

» *Ausblick 2023* *Wandelanleihen*



Dezember 2022

Marketingunterlage



Stephanie Zwick
Head Convertible Bonds

Zusammenfassung

- Der rapide Anstieg der Zinsen hat das Wachstumssegment, in dem der Wandelanleihenmarkt überproportional vertreten ist, besonders stark getroffen.
- Mit bereits rückläufigen Aktienbewertungen und einer Erwartung von stagnierenden Zinsen auf höherem Niveau, sollten Wachstumstitel wieder besser performen.
- Die erneut positive Ablaufrendite sollte den Investor fürs Abwarten entschädigen, bis die Aktienmärkte wieder nachhaltig ansteigen.
- Die Neuemissionstätigkeit sollte in einem Umfeld höherer Zins deutlich zulegen und vermehrt neue Emittenten an den Markt bringen, wodurch sich das Universum diversifiziert und sich neue Opportunitäten bieten.

Rückblick 2022

Zu Beginn des Jahres lag der Fokus auf der Wiedereröffnung der Wirtschaft nach den durch Covid-19 bedingten Lockdowns. Insbesondere die davon stark betroffenen Unternehmen aus zyklischen Sektoren wie Industrie und zyklischer Konsum machten sich grosse Hoffnung auf eine spürbare Erholung. Entsprechend wurde auch eine Entspannung bei den Problemen rund um die internationalen Lieferketten erwartet. Die steigenden Inflationsraten wurden zunächst als temporär erachtet, sorgten dann aber zunehmend für Besorgnis hinsichtlich einer zunehmend restriktiveren Geldpolitik mit den damit verbundenen negativen Auswirkungen für die Konjunktur. Der Überfall Russlands auf die Ukraine bereitete den Hoffnungen auf eine spürbare Konjunkturerholung jedoch ein jähes Ende.

Der darauf folgende starke Anstieg der Energiepreise, die Störung globaler Versorgungsketten und die weiterhin extrem restriktive Corona-Politik der chinesischen Regierung mit den negativen Auswirkungen auf den internationalen Handel sorgten für einen weiteren massiven Anstieg der Inflationsraten. Der Krieg zwischen Russland und der Ukraine schürte die Befürchtung einer Energiekrise in Europa aufgrund der ausbleibenden Gaslieferungen aus Russland, die vor allem energieintensive Unternehmen stark treffen würde.

Die Aktien- wie auch die Wandelanleihenmärkte entwickelten sich vor diesem Hintergrund im ersten Halbjahr ausgesprochen schwach. Wandelanleihen litten hier nicht nur unter den negativen Aktienmärkten, sondern auch unter den sich ausweitenden Credit Spreads und den steigenden Zinsen. So kam der Bondfloor vermehrt unter Druck und hielt diesem in vielen Fällen nicht stand. Hintergrund ist hier das Zusammenspiel dieser drei Einflussfaktoren, die sich in diesem Umfeld allesamt negativ auswirkten. Im Sommer kam es zu einer kurzzeitigen Erholungsrally, die aber durch die anhaltend hohe Inflation und zunehmend restriktive Geldpolitik rasch wieder ins Stocken geriet.

Die weitere Zementierung der Herrschaft Xi Jinpings beim Parteitag der Kommunistischen Partei Chinas im Oktober sorgte dafür, dass die Aussichten auf weitere Reformen, unter anderem auch das Abweichen von der Null-Covid-Politik, in China einen herben Dämpfer erlitten. Hoffnungen auf eine Verschnaufpause der Fed aufgrund leicht zurückgehender Inflationszahlen liessen Aktien- und Wandelanleihenmärkte im November durchatmen. Selbst eine mögliche Jahresendrally dürfte aber nichts mehr daran ändern, dass 2022 nach dem Finanzkrisenjahr 2008 als das zweitschwierigste Jahr für Wandelanleihen in die Geschichte eingehen wird.

Bei den defensiven Strategien (IG & Defensiv) belastete die höhere Gewichtung zyklischer Werte zu Jahresbeginn die Performance spürbar. Auch der Zinsanstieg, der besonders defensive Positionen mit tieferem Aktien-Exposure belastete, trug bis Mitte des Jahres zur schwächeren Performance bei. Die Umschichtung in Unternehmen mit stabileren Geschäftsmodellen und in solche, die von den stark veränderten Rahmenbedingungen profitierten (Energie, Cyber-Security) brachte deutlich mehr Stabilität ins Portfolio.

In der opportunistischen Strategie half insbesondere das Untergewicht in zinnsensitiven Sektoren wie Immobilien- und Wachstumsunternehmen (sogenannte Long-Duration Assets). Letztere leiden aufgrund der weit in der Zukunft liegenden Gewinne besonders stark unter den steigenden Zinsen. Die Strategie profitierte zudem von einer klaren Positionierung im Energiesektor, die sich vor dem Hintergrund der europäischen Energiekrise als Stabilisator erwies. Ebenfalls zahlte sich der durchgehende Fokus auf bessere Kreditqualitäten aus, da gerade auch die tieferen Bonitäten unter den sich ausweitenden Credit Spreads Verluste verzeichneten.

Für die nachhaltige Strategie erwies sich der deutliche Anstieg der Energiepreise im ersten Halbjahr als anspruchsvolles Umfeld. Neben den Energieunternehmen wurden aus Nachhaltigkeitsüberlegungen (u.a. sehr hoher Kohlendioxidausstoß) zusätzlich Kreuzfahrt- und Luftfahrtgesellschaften gemieden, die von einer Normalisierung ihrer Passagieraufkommen profitierten. Zum Jahresende zeigten die deutlich erhöhten Zinssätze der Notenbanken sowohl an der Konjunktur-, als auch der Inflationsfront eine dämpfende Wirkung. Im Einklang mit den abflachenden Inflationserwartungen führte eine Beruhigung bei den Zinsen zu Rückenwind für nachhaltige Investitionen.

Die dynamische Strategie konnte deutlich vom Untergewicht in Immobilien und konsumorientierten Sektoren profitieren. Auch die konsequente Übergewichtung des Energiesektors trug positiv zur relativen Performance bei. Auf der Gegenseite kostete unsere Positionierung im Rohstoff- und Industriebereich, der besonders unter der Energiekrise litt. In den letzten Monaten wurde der Fokus weg von Zyklikern in Richtung (erneuerbare) Energie, sowie auf ausgewählte, stabile Geschäftsmodelle aus den Bereichen Gesundheit und Internetsicherheit gerichtet. In Bezug auf das Kreditrisiko war das Portfolio im Jahresverlauf grundsätzlich defensiv aufgestellt.

Ausblick 2023

Die im nächsten Jahr erwartete Rezession (eine detailliertere Einschätzung dazu befindet sich im Makroausblick unseres CIO) wird sich auf die Unternehmensgewinne teilweise spürbar auswirken. Am wenigsten betroffen sollten Unternehmen sein, deren Geschäftsmodell nur wenig zyklisch ausgerichtet ist und die über eine hohe Preissetzungsmacht verfügen. Erst wenn mehr Klarheit über die Tiefe und Dauer der Rezession herrscht, werden sich auch bei zyklischen Unternehmen vermehrt Chancen ergeben.

Auch die Inflation dürfte weiterhin einen deutlichen Einfluss auf Opportunitäten haben. Bei einer schnellen Trendwende sollten sich im Bereich der Wachstumsunternehmen zahlreiche Chancen ergeben. Allerdings werden wir aufgrund der hohen Unsicherheit nicht zu früh Risiken in diesem Bereich aufbauen, zumal die Zentralbanken tendenziell mit ihrer restriktiven Geldpolitik eher zu überschüssen drohen.

Das gleiche gilt für Wandelanleihen mit hoher Zinssensitivität, darunter Banken und Immobilien. Auch hier erwarten wir noch keine baldige Umkehr, die einen Aufbau von Risiken erlauben würde. Somit bleibt der Fokus zunächst auf weniger zinssensitiven Sektoren und Papieren mit kurzer Laufzeit.

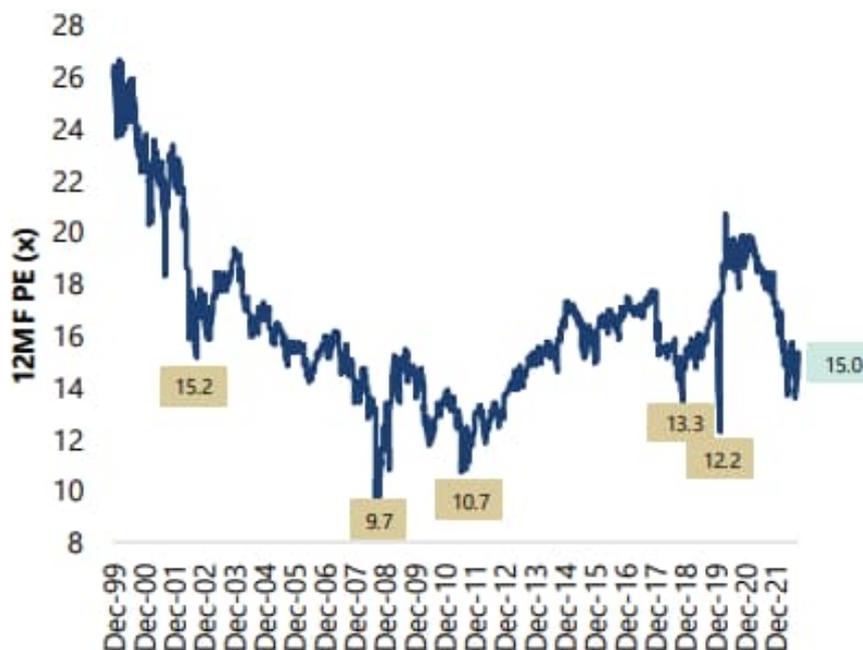
» Politische Risiken dürften zunehmend eine Rolle spielen.

Wir erwarten, dass politische Risiken eine stärkere Rolle spielen werden. Dazu zählen der Krieg in der Ukraine und die sich intensivierenden Spannungen zwischen China und den USA. Somit gewichten wir Unternehmen, deren Geschäftsentwicklung hiervon spürbar betroffen ist, weiterhin unter. Auch die zunehmend ideologische Politik in China mahnt zur Vorsicht, vor allem bzgl. chinesischer Unternehmen. Der Einfluss auf die globalen Lieferketten darf in diesem Zusammenhang weiterhin nicht unterschätzt werden. Hier wird sich nun zeigen, ob Xi Jinping Ernst macht und nach seinen ersten marktfreundlichen Aktionen weitere folgen lässt. Andererseits ergeben sich aus der absehbaren Abkehr vom Produktionsstandort China auch Chancen. Vor allem Titel, die vom Kapazitätsaufbau ausserhalb Chinas profitieren werden, bieten hier Chancen.

Sobald die Unternehmen eine Belebung der Konjunktur erkennen, wird unserer Ansicht nach auch die Emissionstätigkeit wieder spürbar Fahrt aufnehmen. Davon gehen wir vor allem bei Firmen aus, die ein hohes Wachstum erwarten. Dadurch ergeben sich zusätzliche Performancechancen.

Ausserdem hat die Zinssensitivität der Aktienmärkte aufgrund des Rückgangs der Bewertungen bereits deutlich abgenommen. Insbesondere hochbewertete Aktien werden bei steigenden Zinsen abgestraft, so dass ein Rückgang der Bewertungen diesen Effekt etwas dämpft. Wie die Grafik 1 zeigt, ist das Kurs-Gewinnverhältnis der Aktien (gemessen am S&P 500 exklusive der Top 10 Internet/Tech-Firmen) deutlich zurückgekommen. Handelte das Kurs-Gewinnverhältnis Ende 2020 noch bei stolzen 20, haben die Bewertungen auf 15 korrigiert.

Chart 1: Bewertung der Aktienmärkte

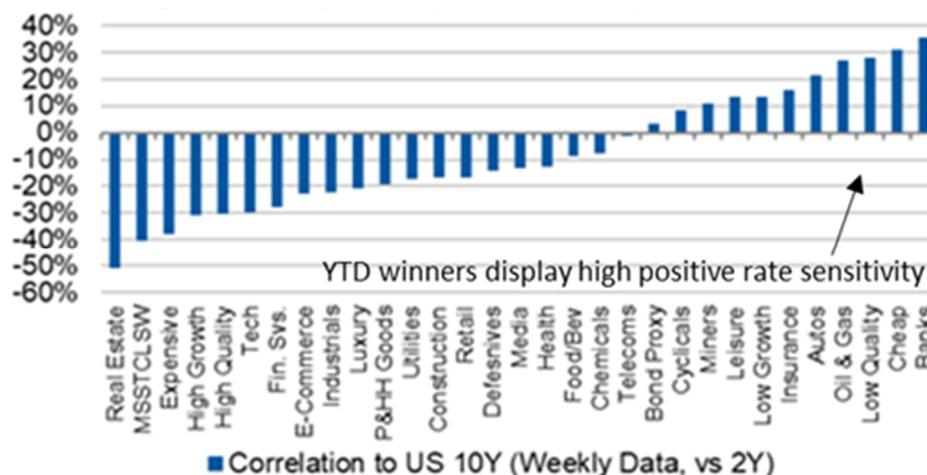


Hinweis: Verlauf der Kurs/Gewinn-Verhältnisse basierend auf der historischen Zusammensetzung und Gewichtung. Ohne die 10 größten Internet/Tech-Aktien nach Marktkapitalisierung.

Quelle Jefferies, FactSet

Bemerkenswert ist auch die Abhängigkeit der diesjährigen Sektor-Performance von der Zinssensitivität. Die stärksten Sektoren weisen die höchste positive Zinssensitivität aus, wie z.B. Banken, sowie solche, die eine tiefe Qualität haben oder günstig bewertet sind. Auf der Gegenseite erfuhren die Sektoren mit einer hohen negativen Zinssensitivität, wie Immobilien und teure Wachstumsunternehmen (Long-Duration Assets), den grössten Gegenwind (siehe Chart 2). Kombiniert mit einem Ausblick für eher konsolidierende Zinsen, sollten insbesondere die Sektoren mit hoher negativer Zinssensitivität keinen weiteren Gegenwind spüren.

Chart 2: Zinssensitivität der EuroStoxx50-Aktiensektoren seit Jahresanfang



Quelle MS EU Equity Derivatives, wöchentliche Daten ggü. Jahresanfang

Hinzu kommt, dass der im November veröffentlichte US-Konsumentenpreisindex einen ersten Rückgang verzeichnete und deutlich unter den Erwartungen lag. Sollte sich diese Tendenz im Dezember bestätigen, erlaubt dies der US-Zentralbank zumindest etwas von ihrer „Datenabhängigkeit“ abzuweichen und ihre Zinspolitik etwas flexibler zu gestalten. Dies könnte eine deutliche Verlangsamung des Tempos der Zinserhöhungen ermöglichen und die Aktienmarktbewertungen unterstützen. Davon sollten insbesondere die stark abgestraften Wachstumstitel mittelfristig profitieren.

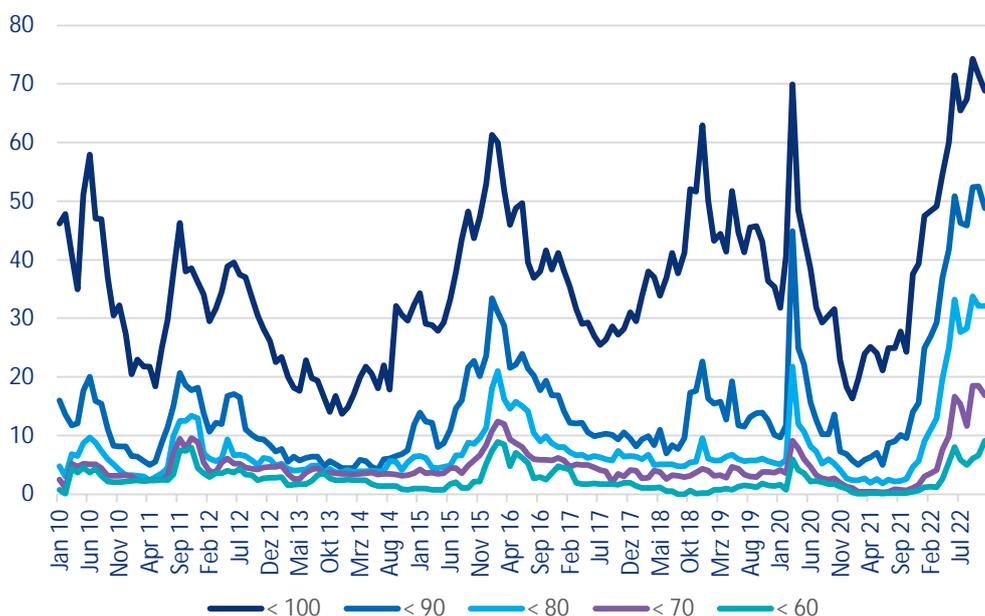
» Die Titelselektion wird für die Generierung von Performance entscheidend sein.

Dennoch erwarten wir eine anhaltend hohe Volatilität an den Aktienmärkten. Des Weiteren wird der Markt in einem Umfeld höherer Zinsen stärker differenzieren. Entgegen den letzten Jahren mit einem Umfeld von tiefen bis fallenden Zinsen, wird im aktuellen Umfeld mit hohen Zinsen die Titelselektion für die Generierung von Performance entscheidend sein, was klar für eine fundierte Bottom-Up-Selektion spricht. Folglich wird eine akribische Titelselektion im 2023 ein ausschlaggebender Faktor der Alpha-Generierung sein.

Das höhere Zinsniveau sollte erneut Wandelanleihen ins Interesse der Emittenten rücken, da sie sich in diesem Umfeld als attraktive Finanzierungslösung präsentieren. Dies sollte nebst den klassischen Emittenten von Wandelanleihen (Wachstumsunternehmen) auch Emittenten aus anderen Sektoren locken, wodurch das Wandelanleihenuniversum sich wieder breiter diversifizieren würde.

Im vierten Quartal 2022 handelt ein rekordhoher Anteil der Wandelanleihen unter ihrem Emissionskurs (> 70% der US-Wandler per Mitte Oktober 2022, siehe Chart 3). Dies führt zu einer positiven Ablaufrendite der entsprechenden Papiere. Wir erwarten keinen baldigen Pull-to-Par-Effekt, da wir weder von einer Rally an den Aktienmärkten noch von einer starken Einengung der Credit Spreads ausgehen. Die Annäherung an den Rückzahlungspreis erfolgt unseren Erwartungen nach daher graduell mit Erreichen des Rückzahlungszeitpunkts.

Chart 3: Ein Grossteil der Wandelanleihen handelt unter Emissionskurs



Quelle: Nomura Securities International, Inc.

» Wir bevorzugen im zyklischen Bereich Unternehmen mit Preissetzungsmacht.

Für die breiten Strategien (opportunistisch, nachhaltig und dynamisch) wird die weitere Zinspolitik, aufgrund der höheren Gewichtung von Wachstumstiteln in diesen Segmenten, entscheidend sein. Wie oben beschrieben sehen wir hier durchaus mittelfristige Chancen für unterstützende Faktoren, was zu einem Risikoaufbau in Long-Duration Assets im Jahresverlauf führen könnte. Für alle Strategien gilt, dass wir im zyklischen Bereich insbesondere Unternehmen mit Preissetzungsmacht bevorzugen und solche, die weniger stark von einer Rezession betroffen sind. Ausserdem werden wir hinsichtlich Kreditrisiko unsere defensive Haltung beibehalten, da das globale Makrobild immer noch auf erhöhte Risiken für anfälligere Unternehmen hinweist.

Fazit

Nachdem 2022 als zweitschwächstes Jahr in die Geschichte der Wandelanleihen eingehen wird, erwarten wir für 2023 eine deutlich verbesserte Ausgangslage. Zum einen dürften die bereits stark korrigierten Aktienbewertungen, aber auch die auf hohem Niveau tendenziell stagnierenden Zinsen für ein deutlich besseres Umfeld sorgen. In einem solchen Umfeld werden vor allem Wachstumstitel (Long-Duration Assets) profitieren, die überproportional im Wandelanleihenmarkt vertreten sind. Ausserdem bietet die positive Ablaufrendite eine zusätzliche Renditequelle. Wir gehen davon aus, dass sich die Neuemissionstätigkeit besser entwickeln wird, da Unternehmen sich einem Umfeld von höheren Zinsen vermehrt nach Alternativen umschaun werden, um ihre Refinanzierungskosten gering zu halten.

Wichtige rechtliche Hinweise

Die vorliegende Dokumentation richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Die in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen und Meinungen dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung, Empfehlung, kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder anderen Dienstleistungen oder sonstigen Transaktionen dar. Sie richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen die Bereitstellung solcher Informationen gegen lokale Gesetze und Vorschriften verstossen würde. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Haftung übernommen. Alle Meinungen und Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. DIE HISTORISCHE PERFORMANCE IST KEINE GARANTIE FÜR DIE ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNG. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen realisiert werden. Sofern nicht anders angegeben, ist die Quelle Fisch Asset Management AG. Fisch Asset Management AG hat aus externen Quellen stammende Informationen nicht eigens geprüft und Fisch Asset Management AG kann weder ausdrücklich noch stillschweigend garantieren, dass diese Informationen korrekt, zutreffend oder vollständig sind.

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

© 2022 Fisch Asset Management AG