dabei mehrere positive Impulsgeber: ein Anhalten des globalen Wirtschafts–wachstums (wenn auch mit geringerer Dynamik), eine Stabilisierung der chinesischen Volkswirtschaft und eine mögliche Lösung im Handelskonflikt zwischen den USA und China (obwohl eine Einigung in naher Zukunft unwahrscheinlich erschien). Als Hauptrisiken berücksichtigten wir die Spannungen aufgrund des Handelsstreits, die Angst vor einem globalen Wachstumsrückgang, eine drastische Konjunkturabkühlung in China, ein deutlich verringertes Wachstum der Unternehmens–gewinne, eine Verringerung der fiskalpolitischen Anreize in den USA, Aktienrückkäufe von Unternehmen und einen Brexit ohne Abkommen. Darüber hinaus prognostizierten wir einen Anstieg der Zinsen aufgrund einer restriktiveren Geldpolitik der US-Notenbank und der EZB, rechneten dabei jedoch nicht mit wesentlichen Auswirkungen auf die Aktienmärkte.
Ergebnis: Unser Ausblick erwies sich als weitgehend richtig: Die positive Stimmung überwog und die politischen Massnahmen zur Förderung des Wirtschaftswachstums waren angemessen. Wir hatten jedoch die Entschlossenheit der Zentralbanken unterschätzt, der Konjunkturabkühlung erneut mit dem gesamten Spektrum verfügbarer Instrumente zu begegnen. In Verbindung mit dem deutlichen Rückgang des Zinsniveaus führten die Massnahmen zu erheblichen Kursgewinnen an den globalen Aktienmärkten, die seit Beginn dieses Jahres um mehr als 20% zulegten (siehe Grafik 1).

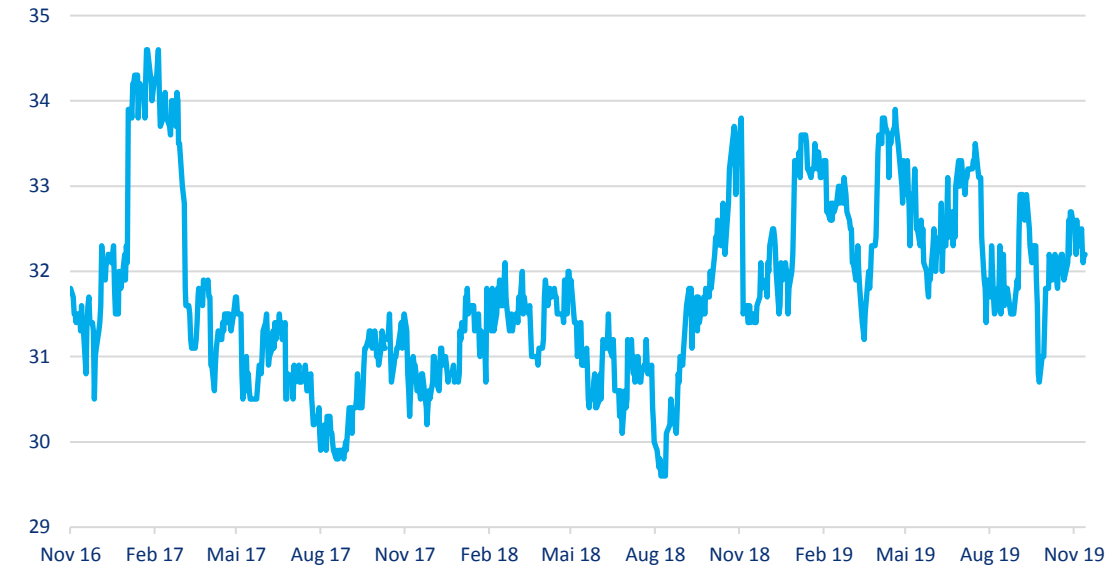
Grafik 1: MSCI World Index: Performance seit Jahresbeginn



Quelle Bloomberg, November 2019

— **Implizite Volatilität:**
Einschätzung: Wir rechneten mit einer unveränderten Volatilität und einem beachtlichen Volumen an Neuemissionen, das jedoch nicht zu einem problematischen Überangebot führen würde.
Ergebnis: Die Volatilität am Markt für Wandelanleihen blieb im Jahresverlauf weitgehend unverändert (siehe Grafik 2). Anfang Oktober erfolgte eine Korrektur, als der Markt eine Flut an Neuemissionen verkraften musste. Anschliessend erholten sich die Bewertungen jedoch wieder.

Grafik 2: Implizite Volatilität des Thomson Reuters Global Focus Index



Quelle Bloomberg, November 2019

— **Credit Spreads:**
Einschätzung: Wir rechneten mit einer leichten Ausweitung der Credit Spreads.
Ergebnis: Unser Ausblick für die Spreadentwicklung erwies sich als falsch, da sich die Spreads in allen Regionen und Segmenten verengten (siehe Grafik 3).

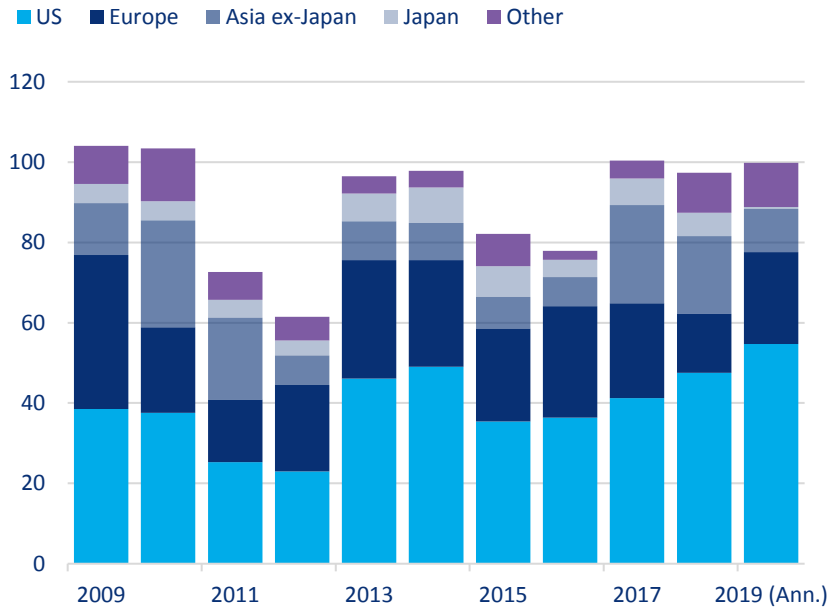
Grafik 3: Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate – durchschnittlicher optionsbereinigter Spread (OAS)

Quelle Bloomberg, November 2019

Wir rechneten mit einigen „spezifischen“ Themen am Markt für Wandelanleihen:

— **Steigende Emissionstätigkeit in Europa:**
Einschätzung: Wir gingen davon aus, dass die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank zu einem Zinsanstieg führen würde, der die Unternehmen veranlassen würde, mehr Wandelanleihen zu emittieren.
Ergebnis: Die Emissionstätigkeit in Europa verfehlte unsere Erwartungen. Die Emissionen nahmen zwar gegenüber dem Vorjahr zu, blieben jedoch weiterhin deutlich hinter der Aktivität am US-Markt zurück (siehe Grafik 4).

Grafik 4: Globales Emissionsvolumen von Wandelanleihen in Mrd. USD



Quelle Thomson Reuters, Fisch Asset Management, November 2019

— **Defensive Sektoren:**
Einschätzung: Wir äusserten die Besorgnis, dass vermeintlich „defensive“ Sektoren möglicherweise keine wirklich defensiven Eigenschaften aufweisen, da sie oft stark durch die Politik und/oder Regulierungsmassnahmen beeinflusst werden.
Ergebnis: Angesichts der Debatte über den geplanten Mietendeckel in Berlin, die die Deutsche Wohnen und andere Emittenten von Wandelanleihen im Immobiliensektor belastete, erwiesen sich unsere Bedenken als berechtigt.

— **Schwierige Bedingungen für Momentum:**
Einschätzung: Aufgrund der gestiegenen Marktvolatilität rechneten wir mit einem Umfeld, das unserem Momentum-Ansatz Schwierigkeiten bereiten würde.
Ergebnis: Tatsächlich erwies sich das Umfeld für unseren Momentum-Ansatz als herausfordernd. Wir reagierten darauf mit einem stärkeren Fokus auf fundamentale Faktoren und den langfristigen Trend der Basisaktie; unter dem Strich resultierte daraus eine geringere Handelsaktivität.

Der Ausblick bleibt gegenüber dem Vorjahr grundlegend unverändert, weist jedoch entscheidende Unterschiede auf:

— **Handelskonflikt USA/China und US-Wahlen:** Der anhaltende Handelskonflikt zwischen den USA und China und die bevorstehenden US-Präsidentschaftswahlen bilden unseres Erachtens die wichtigsten Themen und dürften die Aktienmärkte 2020 massgeblich beeinflussen. Die US-Wahlen könnten Präsident Trump zu einer grösseren Verhandlungsbereitschaft veranlassen. Von einer Entspannung des Konflikts würden zyklische Titel am meisten profitieren. Wir rechnen jedoch mit einer anhaltend hohen Volatilität, bis eine mögliche Lösung erreicht wird. Im Vorfeld der US-Wahlen könnte der Healthcare-Sektor, und insbesondere die Pharma- und Biotechnologiesegmente, zu starken Kursschwankungen neigen, da Wahlversprechen mit Bezug zu diesen Branchen im Wahlkampf eine wichtige Rolle spielen dürften.

— **Keine Rezession – geringes, aber positives Wachstum:** Wir halten die Verfassung der Weltwirtschaft für solide und erwarten ein geringes, aber positives Wachstum (niedriger einstelliger Bereich).

— **Geldpolitik:** Wir erwarten eine Fortsetzung der geldpolitischen Expansion, jedoch mit geringerer Dynamik, was die globalen Aktienmärkte unterstützen sollte. Neben einer Verbesserung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten rechnen wir mit einer Normalisierung der Renditen in Europa, die zu steigenden Zinsen und steileren Zinskurven führt.

— **Marktstimmung:** Viele Anleger warten ab und scheuen vor erneuten Investments in Risikoanlagen zurück. Eine Lösung des Handelskonflikts und/oder die Verbesserung von Konjunkturdaten wie dem Einkaufsmanagerindex (PMI) könnte die Rezessionsängste verringern, die Marktstimmung umkehren und eine plötzliche Rally von Risikoanlagen auslösen.

— **Sektorrotation:** Wir erwarten, dass sich die aktuelle Rotation von den bisherigen Gewinnern in die früheren Verlierer fortsetzt. Infolgedessen dürften traditionelle Sektoren mit zuvor schwacher Wertentwicklung, wie Maschinenbau, Automobilindustrie und Chemie, an relativer Stärke gewinnen. Dadurch könnte sich auch die seit über zehn Jahren anhaltende Underperformance von Value- gegenüber Growth-Werten umkehren.

Für unseren Ausblick besteht jedoch ein wesentliches Risiko, das wir genau beobachten werden:

— **Die Konjunkturerwartungen sind möglicherweise zu positiv:** Die Weltwirtschaft könnte in eine Rezession eintreten, die mit einer Inversion der Zinskurven, einer Abschwächung der weltweiten Nachfrage und einem Einbruch der Rohstoffpreise einhergeht. Diese Entwicklung könnte durch einen ausgedehnten Handelskonflikt und geldpolitische Massnahmen ausgelöst werden.

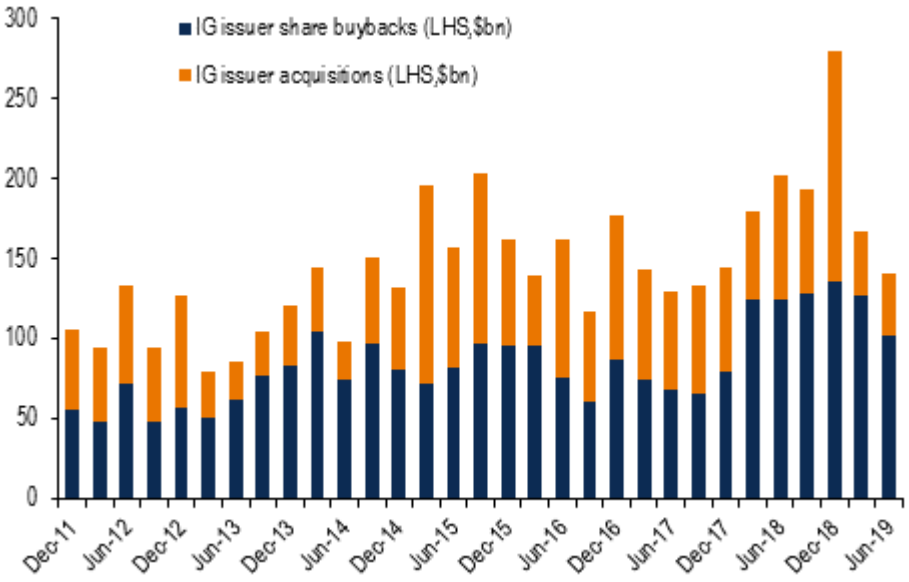
Eine Reihe von Wandelanleihen-spezifischen Themen wird uns 2020 beschäftigen:

— **Branchenkonsolidierung/Unternehmensereignisse:** Wir erwarten, dass sich die Branchen–konsolidierung in Sektoren wie Automobilbau und Healthcare aufgrund von Gewinnrückgängen fortsetzen wird. Angesichts der hohen Aktienbewertungen rechnen wir dabei jedoch eher mit Joint Ventures als mit Übernahmen.

— **Portfoliostabilisatoren:** Eindeutige Stabilisatoren, wie in den vermeintlich „defensiven“ Sektoren, sind nicht leicht zu finden. Wie wir bereits im letztjährigen Ausblick betont haben, werden die sogenannten defensiven Sektoren stark von der Politik und/oder Regulierungsmassnahmen beeinflusst. Entscheidend ist eine Titelauswahl mit angemessener Kreditanalyse, die sich auf Positionen mit solidem Bond Floor konzentriert.

— **Zunahme der Neuemissionen:** Die Aktivität am Primärmarkt dürfte an Fahrt gewinnen. Dafür sehen wir mehrere Gründe: 1) höhere Zinsen in Europa und den USA; 2) die durch die US-Steuerreform ausgelöste Rückführung von Kapital und Gewinnen ist weitgehend abgeschlossen; 3) Finanzierungsbedarf, da die Unternehmen Kapital in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen an die Aktionäre ausbezahlt haben. Die Aktienrückkäufe lassen bereits nach, was auf eine knappere Liquidität der Unternehmen hindeutet (siehe Grafik 5).

Grafik 5: Aktienrückkäufe (in Mrd. USD)



Quelle BofA, Juli 2019

— **ESG:** Das wachsende Interesse an der Berücksichtigung von ESG-Aspekten bei Anlageentscheidungen dürfte auch 2020 anhalten. Nachdem verschiedene Regulierungsvorschläge vorgelegt wurden, gehen wir davon aus, dass auch bei der Verwaltung von Wandelanleihen darauf künftig ein erhöhtes Augenmerk gelegt wird. Wir erwarten nicht nur, dass künftig mehr Anlagegelder in „nachhaltige“ oder „verantwortungsbewusste“ Produkte, Sektoren und Unternehmen fliessen, sondern rechnen auch mit einer professionelleren Integration von ESG-Aspekten in die verschiedenen Anlageansätze.

— **Das Timing wird sich erneut als schwierig erweisen:** Angesichts der hohen Volatilität, politischer Spannungen und einer Konjunktur, die sich möglicherweise nahe am Rand einer Rezession befindet, dürfte das Timing von Aktienanlagen erneut sehr schwierig werden. Wandelanleihen bieten Investoren dabei dank ihres automatischen Timings eine interessante Anlagemöglichkeit.

Fazit

Wir rechnen mit einem herausfordernden Umfeld, in dem das Aufwärtspotenzial jedoch die Verlustrisiken überwiegt. Unter diesen Bedingungen bieten Wandelanleihen den Vorteil eines integrierten Markt-Timings und einer geringen Sensitivität gegenüber Zinsänderungen. Um Fallstricke zu vermeiden, ist ein aktiver Anlageansatz mit einem Fokus auf soliden Bond Floors, titelspezifischen Chancen und einer gezielten Handelsaktivität im Jahr 2020 von entscheidender Bedeutung.

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, 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 lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.