

Wandelanleihen Update – Anspruchsvolles Umfeld

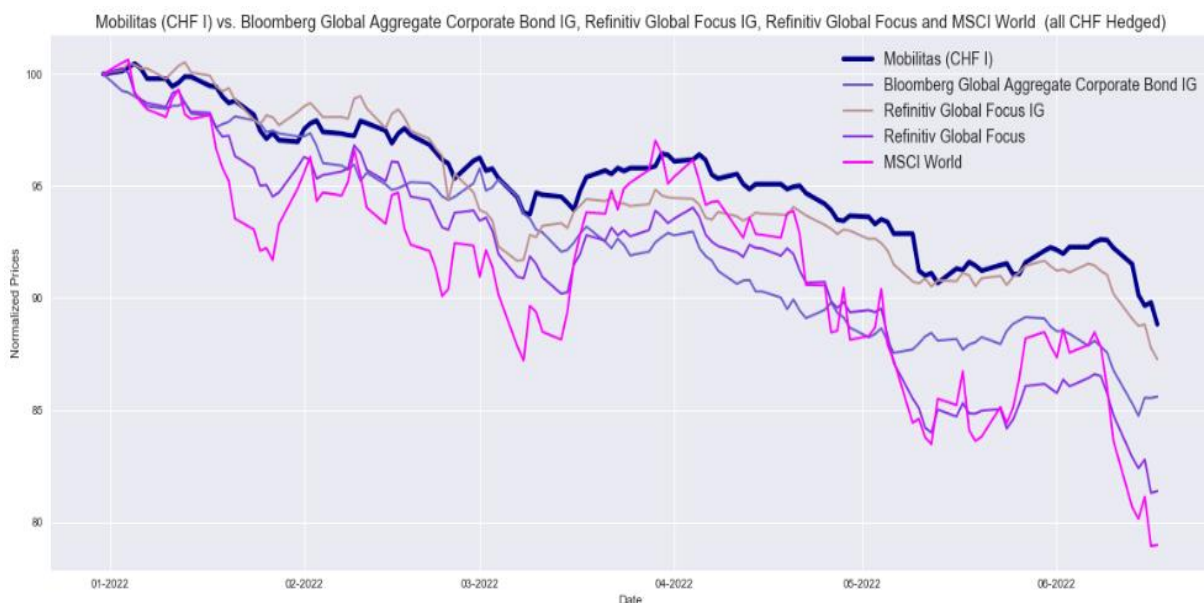
Das Jahr 2022 präsentiert sich bis jetzt als äusserst herausfordernd. Gleich im Januar begann eine Zinsbewegung nach oben, welche bis zur Jahresmitte beeindruckende Ausmasse annahm. Die Zentralbanken haben die Inflationsentwicklung unterschätzt und kämpfen nun darum, die Kontrolle zurückzuerlangen. Russlands Krieg in der Ukraine und Chinas hartes Einschreiten gegen Corona-Ausbrüche erschweren dieses Vorhaben. Eine deutlich restriktivere Geldpolitik vor dem Hintergrund einer sich bereits abschwächenden Konjunktur belastet die Aktienkurse und sorgt für höhere Kreditaufschläge.

Performance

Nach knapp einem halben Jahr (Stand 17.06.2022) notiert der Refinitiv Global Focus Index bei -18.6%, während sich der Refinitiv Global Focus Investment Grade Index mit -12.7% besser halten konnte. Fast alle Performance Treiber der Wandelanleihen waren negativ: Aktien liegen mit mehr als 20% im Minus, die Zinsen stehen rund 2% höher und die Kreditaufschläge haben sich in etwa verdoppelt.

Die steigende Volatilität, die die Wandlungsoption theoretisch wertvoller macht, ist in einem solchen Umfeld von untergeordneter Bedeutung. Ein verminderter Risikoappetit und vereinzelte Abflüsse sorgen für Druck auf die relativen Bewertungen.

Year-to-date Performance

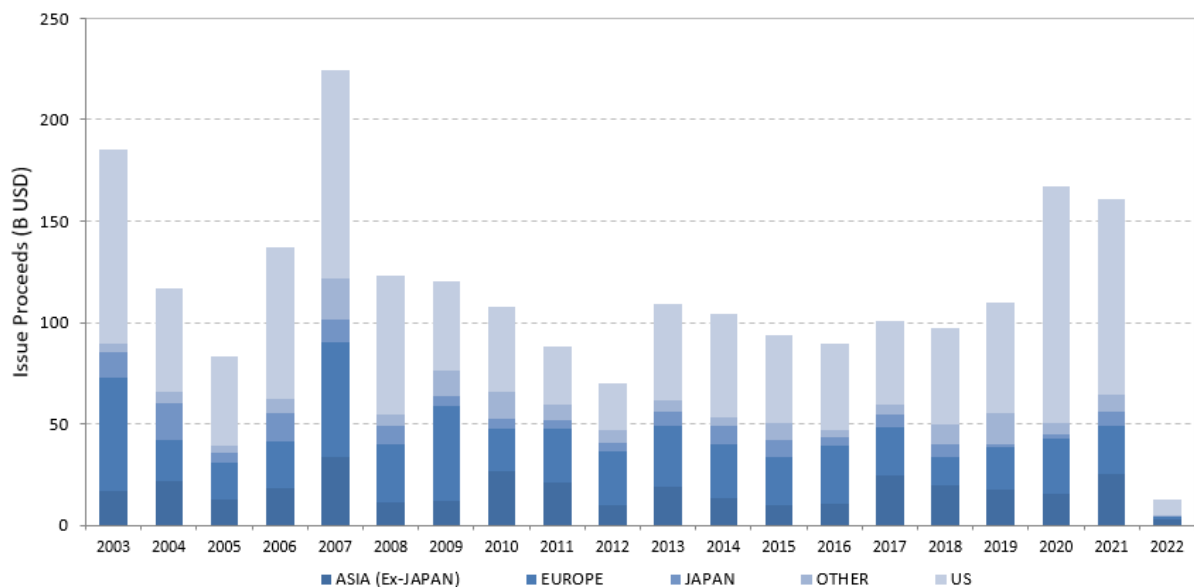


Grafik 1. Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 bis 17.06.2022

Marktstruktur

In einem unsicheren Markt sind Neuemissionen meist dünn gesät. Mit einem bis dato äusserst mageren Volumen von USD 14 Milliarden an neuen Wandlern bestätigt sich dies auch 2022. Nach zwei sehr guten Emissionsjahren stellt diese Durststrecke aber kein Problem dar.

Neuemissionen globale Wandelanleihen



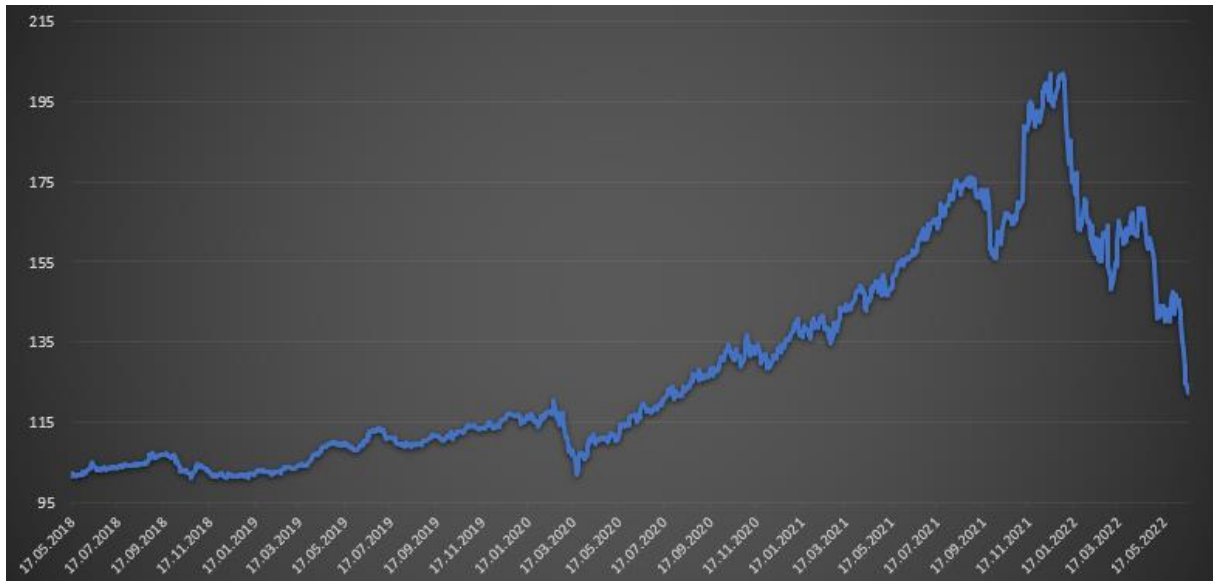
Grafik 2. Quelle: Refinitiv. Zeitraum: 31.12.2021 bis 31.05.2022

Allerdings hat sich das Profil eines Teils der 2020 und einer Mehrheit der 2021 begebenen Papiere von ausgewogen in Richtung anleiheähnlich verschoben, da die Aktienkurse nach unten korrigierten. Mit tieferen Deltas sind diese Wandelanleihen weniger von weiteren Aktienkursverlusten betroffen, partizipieren aber auch in geringerem Umfang an einem möglichen Rebound. Sie kommen daher nur bedingt in Frage, um das typischerweise gesuchte, ausgewogene Profil eines Wandlerportfolios darzustellen.

Mittelfristig dürften wieder vermehrt Neuemissionen (die immer im ausgewogenen Bereich begeben werden) an den Markt kommen. Schliesslich haben die Unternehmen einen Anreiz, die steigenden Zinskosten zu minimieren. Solange sich die Märkte jedoch nicht beruhigt haben, bleibt vor allem der Sekundärmarkt, um das Portfolio im gewünschten Bereich zu halten. Diesbezüglich kommen uns viele ältere ausstehende Titel entgegen - im wahrsten Sinne des Wortes.

So befindet sich zum Beispiel Sika 0.15% 2025 (emittiert 2018) im Sinkflug und notiert zu Kursen, die wohl kaum jemand wiederzusehen erwartet hätte.

Sika 0.15% 2025



Grafik 3. Quelle: Bloomberg. Zeitraum: 17.05.2018 bis 17.06.2022

Noch ist die Aktiensensitivität mit über 60% eher hoch und der Bond Floor bei 95% ein gutes Stück weit weg. Doch nach einer Korrektur von über 45% in der Aktie liegt eine Erholung durchaus im Bereich des Möglichen. An dieser würde der Wandler mit lediglich 7% Wandelprämie schön partizipieren. Ausgehend von einem zuverlässigen Bond Floor darf damit gerechnet werden, dass die Konvexität der Anleihe eventuelle weitere Kursverluste abfedern würde. Von den ursprünglich CHF 1.65 Mia. sind gemäss Bloomberg noch 1.4 Mia. ausstehend, der Rest wurde gewandelt. Damit ist immer noch eine gute Liquidität gegeben. Der Vollständigkeit halber sei hier noch erwähnt, dass die Anleihe in einem Jahr vorzeitig kündbar wird, sofern die Aktie mindestens 30% über dem Wandlungspreis notiert. Diesen «Soft Call», falls er denn ausgeübt wird, gilt es nicht zu verpassen.

Ausblick

Derzeit spricht wenig für positivere Märkte. Das Fed ist entschlossen, die Inflation in den Griff zu bekommen, auch wenn dies zu einer Rezession führen sollte. Jerome Powell möchte wohl kaum als derjenige Fed-Chef in die Geschichtsbücher eingehen, der 40 Jahre Glaubwürdigkeit in der Inflationsbekämpfung zunichte gemacht hat. Die Straffung der Geldpolitik der meisten Zentralbanken geschieht vor dem Hintergrund einer sich bereits abschwächenden Konjunktur und dem anhaltenden Krieg in der Ukraine. Das Ziel ist ein Soft-Landing der Wirtschaft, doch dieses zu erreichen, dürfte sich als echte Herausforderung erweisen.

Immerhin verfügen viele Konsumenten und Unternehmen über gesunde Reserven. Aus China kommen vermehrt unterstützende Nachrichten. Ausserdem ist die Marktstimmung bereits sehr negativ, nachdem in einigen Segmenten die Korrektur ausgeprägt war und kaum eine Anlageklasse vor Verlusten schützte.

Aktien bieten als Realwerte üblicherweise ein gewisses Mass an Inflationsschutz. Sie verfügen unserer Ansicht nach über etwas Erholungspotential. Auch die Kredit Spreads eskompieren bereits ein gutes Mass an Risiko. Sollte sich das Rezessionsszenario materialisieren, dürfte der Druck bei beiden aber noch einmal steigen. Auf der Anleihe Seite locken die gestiegenen Renditen. Inflationbereinigt bleibt davon allerdings nicht viel übrig. Ausserdem sehen wir keinen nennenswerten Rückgang bei den Zinsen in nächster Zeit, was die Kursfantasie einschränkt.

Wir bleiben unserer defensiven Strategie im Mobilitas Global Convertible Fund selbstverständlich treu. Diese verhalf uns zu einer – zumindest relativ gesehen – stabilen Performance. Es gehört zu unseren Aufgaben, die Konvexität im Portfolio und damit eine asymmetrische Partizipation an den Märkten sicherzustellen. Wir erreichen dies durch geeignete Umschichtungen. Wandelanleihen sind derzeit günstig bewertet und bieten mit ihrem konvexen Profil eine gute Möglichkeit, mit limitiertem Risiko an den Märkten zu partizipieren. Die defensive Strategie eignet sich insbesondere als Alternative zu reinen Obligationenfonds, da die Chance auf positive Realrenditen gewahrt bleibt.