

Comeback der Wandelanleihen mit defensiven Strategieansätzen

Februar 2022



Wie bereits im vierten Quartal durch die US-Notenbank (Fed) angekündigt, wird sie die bereits eingeleitete Normalisierung der Geldpolitik fortsetzen, die Geldzufuhr schrittweise drosseln und die Leitzinsen erhöhen.

Zudem werden die fiskalischen Massnahmen der G7-Regierungen schrittweise schrumpfen, da die Covid-bedingten Auswirkungen langsam nachlassen. Die toxischen Jahre, getrieben durch die billige Geldflut, werden nun der Vergangenheit angehören und volkswirtschaftliche Daten als auch global relevante Unternehmensberichte treten wieder ins Zentrum der Aufmerksamkeit. Somit ist der Wechsel von einem von Liquidität getriebenen Umfeld zu einem an Fundamentaldaten orientierten Markt eingeleitet. Als Konsequenz daraus rechnen wir mit einer deutlich höheren Volatilität am Aktienmarkt und einer Verschiebung risikobehafteter Anlagen. Wir haben festgestellt, dass es einen deutlichen Umschwung bei der Performance von den Growth- hin zu Value-Titeln gab. Tech-Werte haben besonders gelitten, die bislang ihre hohen Bewertungen auch mit den niedrigen Zinsen rechtfertigen konnten. Eine zentrale Komponente spielt in diesen Zusammenhang die unsichere Inflationsentwicklung. Die Verbraucherpreise in den Euroländern sind im Dezember 2021 auf Jahressicht um 5 Prozent gestiegen. Dies ist die höchste Teuerungsrate seit Einführung des Euros. Im November 2021 stieg die Inflationsrate in den USA auf 6.8 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat. Zudem sank die Arbeitslosenrate auf unter 4 Prozent und die Löhne stiegen stärker als angenommen. Die Erholung setzt sich weiter fort, aber mit einer geringeren Dynamik. Dies bekräftigt die Fed, die eingeleiteten Massnahmen fortzuführen. Die Kernfragen sind, wie nachhaltig der Teuerungsdruck sein wird, wann mit höheren Zinsen gerechnet werden dürfte und wie die Kapitalmärkte die mittel- bis langfristige Inflationsentwicklungen einschätzen.

Wir gehen davon aus, dass auf makroökonomischer Seite mit positiven wie auch mit negativen Überraschungen in diesem Jahr gerechnet werden muss. Auf absoluter Basis dürften die Gewinnausweise der Unternehmen und die volkswirtschaftlichen Daten den Kapitalmärkten weiterhin Unterstützung bieten, jedoch ist mit erhöhten Unsicherheiten zu rechnen.

Aktien bleiben ein zentraler Baustein einer jeden Vermögensallokation. Die Renditeerwartungen für 2022 sind deutlich geringer als im Vorjahr und liegen erwartungsgemäss unter dem historischen Durchschnitt. Im Bonduniversum ist der Status-Quo unverändert. Investoren müssen sich auf Opportunitäten fokussieren oder deutlich höhere Kreditrisiken in Kauf nehmen.

Comeback der Wandelanleihen mit defensiven Strategieansätzen

Februar 2022



Wenn bei klassischen Anleihen die Renditen stark steigen und die Kurse fallen, schlägt die Stunde der Wandelanleihen. In solchen Marktphasen liefern sie historisch betrachtet positive Erträge.

2021 haben Wandelanleihen etwas Federn lassen müssen und konnten an das starke Vorjahr nicht anknüpfen. So gab der Refinitiv Global Focus Convertibles Index (EUR hedged) gute zwei Prozent im Jahresverlauf nach. Wandelanleihen konnten die teilweise starken Korrekturen der Aktien-Underlyings zumeist abfedern und demonstrierten auch vergangenes Jahr ihre Fähigkeit, das Risiko trotz aktivem Aktienexposure nicht linear zu reduzieren. Die Aktien-Schwergewichte und Haupttreiber der grössten Aktienindizes wie Microsoft, Alphabet, Apple, Amazon, Tesla etc. sind im Wandelanleihenmarkt nicht vertreten und ein ungewöhnlich grosser Anteil des Wandelanleihenuniversums korrigierte und deswegen weichte die Performance 2021 stark von jener des Aktienmarktes ab. Das Universum des globalen Wandelanleihenmarktes unterscheidet sich in seiner Zusammensetzung spürbar vom globalen Aktienmarkt. Wir stellen fest, dass ein signifikanter Teil des Anlageuniversums eine grössere Korrektur hinter sich hat und betrifft mehr als 50 Prozent aller Titel im Universum. Die Bewertungsniveaus der Wandelanleihen liegen unter dem langjährigen Durchschnitt. Wir bewerten das Profil des Wandelanleihenmarktes Anfang 2022 als ausgewogener als vor einem Jahr und sehen interessante Opportunitäten. Durch die tiefere Kurs-Sensitivität zu Aktien und dem Bondfloor bewirken Wandelanleihen eine tiefere Volatilität in abwärtstendierenden Märkten. Die enthaltene Call-Option ermöglicht eine positive Asymmetrie in aufwärtstendierenden Märkten. Entsprechend profitieren Anleger von diesen beiden Attributen.

Aufgrund unserer defensiven Positionierung konnten wir das vergangene Jahr positiv abschliessen und blicken mit unserer jahrzehntelang erprobten Strategie optimistisch in die Zukunft. Auch sind wir der Meinung, dass die Wachstumsphase durch Qualität abgelöst wird.

Wir investieren ausschliesslich in weltweite Wandel- und Umtauschanleihen im Investment-Grade-Bereich, um einen hohen Kapitalschutz zu gewährleisten. Diese Qualität führt insbesondere bei einer starken Ausweitung der Kreditspreads zu stabilen Bondfloors, während die Aktiensensitivität stark verringert wird. Dabei wird dem Aspekt einer breit diversifizierten Risikostreuung und Positionierung im hybriden Bereich (Delta nahe 50) Rechnung getragen. Non-Investment-Grade-Anleihen werden partout gemieden, da sie zu einer erhöhten Volatilität des Bondfloors führen, welche im Non-Investment-Grade-Segment speziell während schwieriger Marktphasen zu erwarten ist. Es verwässert auch das asymmetrische Partizipationsvermögen.

Comeback der Wandelanleihen mit defensiven Strategieansätzen

Februar 2022



Das Ziel der Anlagestrategie ist es, Anlegern ein optimales Diversifikationsinstrument im Hinblick auf Renten- und Gesamtportfolios zu bieten. Daher wird grosse Aufmerksamkeit auf die asymmetrische Kursbeteiligungen an den Aktienmärkten und entsprechend ein optimiertes Risiko-Rendite-Profil gelegt.

Auch dem steigenden Zinsumfeld stehen wir aus folgenden Gründen positiv gegenüber:

- Steigende Zinsen wirken sich negativ auf den Bondfloor, dafür aber positiv auf die Optionskomponente aus. Die Option der Wandelanleihe hat ein positives Rho, d.h. wenn die Inflation steigt, steigt auch der Preis der Option.
- Aufgrund des positiven Beitrags der Optionskomponente vermögen Wandelanleihen in Phasen von Zinsänderungen die zu erwartenden Wertschwankungen zu absorbieren.
- Relativ betrachtet zu reinen Anleihen bieten Wandelanleihen besonders auch während Zinserhöhungszyklen ein hohes Alpha-Potential.
- Wandelanleihen können aufgrund ihrer typischerweise kürzeren Duration bei höherer Inflation einen gewissen Schutz bieten.
- Auch bei steigenden Aktienmarktkursen gewinnen Wandelanleihen mehr als sie bei fallenden Börsen verlieren. Diese Eigenschaft bietet gerade bei stark schwankenden Aktienmärkten einen besonderen Vorteil.

Das Nischen-Segment Wandelanleihen beschäftigt uns schon seit der Gründung von EMCORE im Jahre 1998. Wir erkennen nachhaltig steigendes Interesse an Wandelanleihen, dies lässt sich anhand der gesunden Liquidität relativ zu Anleihen und Aktien ablesen. Unseres Erachtens dürften vor allem defensiv geprägte Wandelanleihen in diesem Jahr von erhöhten Volatilitätsbewertungen profitieren.