

# Derivate

Institutionelle verkaufen Gold 43

Edelmetall reagiert kaum auf Unruhen in Nordafrika

Kupfer avanciert 43

CME Group erhöht Margin

Warrants auf SMI sind gesucht 44

Calls auf Nobel Biocare und Nestlé mit hohen Volumen



## Die Suche nach Renditetreibern

Wandelanleihen stehen vor dem endgültigen Durchbruch – Hochverzinsliche Papiere bieten attraktive Anlagechancen

ALEXANDER MUELLER

Das vergangene Jahr war in vielfacher Hinsicht erfreulich. Die Befürchtung, dass die globale Wirtschaft in eine Rezession zurückfallen könnte, ist glücklicherweise nicht eingetreten. Massive monetäre Interventionen auf Staatsebene haben das Vertrauen der Anleger gestärkt und den Unternehmen ermöglicht, ihre Gewinne zu steigern, und zwar stärker als von den Analysten erwartet. Das hat sich günstig auf Wandelanleihen ausgewirkt, sie waren im globalen Kontext das zweite Jahr in Folge eine der besten Anlageklassen. Der UBS Global CB Index in Dollar kletterte 12 (2010) und 41% (2009). Nach einer derart markanten Erholung stellt sich nun die Frage, wie viel Kurspotenzial noch vorhanden ist?

Bewertungstechnisch sind Wandelanleihen derzeit nicht teuer, sondern geringfügig zu günstig bis fair bewertet (vgl. Grafik). Das Aufwärtspotenzial für Convertible Bonds ist damit hauptsächlich von der künftigen Entwicklung der Aktienkurse und der Risikoaufschläge (Credit Spreads) abhängig.

Wegen der mangelnden Standardisierungsmöglichkeiten ist die Preisbestimmung von Wandelanleihen oftmals schwierig. Immer wieder lassen sich besonders ausserhalb des Benchmarkuniversums unterbewertete Instrumente finden. Die tiefe Bewertung schlägt sich über die Laufzeit bis zu ihrer Rückzahlung in Alpha (Überschussrendite) nieder. Weiterhin lässt sich auch in den beiden grössten Kurstreibern – den Aktien und den Credit Spreads – nicht von einer Überhitzung sprechen.

Mit Aktien haben global orientierte Anleger die letzten zehn Jahre unterm Strich kein Geld verdient. Bilanztechnisch geht es vielen Unternehmen heute besser denn je, und sie weisen historisch hohe Barbestände aus. Schliesslich ist auch nachfrageseitig ein steigendes Interesse an Wandelanleihen zu erwarten. Der vielfach prognostizierte Schub von Anlagevermögen, welches sukzessive in risikobehaftete Vehikel fließt, ist im vergangenen Jahr ausgeblieben.

Das hat aber nichts an der prekären Situation der Vorsorgeeinrichtungen geändert, welche immer noch mit den Renditevorgaben zu kämpfen haben. Es sei denn, sie wagten den Schritt zu mehr Risiko. Es sieht nun ganz danach aus, als ob dieser Schritt unmittelbar bevorsteht.

### Volumen wächst

Nicht ganz unproblematisch ist in diesem Zusammenhang das Emissionsvolumen, welches 2010 optisch ansprechend war. Es darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass gleichzeitig beträchtliche Summen von Wandelanleihen auslaufen bzw. zurückbezahlt oder frühzeitig gekündigt werden.

Gemäss Barclays Capital verschwinden so 2011 mindestens 50 Mrd. \$ vom Markt. Im Gegensatz dazu wurden im vergangenen Jahr Wandelanleihen im Wert von knapp 100 Mrd. \$ emittiert. Für 2011 rechnen Spezialisten mit einem ähnlichen Emissionsvolumen, was die Anlageklasse netto leicht anwachsen lässt. Positiv ist anzumerken, dass Neuemissionen nicht wie in vergangenen Jahren hauptsächlich auf wenige Sektoren beschränkt sind (2002 und 2003 Technologie und Telekommunikation, 2009 Finanztitel), sondern sich das Volumen über alle Branchen und Kontinente verteilt.

Im Vergleich zu den sehr aktiven Regionen USA und Asien hat momentan einzig Europa Aufholbedarf. Lateinamerika, Osteuropa inklusive Russland, der Nahe Osten und Afrika haben historisch be-



Hoch wie der Fels, den der Bergsteiger erklimmt, kann der Ertrag von Wandelanleihen sein.

BILD: BOONE SPEED/AURORA KEYSTONE

trachtet wenige oder gar keine Wandelanleihen begeben.

### Investment Grade enttäuscht

Im Universum der Wandelanleihen ist mit einer weiteren Verschlechterung der durchschnittlichen Kreditqualität zu rechnen. Momentan entstammt nur jeder fünfte europäische Convertible dem Segment mit Anlagequalität (Investment Grade, IG, Rating AAA bis BBB-), in den USA sogar nur jede zehnte.

Analysten gehen davon aus, dass in Zukunft noch mehr hochverzinsliche (High Yield, HY) Wandler an den Markt kommen, was jedoch nicht normal ist. Entstammt die Wandelanleihe doch traditionell nicht dem IG-Bereich, sondern sie wird in der Regel von wachstumsstarken Unternehmen begeben, für welche es zu teuer ist, direkt an Aktienkapital zu kommen. Somit hatte die Anlageklasse histo-

risch schon immer eine natürliche Ausrichtung im High-Yield-Bereich.

Anleger, welche sich ausschliesslich für Wandelanleihen aus dem IG-Segment entscheiden, sollten sich bewusst sein, dass sie sich auf eine kleine Menge beschränken, in der die Unterbewertung des Instruments nicht im Vordergrund steht.

Überdies handelt es sich oft um die gleichen Valoren, welche in einem typischen Blue-Chip-Portfolio auf der Aktienseite zu finden sind. Der Diversifikationseffekt wird somit vor allem in den Abschwungphasen zusätzlich gemindert.

Die Wandelanleihenindizes von Merrill Lynch zeigen ein deutliches Bild: In den letzten fünf Jahren ist die Anzahl der Titel im Merrill Lynch Global CB IG Index über 40% gesunken. Besonders in Europa hat das Anlageuniversum von Titeln mit einem IG Rating markant abgenommen, was zu Klumpenrisiken geführt hat. Im Merrill Lynch Europe CB IG befinden sich

derzeit lediglich 29 Wandler. Portugal und Spanien kommen zusammengenommen auf ein Gewicht von knapp 20%. Das erklärt auch zum Teil, wieso IG-Anleihen in der Finanzkrise versagt haben (vgl. Grafik). Die These des stabilen Bond Floors (Obligationenwert) ist in der Praxis zu einem reinen Theorem verkommen. Der Bond Floor war genau dann nicht da, als man ihn am nötigsten brauchte.

Kann man ohne die Terminologie dieses vermeintlichen Bond Floors leben, sind Wandelanleihen (IG & HY in Kombination) eine der attraktivsten Anlageklassen, die die Finanzmärkte zu bieten haben (vgl. Grafik). Diese Erkenntnis hat sich bereits im letzten Jahr im Markt durchgesetzt und einen Paradigmenwechsel ausgelöst. Viele der grossen Fondsanbieter lockerten in ihren Anlagegefässen die Restriktionen und nahmen Umschichtungen von Investment Grade zu High Yield Convertible Bonds vor.

### Wandler sind nicht ausgereizt

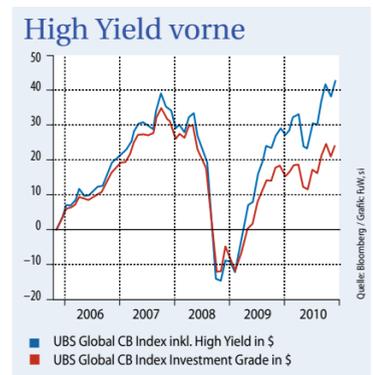
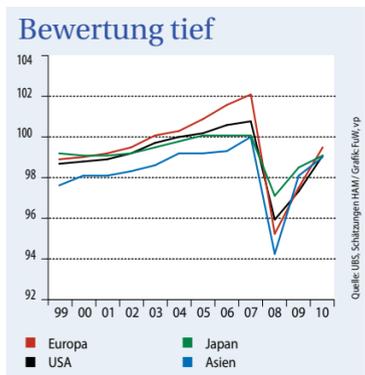
Auch von Kundenseite lässt sich ganz deutlich ein immer grösser wachsendes Interesse an hochverzinslichen Wandlern vernehmen. Auch dort herrscht Konsens über die Fortsetzung des Trends von hoher Aktivität in Fusionen und Übernahmen (M&A), in welcher bilanzstarke Unternehmen, vor allem im HY-Bereich, nach wertsteigernden Akquisitionen Ausschau halten.

Insgesamt ist mit einem guten Jahr für Wandelanleihen zu rechnen. Der Trend zur Einbindung des Instruments in die globale Asset-Allokation wird sich mit grosser Wahrscheinlichkeit noch beschleunigen.

Haben sich in der Vergangenheit hauptsächlich amerikanische und europäische Investoren engagiert, sind 2010 erstmals auch grosse asiatische Anleger aufs Parkett getreten, wobei der Grossteil aus Japan stammte. In einer Allokation in Wandelanleihen limitiert sich heute keiner der neuen Investoren mehr auf IG allein. Denn der Markt gilt als überteuert, und das Durationsrisiko (Restlaufzeit) der Langläufer mit tiefer Verzinsung ist wesentlich höher als im High-Yield-Segment.

Die Notwendigkeit, in einem knapp bemessenen Risikobudget gute Realrenditen zu erzielen, führt notwendigerweise zur Anlageklasse der Wandelanleihen. Denn die laufende Verzinsung von 3 bis 5% ist nach wie vor sehr attraktiv. Wandler können zu den Anleihen gezählt werden, denn die langfristige historische 100-Tages-Volatilität globaler Aktien beträgt 12,7%, die Schwankungsbreite weltweiter Wandelanleihen lediglich 7,5%. Scheut der Anleger den direkten Weg in die Risikoklasse der Aktien, bieten sich Wandelanleihen an, welche ein ähnliches Renditepotenzial mit etwa halbem Risiko liefern.

Alexander Mueller ist Partner und Portfoliomanager von Holinger Asset Management in Zürich.



Liesch Anleger

### Frachtindex Baltic Dry und Kupfer

Ein FuW-Leser schilderte meinem grossen Bruder Praktikus (vgl. Seite 13) sein «diffuses Gefühl betreffend der globalen Wirtschaftslage». Alle Kommentare seien optimistisch, doch der Baltic Dry Index (BDI) sei markant gefallen. Das wirft in der Tat Fragen auf. Der BDI spiegelt die Kosten für das Verschiffen von Trockengütern wie Kohle, Eisenerz und Getreide. Er gewährt somit Einblick in die Nachfrage nach Rohwaren und gilt als Frühindikator für die weltweite Konjunktorentwicklung.

Die gleiche Prognosekraft wird dem Kupferpreis zugesprochen, und die beiden bewegen sich tatsächlich im Gleichschritt. Seit 2009 klaffen sie jedoch auseinander (vgl. Grafik auf Seite 43). Während Kupfer auf Rekordniveau steht, ist der BDI seit Anfang 2010 rund 66% gesunken und notiert zurzeit sogar 90% unter dem Rekord vom Mai 2008, vor der heissen Phase der Finanzkrise.

Das ist ein tiefer Fall. Überraschend ist, dass die Frachtpreise trotz der sich erholenden Wirtschaft nach wie vor auf solch tiefem Niveau verharren.

### «Zu viele Schiffe gebaut»

Wer hat recht? Der niedrige BDI, der eine Rezession wie 2008 andeutet, oder die zuversichtlichen Kommentatoren und der hohe Kupferpreis? Oder wird er – zusammen mit den Notierungen anderer Rohwaren – durch die Geldschwemme der Notenbanken mit Tiefzinspolitik und quantitativer Lockerung (QE) nach oben gedrückt?

«Der niedrige Baltic Dry sagt uns, dass in der Frachtschifffahrt eine grosse Überkapazität besteht», erklärt der Wallstreet-Veteran und Rohstoffguru Jim Rogers, der am Donnerstag auf Einladung von Royal Bank of Scotland (RBS) an der Fondsmesse in Zürich referierte. «Die Werften haben in den vergangenen Jahren eine grosse Zahl neuer Schiffe gebaut, weitere werden folgen.» Die Schifffahrtsindustrie habe das Angebot zu stark ausgeweitet. «Das ist alles, mehr sagt uns der Index nicht.»

Zwar soll das Volumen der verschifften Güter und damit die Nachfrage 2011 weltweit 7% zunehmen. Demgegenüber steht der Kapazitätsausbau, und der reicht von Zürich bis Olten.

### Zürich–Olten

Allein in diesem Jahr sollen rund zweihundert Frachtschiffe der Grösse Capesize vom Stapel laufen. Aneinandergereiht entspricht dies einer Länge von 56 Kilometern – der Distanz von Zürich nach Olten. Die Frachtkapazität wird dadurch um 18% erhöht, besagt eine Umfrage des Informationsdienstleisters Bloomberg. Der BDI bleibt also tief.

Und was bedeutet der hohe Kupferpreis? «Es ist nicht genug Kupfer vorhanden», stellt Rogers fest. In den vergangenen dreissig bis vierzig Jahren seien nur wenige neue Minen eröffnet worden, und die Nachfrage aus Asien nehme weiterhin zu. «Dort gibt es drei Milliarden Menschen, die so leben möchten, wie Sie hier in der Schweiz. Andererseits dauert es im Durchschnitt zehn Jahre, um eine neue Kupfermine zu erschliessen und in Betrieb zu nehmen. Das Angebot kann mit der Nachfrage nicht Schritt halten.»

Der Baltic Dry zeigt: Um die Bewegung von Preisen und entsprechenden Indizes korrekt zu interpretieren, müssen immer sowohl die Nachfrage als auch das Angebot unter die Lupe genommen werden.

Ihr Derivat