

» *Strategieübersicht:
Rückblick und
Ausblick
1. Halbjahr 2021*

Fisch Portfolio Management Teams
Juli 2021

Globales Makroumfeld

Die globalen Aktienmärkte hatten einen fulminanten Start ins erste Halbjahr 2021 und setzten ihren starken Aufwärtstrend mit Ausnahme der chinesischen Börsen fort. Die Haupttreiber waren neben einer immer stärkeren Erholung der weltweiten Konjunktur weiterhin historisch einmalig hohe fiskalpolitische und monetäre Stimulusprogramme, die in den USA durch die neue Regierung sogar noch ausgeweitet wurden. Auffallend war allerdings eine starke Sektorrotation im ersten Quartal. Die letztjährigen Pandemiegewinner wie Wachstumstitel und Technologiewerte korrigierten teilweise heftig, während bisherige Verlierer wie zyklische Sektoren, Konsumwerte und die Luftfahrtindustrie immer stärker von der globalen konjunkturellen Erholung und erfolgreichen Covid-19-Impfprogrammen profitierten.

Das insgesamt sehr solide konjunkturelle Umfeld zusammen mit zunehmenden Inflationsbefürchtungen aufgrund der weiterhin äusserst lockeren Geldpolitik praktisch aller wichtigen Zentralbanken führte bis Ende März zu einem deutlichen Anstieg der langfristigen Zinsen für Staatsanleihen. Dementsprechend kam es an den Märkten für Unternehmensanleihen im zinsensitiven Investment-Grade-Marktsegment zu einem Dämpfer, während Papiere mit tieferer Bonität von der besseren Konjunktur profitierten und in allen Regionen zulegen konnten. Dieser Zinsanstieg war zudem auch der Auslöser für die erwähnte Sektorrotation am Aktienmarkt.

Die höheren Zinsen zusammen mit einer seit einiger Zeit wieder restriktiveren Geldpolitik der chinesischen Zentralbank führten dann im zweiten Quartal zu einer leichten Abflachung des globalen konjunkturellen Momentums, zu teilweise stark korrigierenden Rohstoffpreisen und zu einer temporären Konsolidierung an den Aktienmärkten, insbesondere in China.

Diese Wachstumsdämpfung und die geschickte Umsetzung der Geldpolitik durch die chinesische Zentralbank führten aber umgehend zu einer willkommenen Entspannung bei den langfristigen Zinsen und den Inflationserwartungen sowie einer Stabilisierung der US-Dollars. Insgesamt resultierte daraus ein global sehr ausgewogener Aufschwung. Die Notenbanken und insbesondere die Fed kamen damit nicht unter Handlungsdruck und konnten ihre äusserst lockere Geldpolitik ohne unerwünschte Nebenwirkungen und trotz temporär deutlich höherer Inflation fortführen. Zudem begann die Fed, die Märkte sehr schonend und glaubhaft auf eine Normalisierung der Geldpolitik vorzubereiten. Damit behielt sie die Lage im Griff und sorgte für ein hohes Vertrauen, dass es sich nur um einen temporären Anstieg der Teuerung handelt.

Damit endete auch das zweite Quartal dieses Jahres mit einem freundlichen Unterton an den Finanzmärkten, wieder tieferen langfristigen Zinsen, stabilem US-Dollar und moderaten Inflationserwartungen sowie einer etwas schwächeren, aber soliden Konjunktorentwicklung. In diesem Umfeld profitierten insbesondere Anlageklassen mit hoher Duration, die einen Teil der Verluste im ersten Quartal wieder wettmachen konnten. Die Investorenstimmung kühlte sich zudem nach einer Euphoriephase wieder in den neutralen Bereich ab. Allerdings wird das derzeitige Gleichgewicht durch weltweit ungewöhnlich stark steigende Immobilienpreise gefährdet. Hier könnte in absehbarer Zeit ein Problem auf die Notenbanken zukommen. Zudem rückt seit kurzem auch die Entwicklung des US-Arbeitsmarktes immer mehr in den Fokus der Märkte. In den kommenden Monaten wären aufgrund wegfallender Arbeitslosenhilfsprogramme eine merkliche Verbesserung und deutlich tiefere Arbeitslosenraten möglich. Auch dies dürfte eine zunehmende Herausforderung für die Zentralbanken und damit eine potenzielle Gefahr für die globalen Aktien- und Kreditmärkte werden.

Wandelanleihen

Nach dem guten Abschluss des Jahres 2020, ausgelöst durch die positiven Nachrichten zur Impfstoffentwicklung, begann auch das neue Jahr zunächst noch mit viel Schwung. Besonders dynamisch entwickelten sich dabei Energie- und Rohstofftitel aufgrund des deutlichen Preisanstiegs bei Rohstoffen. Allerdings kam es auch immer wieder zu kurzen Korrekturen, die gerade momentum-basierte Strategien vor grosse Herausforderungen stellten.

Der beschriebene deutliche Preisanstieg bei Rohstoffen (inkl. Energie) war dann auch ab Mitte Februar der Auslöser für einen spürbaren Anstieg der Inflationserwartungen, der entsprechende Auswirkungen gerade auf das US-Zinsniveau am langen Ende zeigte. Viele Investoren schichteten in Zykliker um, von denen erwartet wurde, dass sie deutlich besser mit höheren Preisen zurechtkämen. Diese Sektorrotation hatte zur Folge, dass die breiten Indizes mit ihrem hohen Technologieanteil bis Ende März deutlich korrigierten, während die IG-Indizes nahezu stabil blieben bzw. sogar weiter leicht zulegen konnten.

Mit der ab April einsetzenden Entspannung bei den Inflationsängsten kam es auch an den Zinsmärkten zu einer Beruhigung. Die US-Märkte verzeichneten sogar wieder eine Trendumkehr und dementsprechend leichte Gewinne. Diese Entwicklung war auch sehr schnell bei den Wandelanleihen spürbar und hatte zur Folge, dass die breite Korrektur bei den Technologiewerten zum Erliegen kam. Einzelne Werte legten sogar recht schnell wieder zu und boten interessante Einstiegsmöglichkeiten. Erst gegen Ende des zweiten Quartals, als die neue Delta-Variante zunehmend den Weg in die Schlagzeilen fand, setzte im Markt wieder eine einheitlichere Bewertung ein. Hier war erneut eine zumindest begrenzte Sektorrotation spürbar, in deren Verlauf Technologietitel wieder auf höhere Nachfrage stiessen, während vor allem Unternehmen aus den Bereichen Tourismus und Personentransport in Ungnade fielen. Die Nachricht von Seiten der Fed, ab dem nächsten Jahr langsam mit dem Ausstieg aus der sehr expansiven Geldpolitik zu beginnen, blieb ohne grosse Auswirkungen auf die Märkte.

Weiterhin sehr dynamisch entwickelten sich die Neuemissionen, die eine willkommene Gelegenheit boten, um bei stark gestiegenen Papieren Gewinne zu realisieren und die Konvexität in den Portfolios wieder zu erhöhen. Nach wie vor liegt das Emissionsschwergewicht im Bereich der tieferen Ratings, sodass vor allem die breiten Indizes eine Auffrischung erfuhren. Bei einem möglichen weiteren Zinsanstieg gehen wir jedoch davon aus, dass es auch aus dem Segment der Investment-Grade-Emittenten verstärktes Interesse an Emissionen geben wird. Erfreulich war zudem, dass die Bewertungen am Sekundärmarkt trotz der zahlreichen Emissionen nur geringfügig nachgegeben haben.

Die **defensive Strategie** setzte auch im ersten Halbjahr ihren Aufwärtstrend weiter fort, allerdings etwas weniger dynamisch als zum Ende des letzten Jahres und auch mit etwas höherer Volatilität. Die treibenden Kräfte sind hier weiterhin die Zykliker, die von einer möglichen weiteren Erholung der Wirtschaft profitieren. Wir haben das Portfolio im Verlauf der Berichtsperiode unverändert auf dieses Szenario ausgerichtet und haben konsequent Gewinne bei teuer bewerteten Titeln realisiert, um die Konvexität im Portfolio hoch zu halten. Die Strategie beendete das erste Halbjahr mit einer Rendite von +1.7% (brutto, EUR hedged) und blieb damit hinter dem Refinitiv Global Focus IG Convertible Index (+2.6%).

Die im Februar neu aufgelegte **Investment Grade Strategie** verzeichnete einen erfreulichen Start und konnte vom guten Umfeld von Anfang an profitieren. Auch hier setzten wir schwerpunktmässig auf Zykliker, liessen anders als bei der defensiven Strategie jedoch die Gewinne deutlich weiterlaufen. Das Aktienexposure und auch der Anteil amerikanischer Werte waren dadurch klar höher. Durch die

Fokussierung auf qualitativ hochwertige Unternehmen gehen wir davon aus, dass der Rückschlagschutz ebenfalls wirksam ist. Im Zeitraum von der Lancierung am 29.01.2021 bis zum 30.06.2021 erzielte die Strategie eine Wertentwicklung von +4.0% (brutto, USD hedged) und lag damit knapp hinter der Benchmark, dem Refinitiv Global IG Convertible Index, der um +4.3% zulegen konnte.

Die **opportunistische Strategie** startete, getragen von den Technologiewerten, mit viel Schwung ins neue Jahr. Die deutliche Korrektur dieser Titel in Verbindung mit der beschriebenen Sektorrotation führte dann jedoch zu spürbaren Verlusten. Wir haben in diesem Umfeld ebenfalls umgeschichtet und das Gewicht deutlich stärker auf Zykliker mit grossem Erholungspotenzial gelegt. Allerdings entwickelten sich die Technologiewerte aufgrund der nicht weiter steigenden Zinsen deutlich stärker als von uns prognostiziert. Hinzu kam, dass der "Reopening-Trade" ins Stocken geriet aufgrund der aufkeimenden Delta-Variante und den damit verbundenen erneuten Eindämmungsmassnahmen. Wir nutzten die Beruhigung bei den Technologiewerten zu selektiven Käufen, um von einer weiteren positiven Entwicklung profitieren zu können. Den Berichtszeitraum schloss die Strategie mit einer Rendite von -0.8% (brutto, CHF hedged) ab, während der Refinitiv Global Focus Convertible Index um +2.5% zulegte.

Die **nachhaltige Strategie** startete, getragen von den Technologiewerten, mit viel Schwung ins neue Jahr. Die deutliche Korrektur dieser Titel in Verbindung mit der beschriebenen Sektorrotation führte dann jedoch zu spürbaren Verlusten. Wir haben in diesem Umfeld umgeschichtet und das Gewicht deutlich stärker auf Zykliker mit Erholungspotenzial gelegt. Unternehmen aus den Sektoren Energie, Flug- und Kreuzfahrtgesellschaften wurden jedoch aus Nachhaltigkeitsgründen gemieden oder deutlich untergewichtet, was sich zwischenzeitlich negativ auf die relative Performance auswirkte. Die deutlichen und unberechenbaren Fluktuationen bei Sektoren und Einzeltiteln erschwerten eine Alphagenerierung ebenfalls. Im zweiten Quartal leitete die Beruhigung an der Zinsfront eine Trendwende ein, was sich auch stabilisierend auf die Performance auswirkte. Die Aktiensensitivität bleibt auch per Ende Juni gegenüber der Benchmark leicht erhöht, mit klarem Übergewicht in Europa und Untergewicht in den hoch bewerteten US-Unternehmen. Im Rahmen der globalen Wirtschaftserholung werden zyklische Industrietitel bevorzugt und zinsensitive Immobilienwerte untergewichtet. Den Berichtszeitraum schloss die Strategie mit einer Rendite von -1.3% (brutto, EUR hedged) ab, während der Refinitiv Global Focus Convertible Index um +2.6% zulegte.

Die **dynamische Strategie** zeigte im ersten Halbjahr die deutlich höchste Schwankungsbreite, was ebenfalls auf den hohen Anteil an Wachstumswerten zurückzuführen ist. Wir haben im Verlauf der Sektorrotation zugunsten der Zykliker umgeschichtet, gleichwohl verblieb ein spürbarer Anteil an Wachstumstiteln, unter anderem aus den Sektoren Technologie und Kommunikation, im Portfolio. Allerdings entwickelten sich die Technologiewerte aufgrund der nicht weiter steigenden Zinsen deutlich stärker als von uns prognostiziert. Die Erholung zum Ende der Berichtsperiode war dann vor allem auf diese Titel zurückzuführen. Hinzu kam, dass der "Reopening-Trade" ins Stocken geriet aufgrund der aufkeimenden Delta-Variante und den damit verbundenen erneuten Eindämmungsmassnahmen. Insgesamt konnte die Strategie im Berichtszeitraum eine Wertentwicklung von +3.2% (brutto, USD hedged) erzielen, lag damit jedoch hinter der Benchmark (Refinitiv Global Vanilla Index) mit +5.0%.

Für die weitere Entwicklung der Wandelanleihen sind wir unverändert positiv gestimmt. Vor allem zunehmende Lockerungen der Wirtschaft sollten die Märkte, und gerade die Zykliker, unterstützen. Auch die geplanten staatlichen Investitionsmassnahmen im Zuge der Bekämpfung der Coronafolgen und des Klimawandels sollten positive Auswirkungen zeigen. Wichtig wird sein, dass die Zentralbanken den dann notwendigen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik gut bewerkstelligen, um keine unnötigen Turbulenzen an den Märkten zu verursachen. Hierzu wird eine klare und frühzeitige Kommunikation benötigt. Auch sorgt die mittlerweile deutlich gestiegene Bewertung an den Märkten dafür, dass die Investoren in ihren Entscheidungen selektiver werden, was den Fokus nochmals stärker von der Sektor- oder Regionenallokation auf die richtige Selektion der Einzeltitel legen wird.

Investment-Grade-Unternehmensanleihen

Das erste Halbjahr hat sich sehr entlang den in unserem Jahresausblick formulierten Erwartungen entwickelt. Die positive Grundstimmung an den Märkten sorgte für generell engere Credit Spreads. Sowohl der moderate Zinsanstieg, die steilere Zinskurve wie auch die Beta-Kompression, die wir prognostiziert hatten, trafen ein. Entsprechend haben tiefere Kreditqualitäten bessere Erträge erwirtschaften können als Top-Qualitäten. Im Investment-Grade-Bereich hielten sich der positive Effekt der Spread-Einengung und der negative Effekt des Zinsanstiegs ungefähr die Waage. Unsere Erwartung einer leichten Abschwächung des US-Dollars hat sich im ersten Halbjahr nicht bewahrheitet, und dürfte angesichts der Fed-Debatte über einen geordneten Rückzug aus der ultralockeren Geldpolitik auch im zweiten Halbjahr nicht eintreffen.

Der Referenzindex für unsere Global Corporate Strategie (ICE BofAML Global Corporate & High Yield 20% Country Constrained Index, EUR hedged) erzielte im ersten Halbjahr ein Ergebnis von -0.5%, während der Referenzindex für IG-Anleihen (Bloomberg Barclays Global Agg Corporates, EUR hedged) -1.3% erzielte. Die Global Corporate Strategie erzielte in diesem Zeitraum mit -0.2% (brutto, EUR hedged) ein besseres Ergebnis als die Benchmark, wobei sie vom taktischen Übergewicht in High Yield und starker Titelselektion in den Industrieländern profitierte.

Die Global IG Corporates Strategie, welche am 26. April 2021 lanciert wurde, erfreute sich eines vorteilhaften Markt timings und verzeichnete dank des Zinsrückgangs seit Lancierung ein Ergebnis von 1.2% (brutto, USD hedged). Aufgrund der initialen Transaktionskosten liegt die Performance derzeit noch leicht unter dem Referenzindex (1.4%).

Eine Verbesserung der Fundamentaldaten zeichnet sich ab

Nachdem die Verschuldungsquote der IG-Unternehmen während der Pandemie sprunghaft angestiegen ist, zeichnete sich im ersten Quartal 2021 eine Verbesserung ab, die vor allem auf höhere Gewinne und weniger auf eine absolute Schuldenreduktion zurückzuführen ist. Wir rechnen ausserdem aufgrund der Reduktion der Cash-Reserven mit einer Beschleunigung bei der Entschuldung im weiteren Verlauf des Jahres. Allerdings dürfte es noch lange dauern, bis der Effekt der Pandemie vollständig neutralisiert werden kann. Sowohl das tiefe Zins- und Spreadniveau wie auch die potenzielle Erhöhung der Steuern in den USA dürften die Attraktivität der Verschuldung weiter erhöhen. Längerfristig sehen wir daher eine Fortsetzung des Trends der Ratingmigration von den hohen IG-Qualitäten hin zum BBB-Segment. Aus dem HY-Segment stehen uns hingegen diverse „Rising Stars“ gegenüber, die in den nächsten Monaten mit einem Upgrade ins IG-Segment rechnen dürften. In einem sehr effizienten Markt sehen wir im Rising-Star-Thema noch deutliches Alpha-Potenzial.

Spreads sind rekordtief, wir positionieren uns vorsichtig

IG Spreads dies- und jenseits des Atlantiks haben das Jahr bereits unterhalb des langjährigen Durchschnitts gestartet, und konnten trotz erheblicher Zinsvolatilität weiter Boden gutmachen, wobei USD-Spreads aufgrund der höheren zugrunde liegenden Staatsanleihenrenditen etwas stärker performten. Auch für das zweite Halbjahr erwarten wir eine solide Nachfrage nach IG-Unternehmensanleihen bei leicht tieferen Neuemissionen im Vergleich zum Vorjahr. Das Renditepotenzial bezieht sich unserer Meinung nach vor allem noch auf die laufende Rendite, und das Potenzial von weiteren Spread-Einengungen sehen wir als limitiert. Im aktuellen Umfeld würde es uns nicht überraschen, wenn die Zinsvolatilität und/oder die USD-Absicherungskosten im zweiten Halbjahr leicht ansteigen würden. Da diese Entwicklung vom Markt auf breiter Basis erwartet wird, rechnen wir höchstens mit einem leichten Spreadanstieg. Wir bewegen uns aber bevorzugt in mittleren Laufzeiten, die von einem guten Roll-Down-Profil und einer tiefen Zinssensitivität profitieren.

Im ersten Halbjahr waren thematisch vor allem zyklische Werte gefragt. Insbesondere Energie profitierte vom unterversorgten Markt und dem Ölpreisanstieg um +51.4%. Im zweiten Halbjahr erwarten wir etwas mehr Gegenwind aufgrund höherer Realzinsen, jedoch dürften wiederum zyklische Themen von der fortschreitenden Wiedereröffnung profitieren. Auch bei den Finanzwerten sehen wir derzeit Potenzial. Wir erwarten zwar eine Rückkehr zu Kapitalauszahlungen an die Aktionäre, jedoch sorgten die Dividendenverbote der letzten 17 Monate für angemessene Kapitalpolster. Vorsichtig bleiben wir bei Sektoren wie Immobilien und Versorger, die aufgrund des fundamentalen Profils eher unter dem Zinsanstieg leiden würden.

Grosses Potenzial sehen wir ausserdem im Thema Nachhaltigkeit, das mit dem Inkrafttreten der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) im März weiteren Schub erhielt. Seither übertrumpfen sich die ESG-Neuemissionsstatistiken gegenseitig mit Rekorden. Wie beim Kreditselektionsprozess muss auch beim nachhaltigen Investieren eine solide, zukunftsgerichtete Bottom-Up-Analyse anhand eines Wertesystems der Materialität erstellt werden. Aber dazu gesellen sich auch neue Top-Down-Faktoren, die die Bewertung beeinflussen dürften, z.B. die Wahrscheinlichkeit eines künftigen ESG-QE's durch die EZB oder die Bank of England. Eine zielgerichtete Positionierung auf diesen vermeintlichen Nebenschauplätzen dürfte im Umfeld enger Spreads das Zünglein an der Performance-Waage sein.

Unternehmensanleihen aus Schwellenländern

Es war ein starkes erstes Halbjahr für Unternehmensanleihen aus Emerging Markets. Wie in unserem letzten Ausblick erörtert, erwiesen sich die Volatilität der Zinssätze und der Spielraum für engere Credit Spreads als Hauptthemen. Nach einem herausfordernden ersten Quartal wechselten die Zinssätze ihren Kurs und fielen deutlich, während das anhaltend unterstützende Kreditumfeld zu einer weiteren bedeutenden Spread-Einengung führte. In der ersten Jahreshälfte erreichten wir in der Opportunistischen Strategie eine Wertentwicklung von +1.8% (USD hedged, brutto) verglichen mit +1.3% im Vergleichsindex, wohingegen wir in der Defensiven Strategie eine Rendite (USD hedged, brutto) von -0.5% gegenüber -0.1% im Vergleichsindex erzielten. Obwohl das Risiko höherer Zinsen bleibt, sind wir zuversichtlich, dass der Rückenwind durch die fundamentale Erholung und die insgesamt attraktiven Bewertungen für starke Renditen in der zweiten Jahreshälfte sorgen werden.

- **Bewertungen:** Infolge des starken Kreditumfelds haben sich die Spreads deutlich eingeeengt. Wir bevorzugen weiterhin Hochzinsanleihen (HY) gegenüber Investment-Grade-Anleihen (IG), da wir glauben, dass erstere immer noch ein erhebliches Verengungspotenzial aufweisen. Bei IG könnte eine Untergrenze der Developed-Market-(DM)-Spreads das Aufwärtspotenzial begrenzen, doch die niedrige Duration und hohe Spreads bleiben gerade im aktuellen wirtschaftlichen Kontext attraktiv.
- **Fundamentaldaten:** Die Unternehmensbilanzen setzten ihre rasche Erholung fort. Dank einem anfänglich moderaten Bruttoverschuldungsgrad und dem starken Rohstoffumfeld haben die Fundamentaldaten den Grossteil der pandemiebedingten Verschlechterung bis zum Jahresende 2020 bereits wieder wettgemacht. Der Konsens sieht eine sehr positive Entwicklung, und einige erwarten sogar eine Verbesserung auf das beste Niveau seit 2011.
- **Technisches:** Technische Faktoren bleiben unterstützend. Das Emissionsvolumen bleibt gesund, wobei viele Erstemittenten von dem starken Kreditumfeld profitierten. Unterdessen bleiben die Zuflüsse in die Anlageklasse hoch, da die Anleger nach höher verzinslichen, qualitativ hochwertigeren Krediten mit kürzerer Laufzeit suchen.
- **Lateinamerika:** Die Politik dominierte die Entwicklungen in der Region. Die Wahl eines linksgerichteten Präsidenten in Peru zog legislative Unsicherheiten nach sich. Proteste in Kolumbien führten zu einer Verzögerung von Steuerreformen, weshalb zwei Ratingagenturen den Staat auf HY herunterstuften. Ein schwaches Ergebnis für die Konservativen bei der Wahl der chilenischen verfassungsgebenden Versammlung erhöhte die Unsicherheiten, wohingegen die mexikanischen Zwischenwahlen gut aufgenommen wurden. Fortschritte bei den Gesprächen zwischen Argentinien und dem IWF führten dazu, dass das Land die höchsten Renditen erzielte. Neben der Politik bestätigten die problematischen Signale im Zusammenhang mit Bilanzskandalen bei mexikanischen Nicht-Bank-Finanzunternehmen unsere langjährige Skepsis gegenüber diesem Sektor.
- **CEEMEA:** Der Nahe Osten profitiert weiterhin von den steigenden Ölpreisen, was einen Rückenwind für die Fiskalbilanzen und die Gesamtwirtschaft darstellt. In Osteuropa gab es einige sanktionsbedingte Unruhen, doch die Befürchtungen erwiesen sich einmal mehr als unbegründet. Wegen der engen Bewertungen bleiben wir in der Region untergewichtet. Afrika schliesslich war die Region mit der besten Performance und dürfte dies auch bleiben, teilweise wegen der boomenden Rohstoffe und des attraktiven Carrys.

- **Asien:** Chinas Kreditmärkte wurden durch die Verknappung inländischer Bankenliquidität und der Unsicherheit bezüglich der staatlichen Unterstützung in einem ansonsten günstigen wirtschaftlichen Umfeld angetrieben. Der in Schwierigkeiten geratene Immobilienriese Evergrande setzt seinen Schuldenabbau fort, aber der kurzfristige Druck bleibt hoch. Der Asset Manager Huarong überraschte die Märkte mit der Verschiebung der Bilanzierung, wobei das anschließende Kommunikationsvakuum Ängste hinsichtlich fehlender staatlicher Unterstützung im Bedarfsfall schürte. Ausserhalb Chinas entwickelten sich vor allem Macau, Indien und Indonesien angesichts ihrer attraktiven Bewertungen stark und trotzten dem Gegenwind durch die Pandemiesituation.

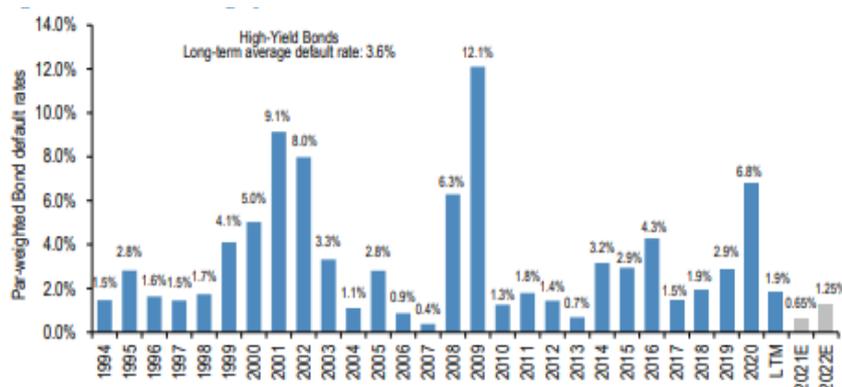
High-Yield-Anleihen

Der globale Markt für Hochzinsanleihen hat im ersten Halbjahr eine starke Rendite von 2.7% (ICE BofA Global High Yield Index, EUR hedged) erzielt. Das gute Ergebnis war vor allem auf die verbesserte Pandemiesituation durch die steigenden Impfraten und die entsprechenden Lockerungen der weltweiten Lockdowns zurückzuführen. Gleichzeitig zeigte sich in den Unternehmenszahlen, dass viele Firmen besser durch die Krise kamen als erwartet, wengleich dies nicht für alle Bereiche gilt. Darüber hinaus lieferte das von der neuen US-Regierung verabschiedete Hilfs- und Infrastrukturpaket sowie die gleichbleibend lockere Geldpolitik der Zentralbanken weitere positive Impulse. Diese breite Unterstützung liess sich bis zuletzt auch nicht von neuen Virusvarianten und lokalen Lockdowns oder gestiegenen Inflationsraten abschwächen. Insgesamt hat dies dazu geführt, dass die Renditen sowie die Kreditaufschläge für globale Hochzinsanleihen in die Nähe ihrer historischen Tiefs gesunken sind. Dies trifft insbesondere für den hochriskanten Bereich des CCC-Segments zu, wo die Spreads deutlich unter das Niveau vor der Pandemie gefallen sind.

Die Strategie hat in diesem Umfeld eine Rendite von 3.0% (brutto, EUR hedged) erzielt. Die Outperformance war insbesondere durch eine gute Titelselektion im Energiebereich, in dem viele Unternehmen von den steigenden Energiepreisen profitierten, getrieben. Zusätzlich war unser Untergewicht in Immobilien positiv, da dieser Sektor speziell durch chinesische Unternehmen unter Druck geriet. Aus der Perspektive der Ratingkategorien war unsere Titelselektion im B-Bereich stark, wohingegen unser Untergewicht im CCC-Bereich aufgrund der sehr starken Performance dieses Segments einen negativen Allokationseffekt hatte.

Wir erwarten auch für die zweite Jahreshälfte ein weiterhin positives fundamentales Umfeld. Die Wiedereröffnung vieler Dienstleistungsbereiche, insbesondere im Freizeit und Tourismus, sollte das positive Umfeld weiter stützen. Zusätzlich haben es die Zentralbanken bis dato geschafft, den Markt davon zu überzeugen, dass erhöhte Inflationsraten ein temporäres Phänomen und auf Nachholeffekte zurückzuführen sind. Spezifisch für den Hochzinsanleihenmarkt sind die stark gesunkenen Ausfallraten und die Erwartung, dass diese auch noch weiter sinken werden. Dies sollte insgesamt auch weiter für niedrige Kreditaufschläge sprechen. Risiken für dieses Szenario wären dauerhaft höhere Inflationsraten oder neue Virusvarianten, die zu erneuten Lockdowns im Herbst führen könnten. In unserem Basisszenario gehen wir jedoch davon aus, dass das zweite Halbjahr von Carry und Einzeltitelselektion geprägt sein wird und es zu keinen grösseren Verwerfungen – weder nach unten noch nach oben – am High-Yield-Markt kommt.

Chart: Die Schätzung der Ausfallraten liegt bei 0.65% für 2021 und 1.25% für 2022



Quelle: J.P. Morgan

Managed Futures

Der Fisch Trend Navigator schloss das erste Halbjahr mit einer Performance von +0.4% (USD) ab. Dies entspricht einer Underperformance gegenüber relevanten Peers, die ebenfalls eine reine Trendfolge-Strategie umsetzen (AQR: +1.4%, ASPECT CORE: +2.6%).

Positiv für die Anlageklasse waren die starken Aufwärtsbewegungen bei den Aktien und Rohstoffen. Dieser positive „Carry“ hat vor allem jene Strategien beflügelt, die nicht eine reine Trendfolge-Strategie umsetzen, sondern das Exposure auch in Korrekturphasen hochhalten.

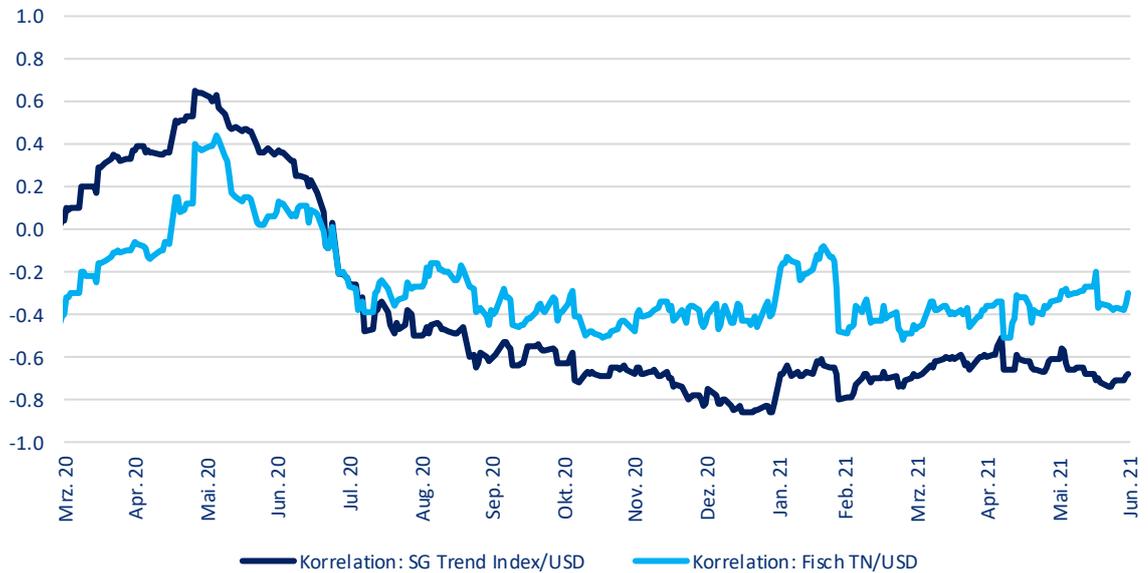
Der Fisch Trend Navigator konnte von dieser positiven Entwicklung weniger profitieren. Die Rotation innerhalb der Aktien von „Stay at Home“ zu „Reopening“-Sektoren hat sich negativ auf die relativen Trendwetten ausgewirkt. So hielt das Programm Ende Februar noch immer eine Short-Position in europäischen Aktien und verpasste damit einen wesentlichen Teil der Erholung in dieser Region. Dasselbe war bei den Rohstoffen der Fall, wo die Strategie lange den Sektor „grains“ gegenüber dem Sektor „energy“ präferierte. Auch hier verpasste das Programm die schnelle Aufwärtsbewegung der Öl-Futures und erlitt Verluste, als die „grains“ im April korrigierten.

Besonders zu erwähnen ist die hohe negative Korrelation, welche die CTAs mit dem US-Dollar aufweisen. CTAs weisen seit Beginn des Jahres 2021 eine Korrelation von ca. -0.8 zur US-Währung auf (siehe Chart nächste Seite). Anders ausgedrückt bedeutet dies, dass sich 80% der Rendite-Variation von CTAs durch den USD erklären lassen. Dieses Klumpenrisiko ist zunächst ziemlich erstaunlich, weil die meisten CTAs keine ausgeprägte Währungspositionen halten. Die hohe negative Korrelation ergibt sich aus den verschiedenen Long-Positionen bei Rohstoffen, Long-Positionen bei Aktien und der Short-Position im USD, welche die entsprechenden Trends an den Märkten widerspiegeln. Der Fisch Trend Navigator hat mit seinem einzigartigen Ansatz dieses versteckte Faktorrisiko erkannt und mit verschiedenen relativen Trades mitigiert. So baute das Modell sehr früh eine Long-USD-Position auf, als Hedge für das Long-Rohstoff-Exposure (insb. „grains“ und „energy“) im Portfolio. Diese bessere Diversifikation führte, aufgrund der Schwäche des USD und der Rohstoffe, zunächst zu einer Underperformance im Vergleich zu den Peers. Im Juni zahlte sich hingegen die geringere Sensitivität des Portfolios zum USD aus und der Fisch Trend Navigator konnte einen grossen Teil der Underperformance wieder gut machen.

Im ersten Halbjahr 2021 konnte die Weltwirtschaft – gestützt durch die massive Geldzufuhr der Notenbanken – die Coronakrise weitestgehend überwinden. Es zeigen sich aber bereits neue Wolken am Wirtschaftshorizont in Form von Virusmutationen, von zunehmenden Firmenbankrotten und von steigendem Inflationsdruck. Noch ist es nicht klar, ob die nächsten Monate doch noch von einer Rezession, von Inflation oder von neuem Wachstum geprägt sein werden. Wir erwarten, dass sich die aufgestaute Energie in den kommenden Monaten/Jahren entladen wird und sich eines der skizzierten Szenarios materialisieren wird. Unabhängig davon, welches Szenario eintritt, werden sich starke Trends ausbilden, welche die Performance von Managed Futures befeuern sollten. In Zeiten kategorischer Unsicherheit, ist der Investor mehr denn je auf konvexe Anlageprodukte angewiesen, die von jedem Marktumfeld profitieren können und echte Diversifikation liefern.

Chart: Vergleich der Korrelationen zwischen Managed Futures Index und Fisch Trend Navigator jeweils gegenüber US-Dollar

Erklärung zur Abbildung: Korrelation von Managed Futures (SG Trend Index bzw. Fisch TN) zum USD (TWI USSP – USD trade weighted index). Die Abbildung zeigt, dass im jetzigen Marktumfeld die Return-Variabilität von CTAs sehr stark durch den USD bestimmt wird. Der Fisch Trend Navigator konnte durch verschiedene relative Trades diese Korrelation deutlich geringer halten.



Quelle: Fisch Asset Management

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. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlage-, Rechts-, Steuer- oder sonstige Beratung dar und dürfen nicht als alleinige Grundlage für Anlage- oder sonstige Entscheidungen dienen. 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.

CTA (Commodity Trading Advisory) oder Managed Futures Strategien investieren weltweit in börsennotierte Finanz-, Rohstoff- und Devisen-Futures. Die Strategien sind hochkomplex und hochvolatil. Die durchschnittliche Volatilität von Managed Futures Strategien ist deutlich höher als viele andere Hedgefonds oder Absolute-Return-Strategien. Anleger müssen daher dazu in der Lage sein, auch Phasen mit höherer Volatilität auszuhalten.

Der FISCH Trend Navigator Fund ist eine offene Investment Gesellschaft, domiziliert auf den Cayman Islands. Der FISCH Trend Navigator Fund untersteht keiner Aufsichtsbehörde. Dieser Fonds darf entsprechend NICHT an nicht- professionelle Anleger vertrieben werden. Investitionen in FISCH Trend Navigator Fund werden von der Fisch Asset Management AG, dem Anlageberater dieses Produkts nur befürwortet, wenn sie die Personen persönlich kennt, die für die Investmententscheidungen zuständig sind. 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 professionelle Anlegern, sich vorgängig von Finanz-, Rechts- und Steuerexperten beraten zu lassen, die ihre individuelle Situation und das Produkt kennen. Vertreter in der Schweiz ist First Independent Fund Services Ltd., Klausstrasse 33,

8008 Zürich. Zahlstelle in der Schweiz ist Bank Julius Bär & Co. AG, Bahnhofstrasse 36, Postfach, 8010 Zürich. Der Fonds ist in keinem Land zum Vertrieb zugelassen, insbesondere nicht in den Vereinigten Staaten.

Die Anteile des Fonds sind nicht gemäss dem US Securities Act von 1933 in der jeweils gültigen Fassung (dem «Securities Act») registriert, und der Fonds ist nicht gemäss dem US Investment Company Act von 1940 in der jeweils gültigen Fassung (dem «Company Act») registriert. Dementsprechend dürfen diese Anteile weder in den Vereinigten Staaten noch US-Personen angeboten, verkauft oder übertragen werden, es sei denn eine Befreiung von der Registrierung gemäss dem Securities Act und dem Company Act besteht.

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/>

Bitte lesen Sie zu JPM CEMBI Broad Div IG Index und zu JPM CEMBI Broad Diversified Index den Disclaimer unter: <http://www.fam.ch/de/nutzungsbedingungen/>

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.