

» *IG Credit im Licht  
historischer Drawdowns*

---

Swiss Bond Congress – 21. September 2022

---

1	Historische Drawdowns	3
2	Ist Fixed Income aktuell vertretbar?	8
3	Sektorallokation spielt eine Schlüsselrolle	18
4	Fazit: Unsere bevorzugte Positionierung	23

---

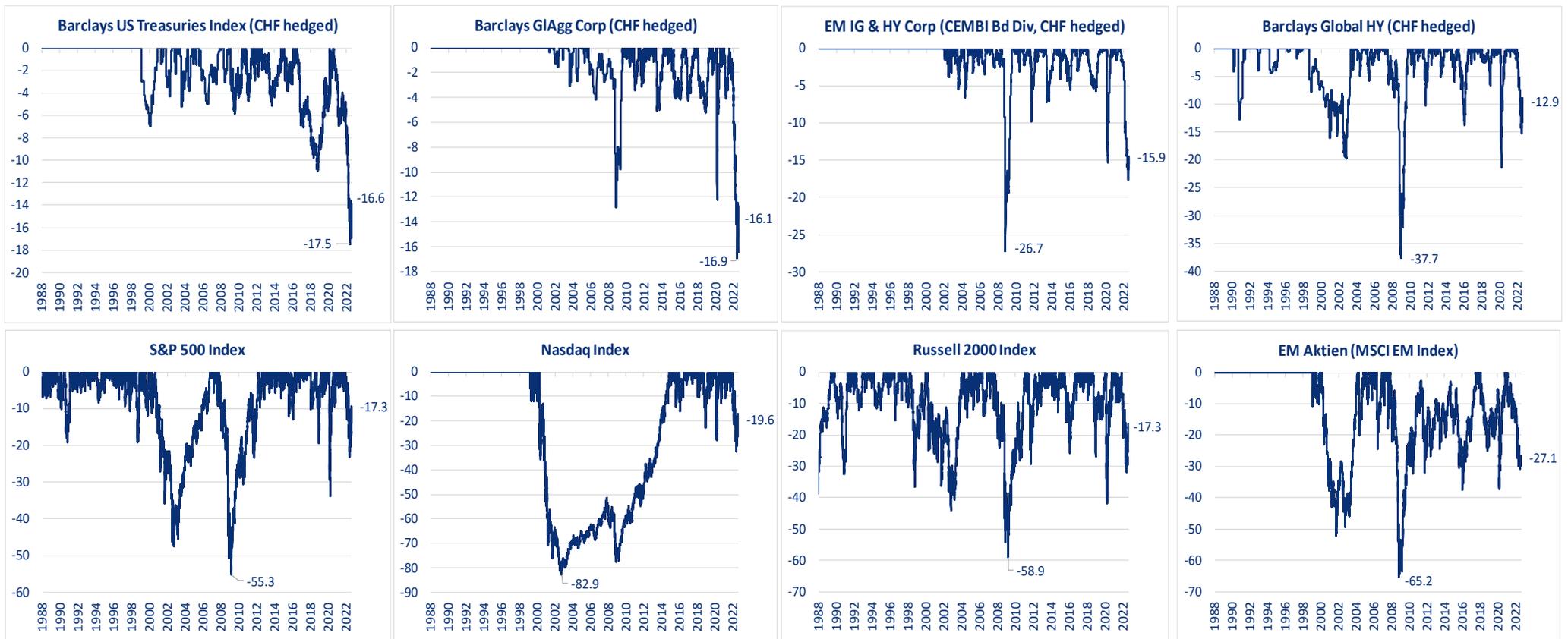
# » *Historische Drawdowns*

---

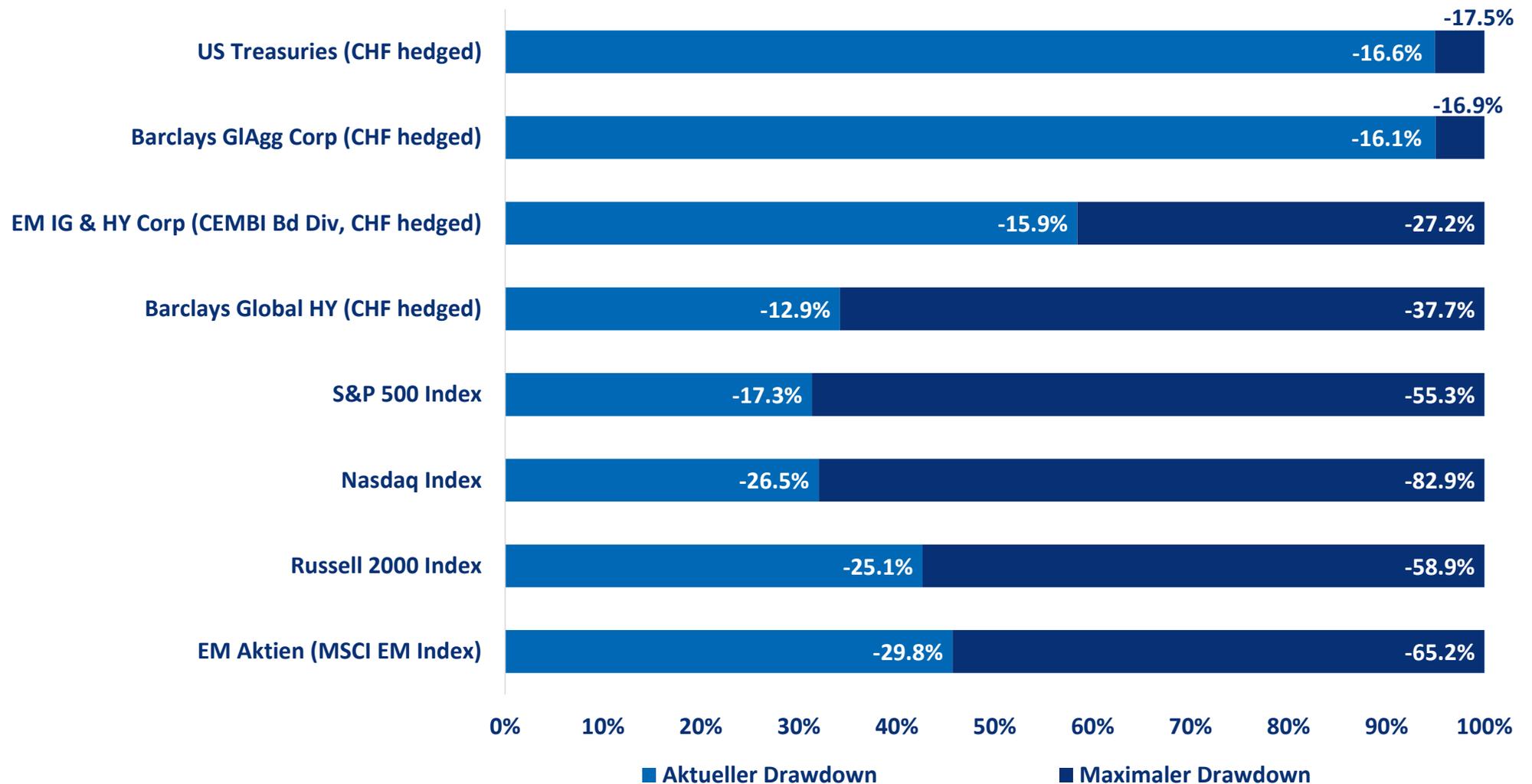
## Kapitel 1

# Historisch schlechtes Jahr, vor allem bei hochqualitativen Anleihen

Im Vergleich zu Aktien haben Anleihen in der jüngsten Korrektur viel stärker gelitten



## Der direkte Vergleich zeigt grosse relative Differenzen auf



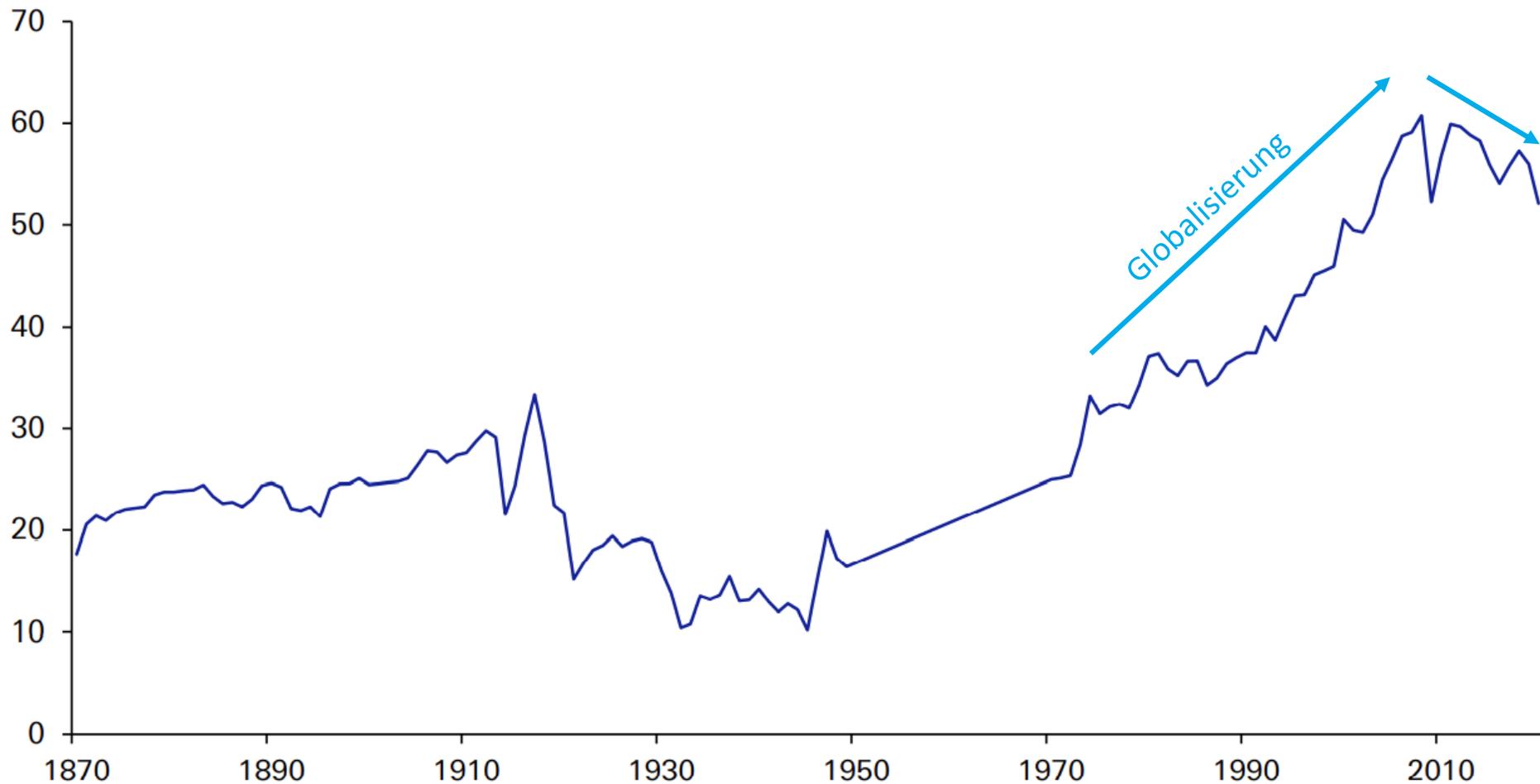
# Die Ursache: Dreissigjähriger Zins-Trend gebrochen

## Rendite von zehnjährigen US-Staatsanleihen (in Prozent)



# Deglobalisierung als einer der treibenden strukturellen Faktoren

Paradigmenwechsel: Handel als Anteil der globalen Wertschöpfung (%) sinkt



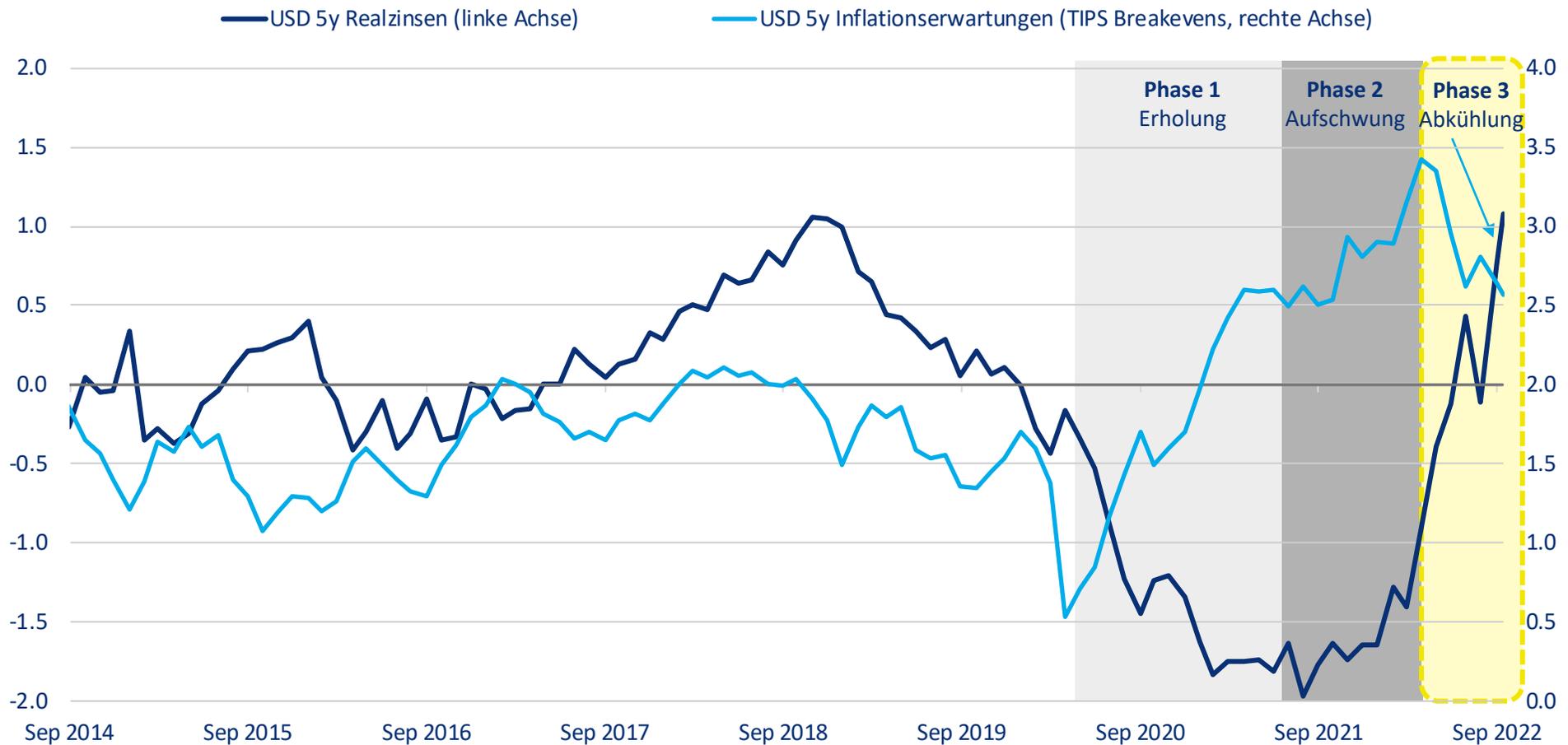
# » *Ist Fixed Income aktuell vertretbar?*

---

Kapitel 2

# Realzinsanstieg zeigt Wirkung; Inflationserwartungen reagieren

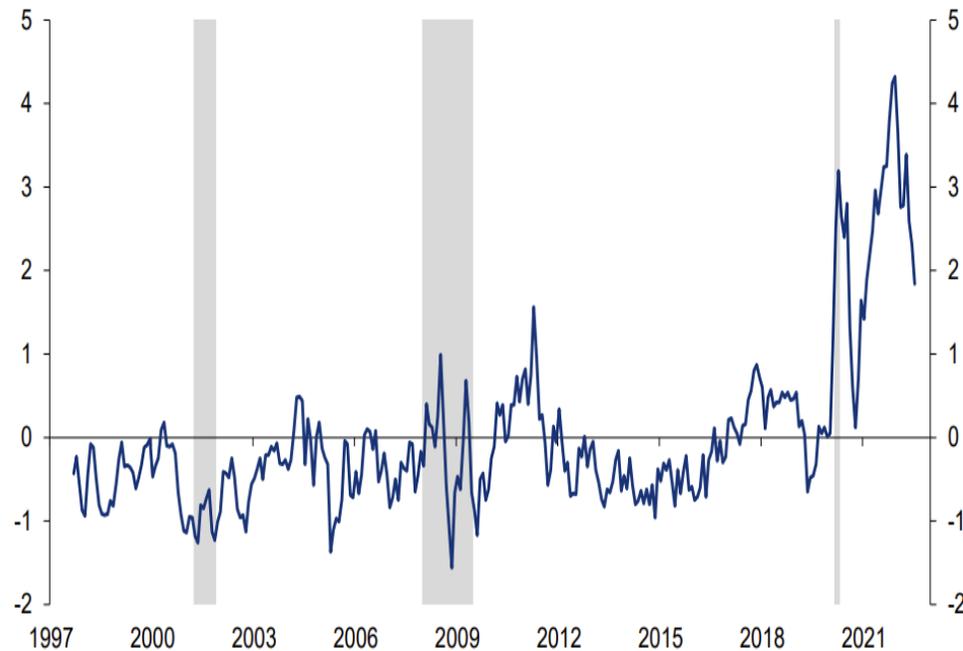
Langfristige Inflationserwartungen reagieren, die Abkühlungsphase wird eingeläutet



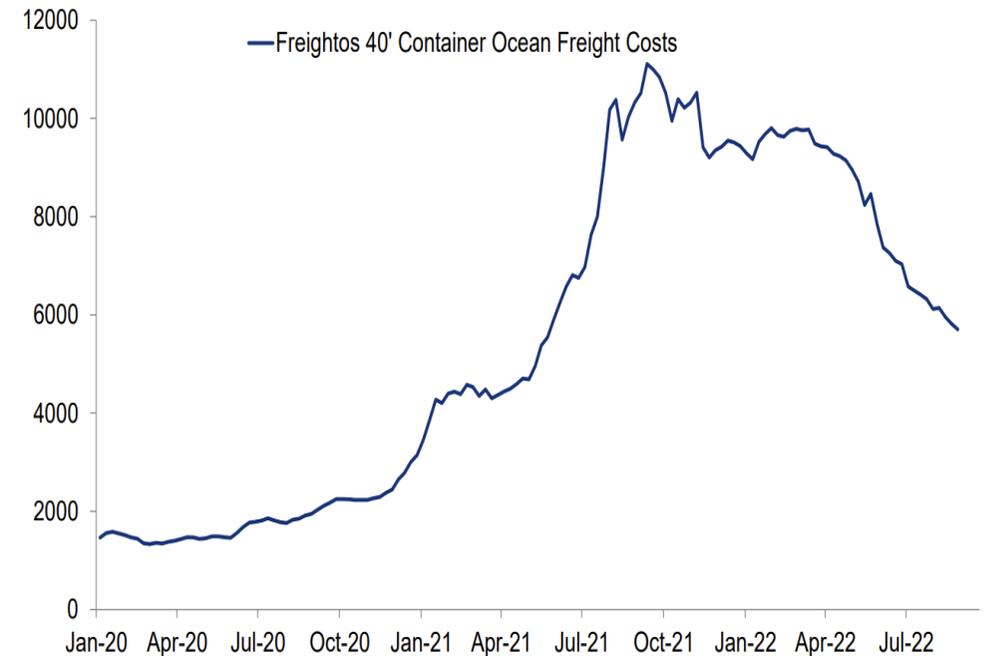
# Lieferkettenentspannung – Gutes oder schlechtes Omen?

Bitter benötigte Entspannung bei Frachtkosten ein Nebeneffekt der Wachstumsverlangsamung

## Global Supply Chain Pressure Index (StDev)



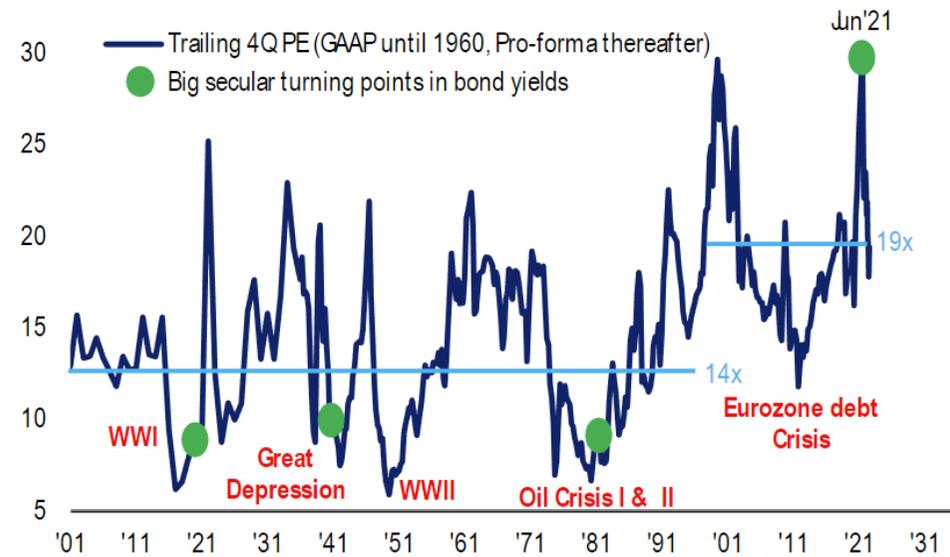
## Seefracht-Containerkosten



# Aktienmärkte – Reality Check nötig

Sowohl dies- und jenseits des Atlantiks ist bisher nur eine leichte Abschwächung in den Preisen reflektiert

**P/E Ratio S&P 500 Index**



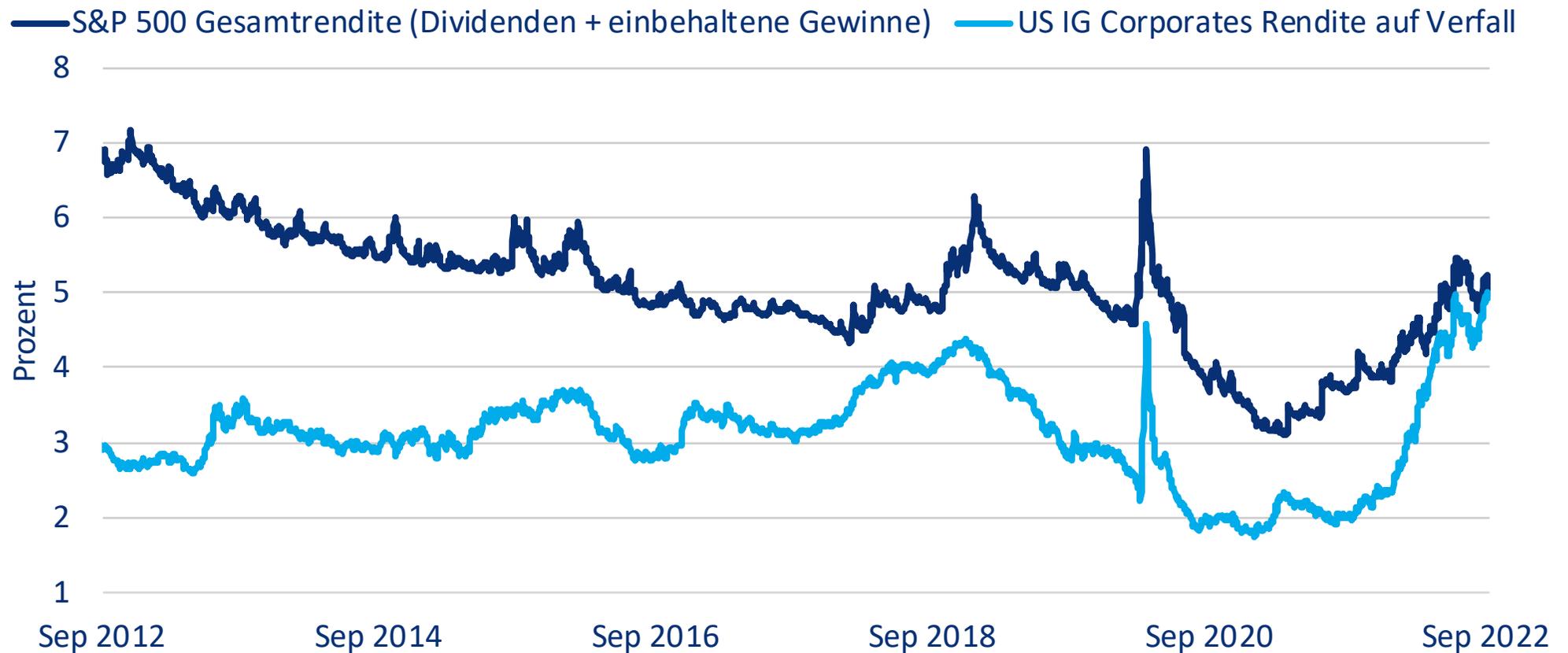
**EPS MSCI Eurozone und PMI Dynamik**



# Fixed Income ist wieder eine echte Alternative zu Aktien

## IG-Anleihen kompensieren das Risiko besser als Aktien

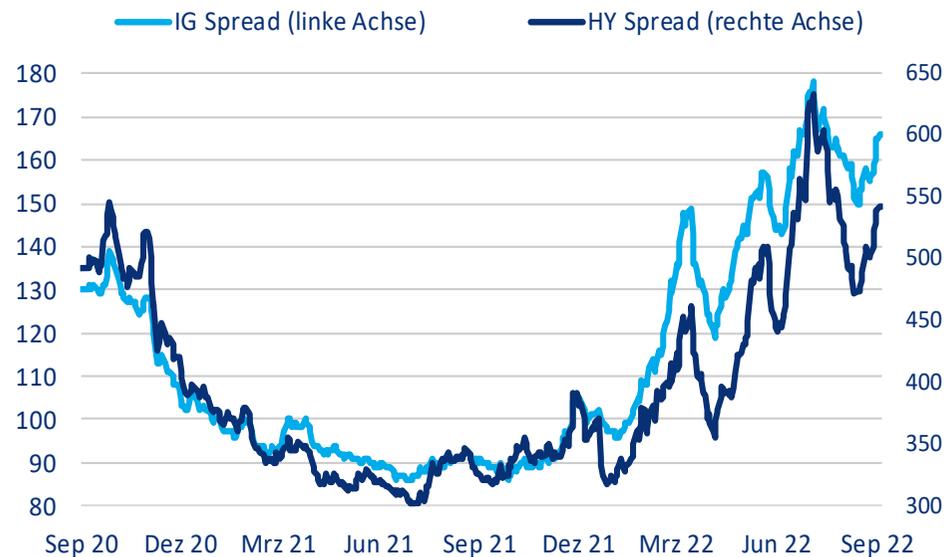
### US IG Corporates Rendite im Vergleich zur S&P 500 Gewinnrendite (EPS)



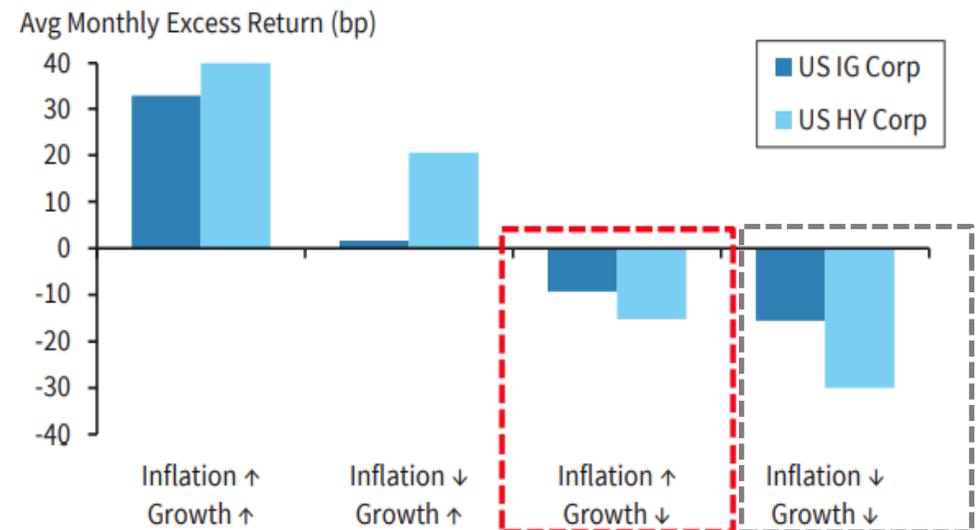
# Auch im Vergleich zu HY sieht IG Credit aktuell vorteilhaft aus

IG Spreads verhältnismässig zu schwach, obwohl IG im aktuellen Umfeld historisch besser war

## Barclays Global Agg Corp und HY Index Spread



## Historische Excess Returns in Bp. pro Monat

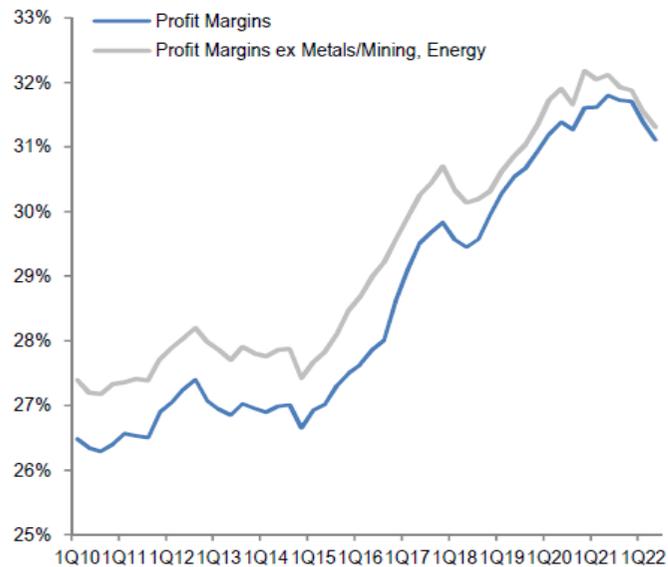


- Der Excess Return (risikogetriebener Teil der Rendite) ist für alle Anlageklassen im Reflations-Umfeld am besten und im Rezessionsumfeld am schwächsten
- Im Stagflations- bzw. Rezessionsumfeld verliert IG auf Excess Returns typischerweise nur halb so viel wie HY
- Angesichts der bereits erfolgten Spread-Underperformance in IG könnten sich zukünftige IG Excess Returns aber deutlich positiver von HY Excess Returns abheben

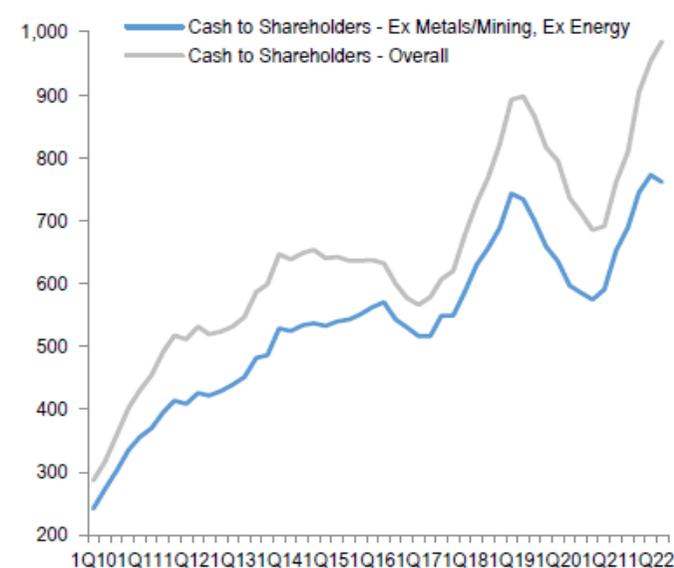
# Fundamental stehen US IG Corporates sehr solide da

## US IG Corporates sind für Makro-Gegenwind gut gerüstet

### Rekord-Gewinnmargen als Puffer



### Aber Gewinnausschüttungen steigen

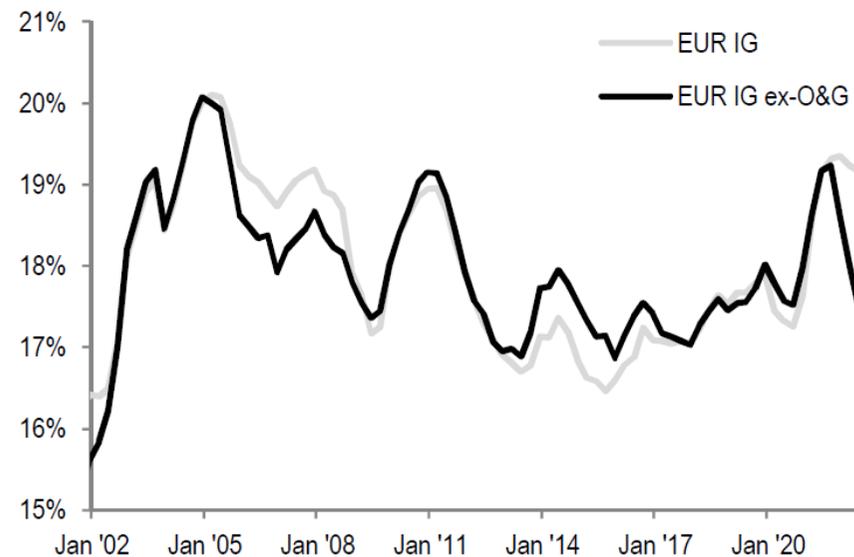


- Bisher rekordhohes Umsatzwachstum, Gewinne und Margen dienen als Puffer gegen steigende Rohstoffpreise und Lohnkosten
- Verschuldung und Liquidität sind stabil, Tendenz zu höheren Investitionen und Ausschüttungen limitieren Verbesserungspotenzial
- Rating-Momentum (Upgrade/Downgrade Ratio 2.5x) bleibt vorerst erhalten (hohe Volumen mit positivem Ausblick)

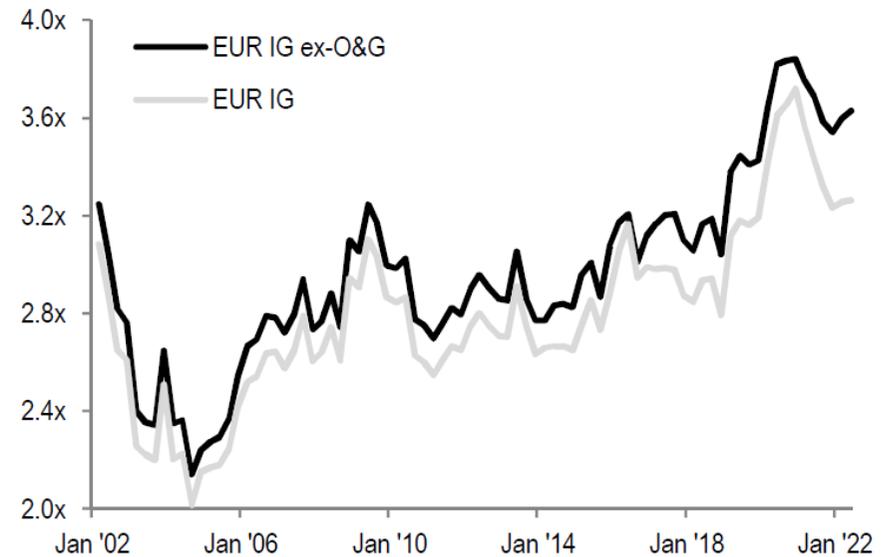
# Bei EUR IG Corporates sehen wir mehr fundamentale Risiken

## Der starke Energiesektor überdeckt derzeit Schwäche in anderen Sektoren

### Gewinnmargen kommen unter Druck



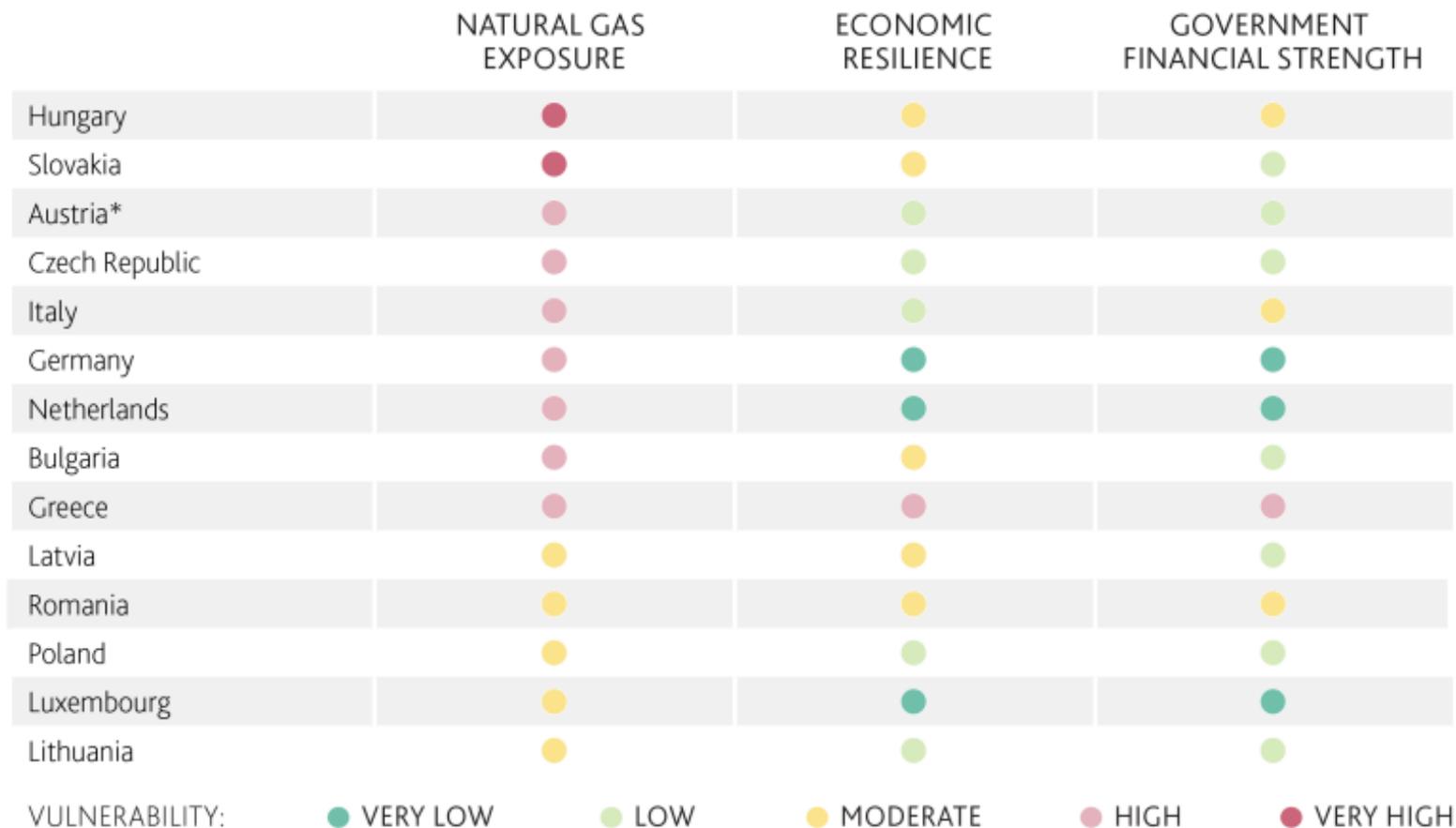
### Verschuldungsgrad tendiert höher



- Umsätze und Gewinne sind nach der Pandemie sprunghaft angestiegen
- Allerdings sind die Gewinnmargen rückläufig
- Verschuldungsraten steigen an, insbesondere wenn man den starken Energiesektor ausblendet
- Das Fallen-Angel-Risiko ist in diesem Markt nicht zu unterschätzen
- Potenzielle Energiepreisdeckelung wäre positiv für Credit, aber langfristig negativ für Zinsen

# Welche europ. Länder trifft der Gaspreisanstieg am stärksten?

Osteuropa und Italien mit der höchsten Abhängigkeit und limitierter Widerstandsfähigkeit



## Bisher beschlossene Massnahmen

Country	Funding allocated (EUR billion)	As a % of GDP
UK	174.3	6.3
Greece	6.8	3.7
Lithuania	2	3.6
Germany	125.2	3.5
Italy	49.5	2.8
Czech Republic	5.9	2.5
Spain	27.3	2.3
Austria	9.1	2.3
France	44.7	1.8
Romania	3.8	1.6
Malta	0.2	1.4
Latvia	0.5	1.4
Poland	7.6	1.3
Bulgaria	0.8	1.2
Luxembourg	0.8	1.1
Croatia	0.6	1.1
Slovakia	1.0	1.0
Belgium	4.1	0.8
Estonia	0.2	0.8
Netherlands	6.2	0.7
Cyprus	0.1	0.7
Slovenia	0.3	0.5
Finland	1.2	0.5
Sweden	1.9	0.4
Ireland	1.0	0.2
Denmark	0.5	0.1

- Viele Staaten in Europa haben bereits Massnahmen beschlossen, um Unternehmen und Haushalte in der Energiekrise zu unterstützen
- Aufgrund der weiteren Preissteigerungen wird dies voraussichtlich nicht reichen
- Energiepreisdeckel werden derzeit in vielen Ländern diskutiert
- Die Entscheidungen sind brisant:
  - Massnahmen unterstützen zwar die Wirtschaft
  - Aber sie erhöhen auch die staatlichen Ausgaben und den Finanzierungsbedarf massiv
  - Unter Umständen wird es mit diesen Fiskalmassnahmen für Zentralbanken schwieriger, die Inflation effektiv zu bekämpfen

Quelle Bruegel analysis of policies since September 2021, Bloomberg, eigene Berechnung

Note: UK figure includes some funding specified for general cost of living

# » *Sektorallokation spielt eine Schlüsselrolle*

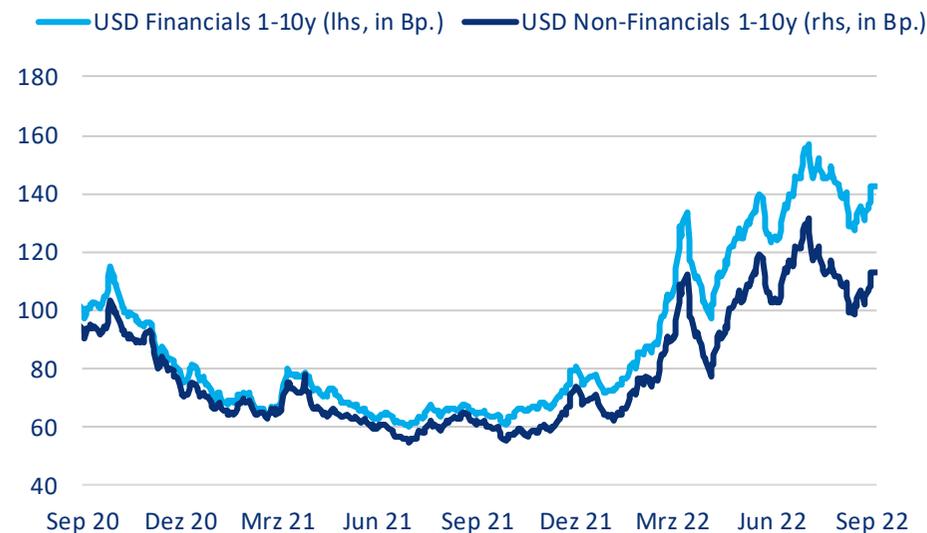
---

## Kapitel 3

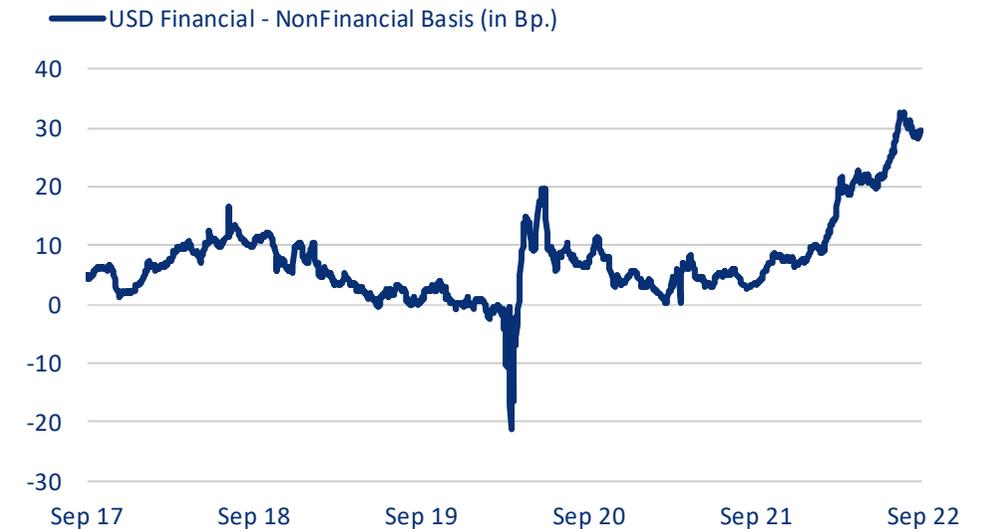
# Finanzwerte handeln bereits sehr günstig

## Anleihen aus dem Industriesektor (Non-Financials) handeln deutlich teurer

### Financial Spreads kamen deutlich mehr unter Druck



### Financials-Prämie übersteigt sogar Covid-Extrem

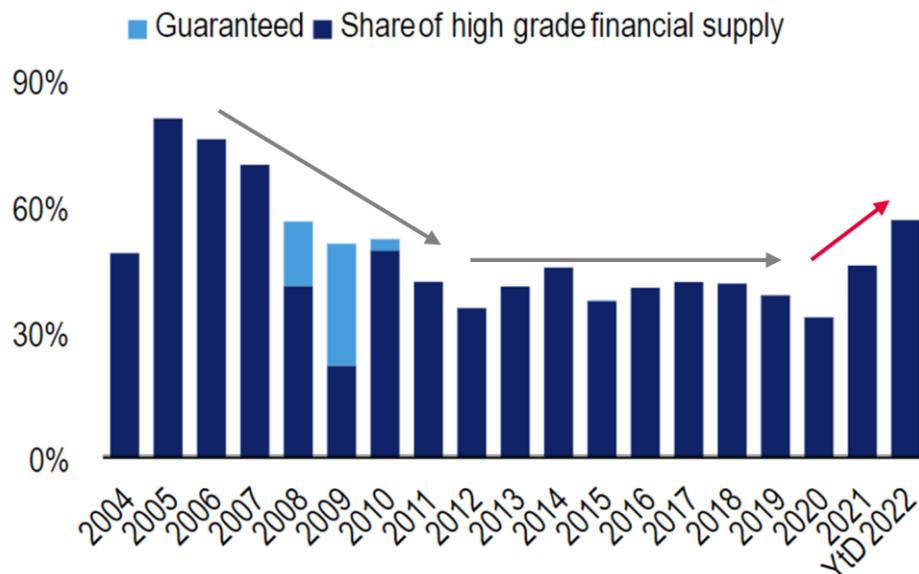


- Financials-Sektor seit Jahresanfang deutlich schwächer als Non-Financials
- Die Zusatzprämie ist mit 30 Bp. ungewöhnlich hoch und übersteigt sogar den Covid-Ausreisser
- Die Sektorallokationsentscheidung erhält dadurch eine grössere Bedeutung

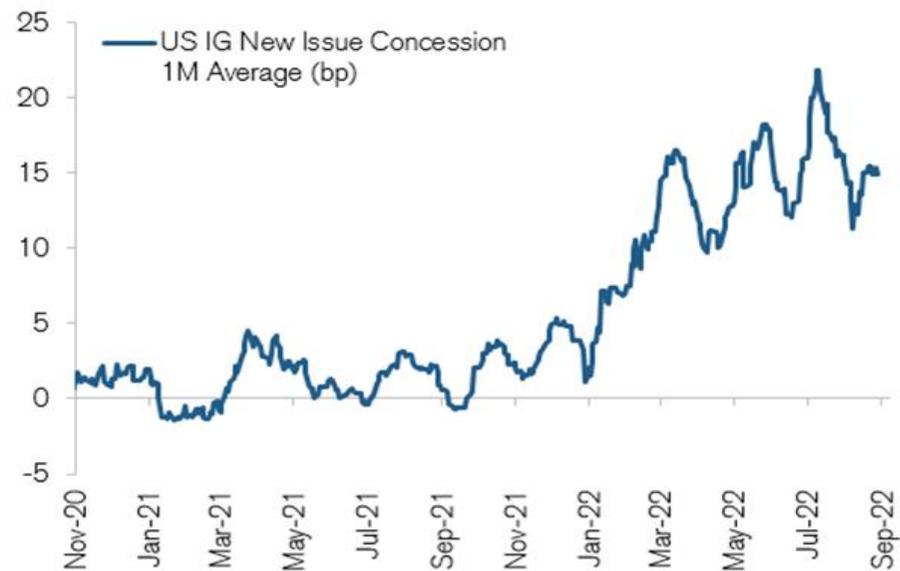
# Primärmarkt dieses Jahr entscheidend für Sektor>Returns

## Hohe Neuemissionsvolumen von Financials begründen die Schwäche des Sektors

### Financials-Anteil an Neuemissionen steigt stark an



### Hohe Neuemissionsprämien aufgrund Verunsicherung



- Das derzeit recht normal hoch ausfallende Gesamtangebot trifft auf reduzierte Nachfrage (Abflüsse aus Mutual Funds, weniger Nachfrage der institutionellen Investoren aufgrund hoher Zinsvolatilität)
- Primärmarkt-Emittenten bezahlen daher überdurchschnittlich hohe Neuemissionsprämien, was die Spreads am Sekundärmarkt ausweiten lässt
- Aufgrund des höheren Financials-Anteils ist der Sektor von der Dynamik stärker betroffen

# Aber: Wieviel Sinn machen Financials derzeit im Portfolio?

## Fundamentale Ausgangslage: Besser als ihr Ruf

- Profitabilität verbessert sich mit steigenden Zinsen solange die Zinskurven steil sind
- Kreditqualität und Kapitalbasis stärker als noch vor der Pandemie
- Stresstests der letzten Jahre zeigen, dass insbesondere europäische Banken widerstandsfähiger geworden sind
- Positives Ratingmomentum bestätigt Verbesserungen

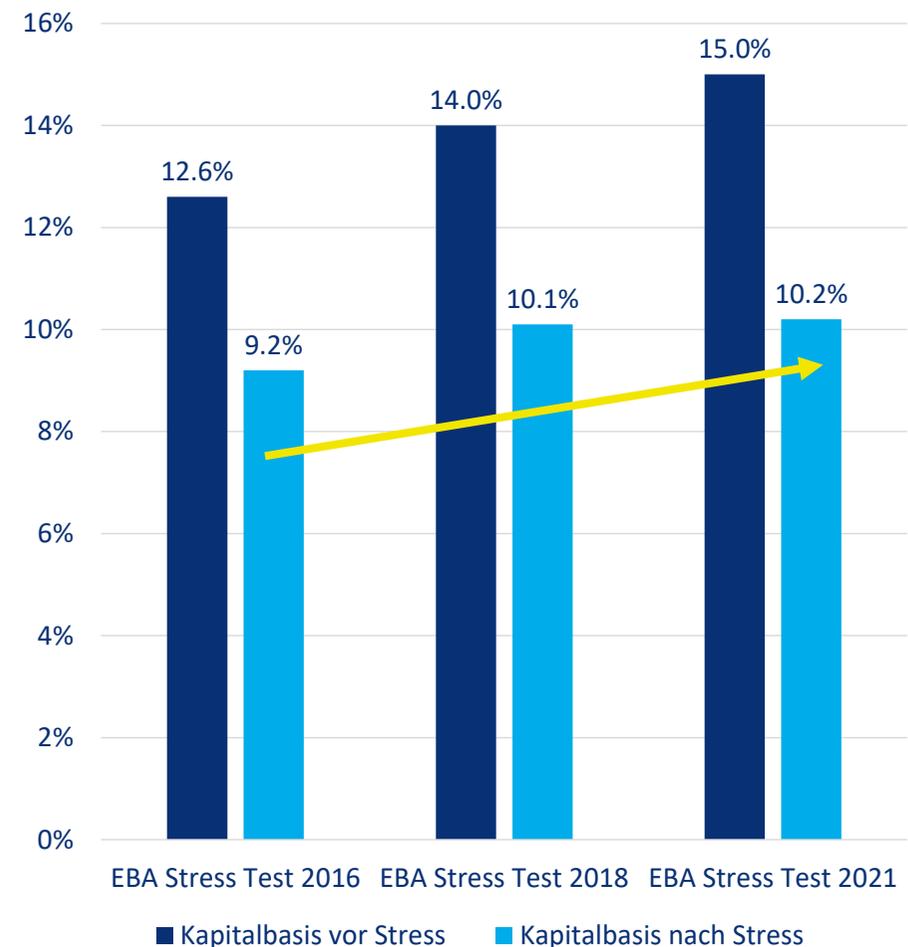
## Technisches Gefüge: Derzeit negativ

- Grosse Angebotswelle bei Financials
- Investoren sind bei Financials mittlerweile übergewichtet

## Bewertung: Attraktive Prämien und tiefere Duration

- Risikoprämien etwa 30 Bp. höher als bei Industrials
- Tiefere Duration (5 Jahre) als Industrials (7.2 Jahre)

## Kapitalbasis auch unter Stress widerstandsfähiger



# Fazit Financials

---

## Ein Übergewicht macht derzeit Sinn, auch wenn das etwas im Widerspruch zum Lehrbuch steht

- Aktuelle Unterbewertung des Finanzsektors vor allem aufgrund Angebotsdruck und nicht fundamental getrieben
- Fundamentale Risiken sind gut kompensiert, insbesondere bei hohen Qualitäten und oberen Ränge (Senior Preferred, Senior Non-Preferred)
- Technische Verzerrungen können relativ lange andauern, bieten jedoch das Potential einer attraktiven Überrendite
- Sorgfältige Titelselektion und umsichtige Portfoliokonstruktion sind als Risikomanagement-Elemente zentral
  
- Es gibt Ausnahmen. Wir sind vorsichtig bei
  - **Italienischen Banken:** Energiekrise könnte den wichtigen Industriesektor stark schwächen und die Kapitalbasis der Banken angreifen (geringer Profitabilitätspuffer). Neuwahlen (25. Sept.) politisches Event-Risiko
  - **Nordischen Banken:** Häusermarktkorrektur könnte Spuren beim Kernkapital hinterlassen, was durch die Risikoprämien derzeit nicht angemessen kompensiert wird
  - **Anleihen mit schlecht kompensierten Verlängerungsrisiken:** Frühzeitige Refinanzierung wird durch steigende Zinsen und Risikoprämien für Emittenten zunehmend unattraktiv. Neben Yield-to-Worst sollte immer auch der Spread-to-Worst analysiert werden!

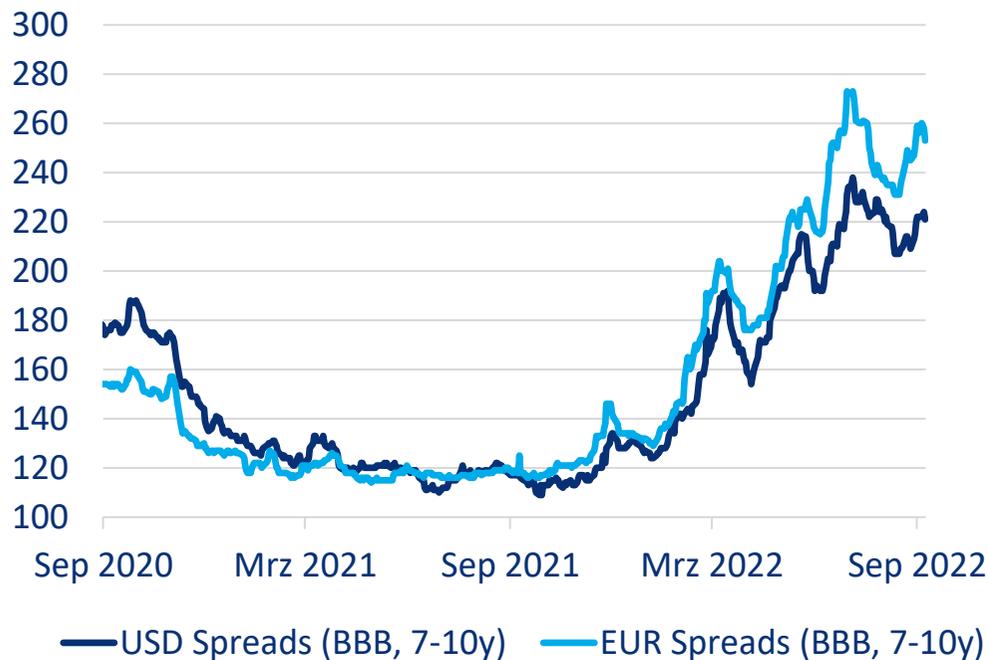
# » *Fazit: Unsere bevorzugte Positionierung*

---

Kapitel 4

# EUR IG Markt besonders günstig, auf Spread- und Renditebasis

EUR IG Spreads dieses Jahr deutlich mehr unter Druck als USD IG Spreads

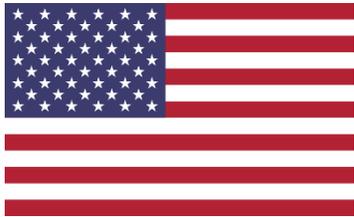


Nach Abzug der Währungsabsicherungskosten sind EUR-Anleihen 100 Bp. attraktiver als USD-Anleihen



- Absicherungskosten für USD derzeit bei 3% für Investoren in CHF und 2.5% für Investoren in EUR
- EUR-Anleihen trotz der Unsicherheit deutlich attraktiver bei vergleichbarer Qualität und Duration
- Der Sweet Spot: EUR-Anleihen von US-amerikanischen Schuldner (Reverse Yankees)

# Marktview und Positionierung



## USD IG Credit

Inflation rückläufig (zäher Fortschritt)  
Zinsbewegung weiter fortgeschritten  
Corporate Fundamentals robuster

USD Kreditspreads ggü. EUR relativ teuer

Währungsabsicherungskosten sehr hoch  
(2.9% p.a. für CHF)

### Positionierung

- Neutrale Duration
- Untergewichtung Kreditrisiko



## EUR IG Credit

Inflation noch leicht steigend  
Frage der Schuldennachhaltigkeit  
Corporate Fundamentals fragiler

EUR Kreditspreads ggü. USD sehr günstig

Tiefe Währungsabsicherungskosten  
(0.5% p.a. für CHF)

### Positionierung

- Kurze Duration
- Übergewichtung Kreditrisiko  
(Financials und US-Emittenten in EUR)



## GBP IG Credit

Inflation steigt rasant  
Hohe Staatsausgaben für Energy-Price  
Guarantee Scheme (ca. 6% GDP) könnten  
weiteren Zinsanstieg auslösen

GBP Kreditspreads ggü. EUR teuer.

Technischer Gegenwind durch Verkauf  
von Bondportfolio der BoE

Währungsabsicherungskosten sehr hoch  
(2.2% p.a. für CHF)

### Positionierung

- Kurze Duration
- Untergewichtung Kreditrisiko

# Disclaimer (1/3)

---

Bei der vorliegenden Dokumentation handelt es sich um eine Marketingunterlage und nicht um eine Finanzanalyse.

Die Information in diesem Dokument wurde von Fisch Asset Management AG ("Fisch"), Bellerivestrasse 241, 8008 Zürich, zusammengestellt.

FISCH UMBRELLA FUND ist eine Investmentgesellschaft mit variablem Kapital in der Form einer Aktiengesellschaft nach luxemburgischen Recht.

Die Verwaltungsgesellschaft des Fonds ist die Universal-Investment-Luxembourg S.A..

Für die Richtigkeit der verwendeten Daten wird keine Haftung übernommen. Der Wert der Anteile und die erwirtschaftete Rendite können sowohl steigen als auch fallen. Sie werden von Marktvolatilität und Wechselkursschwankungen beeinflusst. DIE HISTORISCHE PERFORMANCE IST KEINE GARANTIE FÜR DIE ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNG. Die dargestellte Performance basiert auf den NAV-Zahlen und entspricht der Netto-Performance, d.h. die Fondskosten sind in den Performancezahlen enthalten. Nicht berücksichtigt sind evtl. Kosten bei Kauf und Rücknahme von Anteilen. Nachfolgend ein Beispiel für die Berechnung der Zeichnungsgebühr: Wenn ein Anleger 1.000 EUR in einen Fonds anlegt, der eine Zeichnungsgebühr in Höhe von 5% berechnet, bezahlt er an seinen Finanzintermediär 47,62 EUR aus dem Anlagebetrag und zeichnet somit Fondsanteile für einen Betrag in Höhe von 952,38 EUR. Ausserdem können mögliche Kontoführungskosten (der Verwahrstelle) das Ergebnis schmälern.

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.

Die Zusammenfassung der Rechte von Anlegerinnen und Anlegern ist auf der Website [fam.ch](http://fam.ch) unter der Rubrik Rechtliche Hinweise, Cross Border Fund Distribution, unten auf der Seite erhältlich.

Vor einer Anlage ist die jeweils zuletzt veröffentlichte Fassung des Verkaufsprospekts des Fonds, der wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), des Verwaltungsreglements, des Halbjahres- und des Jahresberichts zu lesen und eine Anlage sollte erst nach Beratung durch einen unabhängigen finanz- und Steuerspezialisten getätigt werden. Die aktuell gültigen Dokumente sind unter [fundinfo.com](http://fundinfo.com) abrufbar.

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. Insbesondere darf dieses Dokument nicht US-Personen zur Verfügung gestellt, überreicht oder in den USA verbreitet werden.

Der Verkaufsprospekt, die wesentlichen Anlegerinformationen, das Verwaltungsreglement sowie Jahres- und Halbjahresberichte sind für alle Jurisdiktionen bei der Verwaltungsgesellschaft oder im Internet unter [fundinfo.com](http://fundinfo.com) kostenlos erhältlich.

## Disclaimer (2/3)

---

Der Vermögensverwalter kann jederzeit die Beendigung der Vereinbarungen beschliessen, die für den Vertrieb des Fonds oder der Teilfonds des Fonds in einem bestimmten Land getroffen wurden.

**SCHWEIZ:** Der Verkaufsprospekt, die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), die Statuten sowie die Jahres- und Halbjahresberichte sind in deutscher Sprache beim Vertreter und Zahlstelle in der Schweiz (RBC Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Bleicherweg 7, 8027 Zürich) oder im Internet unter [fundinfo.com](http://fundinfo.com) kostenlos erhältlich.

**DEUTSCHLAND:** Der Verkaufsprospekt, die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), die Statuten sowie die Jahres- und Halbjahresbericht sind in deutscher Sprache bei der deutschen Zahl- und Informationsstelle Marcard, Stein & Co AG, Ballindamm 36, 20095 Hamburg oder im Internet unter [fundinfo.com](http://fundinfo.com) kostenlos erhältlich.

**ÖSTERREICH:** Der Verkaufsprospekt, die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), die Statuten sowie die Jahres- und Halbjahresberichte sind in deutscher Sprache bei der österreichischen Zahl- und Informationsstelle Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank Aktiengesellschaft, Hypo-Passage 1, 6900 Bregenz oder im Internet unter [fundinfo.com](http://fundinfo.com) kostenlos erhältlich.

**BELGIEN und ITALIEN:** Dieses Dokument ist nur zum internen Gebrauch durch Finanzintermediäre, institutionelle oder professionelle Anleger bestimmt und darf nicht an Dritte weitergegeben werden. Insbesondere soll dieses Dokument nicht als Werbematerial im öffentlichen Vertrieb oder in öffentlichen Angeboten des Fonds, Teilvermögens oder Anteilklassen verwendet werden. **Belgien:** Die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) sind in deutscher, französischer und holländischer Sprache, der Verkaufsprospekt, die Statuten sowie die Jahres- und Halbjahresberichte sind in englischer Sprache im Internet unter [fundinfo.com](http://fundinfo.com) erhältlich. **Italien:** Die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) sind in italienischer Sprache, der Prospekt, die Statuten sowie die Jahres- und Halbjahresberichte sind kostenlos in englischer Sprache im Internet unter [fundinfo.com](http://fundinfo.com) erhältlich.

**FRANKREICH:** Dieses Dokument ist nur zum internen Gebrauch durch Finanzintermediäre, institutionelle oder professionelle Anleger bestimmt und darf nicht an Dritte weitergegeben werden. Insbesondere soll dieses Dokument nicht als Werbematerial im öffentlichen Vertrieb oder in öffentlichen Angeboten des Fonds, Teilvermögens oder Anteilklassen verwendet werden. Der Verkaufsprospekt sowie die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) können in französischer Sprache, die Statuten sowie die Jahres- und Halbjahresberichte können in englischer Sprache im Internet unter [fundinfo.com](http://fundinfo.com) bezogen werden.

**SPANIEN:** Die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) sind in spanischer Sprache, der Verkaufsprospekt und die Statuten sowie Jahres- und Halbjahresberichte sind in englischer Sprache beim spanischen Vertreter Allfunds Bank, S.A.U., in Calle de los Padres Dominicos 7, Madrid 28050 oder im Internet unter [fundinfo.com](http://fundinfo.com) kostenlos erhältlich.

**LIECHTENSTEIN:** Die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), der Verkaufsprospekt und die Statuten sind in deutscher Sprache, Jahres- und Halbjahresberichte sind in englischer Sprache bei der VP Bank AG, 9490 Vaduz, Liechtenstein oder im Internet unter [fundinfo.com](http://fundinfo.com) kostenlos erhältlich.

## Disclaimer (3/3)

---

Sofern nicht anders angegeben, ist die Quelle Fisch. Fisch hat aus externen Quellen stammende Informationen nicht eigens geprüft und Fisch kann weder ausdrücklich noch stillschweigend garantieren, dass diese Informationen korrekt, zutreffend oder vollständig sind.

Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG IST EINE Marke und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und ihren Tochtergesellschaften (gemeinsam "Bloomberg"). BARCLAYS ist eine Marke und Dienstleistungsmarke der Barclays Bank Plc (gemeinsam mit ihren verbundenen Unternehmen "Barclays"), die unter Lizenz verwendet werden. Bloomberg oder Bloombergs Lizenzgeber, einschliesslich Barclays, besitzen alle Eigentumsrechte an den Bloomberg Barclays Indizes. Weder Bloomberg noch Barclays genehmigen oder befürworten diese Berichterstattung oder garantieren die Richtigkeit oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder geben eine ausdrückliche oder stillschweigende Garantie in Bezug auf die daraus zu erzielenden Ergebnisse und soweit gesetzlich zulässig, lehnen jegliche Haftung oder Verantwortung für Verletzungen oder Schäden, die damit im Zusammenhang stehen, ab.

Die Informationen stammen aus Quellen, die als zuverlässig erachtet werden, aber J.P. Morgan übernimmt keine Gewähr für deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Der Index wird mit Genehmigung verwendet. Der Index darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung von J.P. Morgan nicht kopiert, verwendet oder verbreitet werden. Copyright 2022, J.P. Morgan Chase&Co. Alle Rechte vorbehalten.

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