

19.11.2018 | Märkte

Auch Wandelanleihen zeigen: "Nichts ist mehr so, wie es war!"

"May you live in interesting times" – das alte chinesische Sprichwort hat die Investoren letztlich eingeholt. Die Zeiten sind so interessant, dass so mancher Anlageveteran in überforderndem Erklärungsnotstand beklagt, er könne sich kaum erinnern, solche Turbulenz an den Märkten gesehen zu haben.



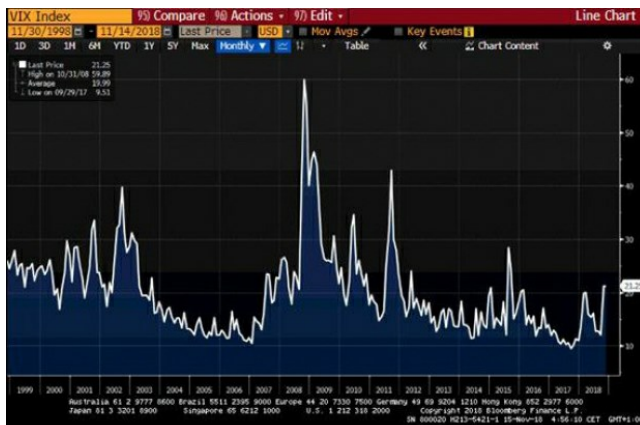
Alexander Müller, Geschäftsführer der auf das Management von Wandelanleihen spezialisierten Holinger Asset Management AG in Zürich, kommentiert die gegenwärtige Gemengelage am Markt. Sein Credo lautet: "Wir müssen in zunehmend unsicheren Zeiten lernen, mit Unsicherheit umzugehen."

Foto: © Holinger Asset Management

Ticker	Chg	Pct	5D	Chg	Pct	1M	Chg	YTD
+ NATURAL GAS	d	+32.9%		+45.3%		+59.4%		
REITS		+1.4%		+5.7%		+2.2%		
BARC GLOB HY DEBT		-1.1%		-1.6%		+1%		
+ OIL (BRENT)	d	-6.8%		-18.4%		-1.5%		
GLOBAL CONVERTS		-2.2%		-1.7%		-1.7%		
+ RISK PARITY 10%		-6%		-1.2%		-2.2%		
+ BARC GLOBAL IG DEBT		-4%		-8%		-3.5%		
+ MSCI WORLD	d	-3.2%		-1.9%		-4.2%		
+ COMMODITIES		+1.3%		-3.1%		-4.3%		
+ BIOTECH	d	-8.2%		-7.4%		-4.5%		
HEDGE FUNDS		-1%		-1.4%		-4.9%		
+ US HY CORPORATES	d	-1.8%		-1.8%		-5.3%		
+ GOLD	d	-1.2%		-1.3%		-7.6%		
+ US IG CORPORATES	d	-6%		-1.2%		-8.1%		
+ EUROSTOXX50	d	-1.3%		-2%		-8.5%		
+ US ENERGY	d	-6.7%		-9.6%		-9.5%		
+ JPM EMMA BONDS		-7%		-1.6%		-10%		
+ MSCI EM MARKETS	d	-2.6%		-4%		-16.4%		
BITCOIN		-13.5%		-13.1%		-61.2%		

Defensive Qualitäten: Wandelanleihen überzeugen und verhalten sich unaufgeregter als so manche schussicher geglaubte Anlageklasse. Die Kursrückgänge waren vergleichsweise bescheiden.

Foto: © Bloomberg



Dabei ist der Vorwurf von Nachlässigkeit beim Anlegerverhalten fehl am Platz. Anstatt sich von überschwänglicher Euphorie vereinnahmen zu lassen ist es im Gegenteil in den vergangenen Monaten zu einem regelrechten Sport geworden, im Marktbild nach Signalen von Stress zu suchen, die auf das Ende dieses überdurchschnittlich langen Bull-Marktes hindeuten würden.

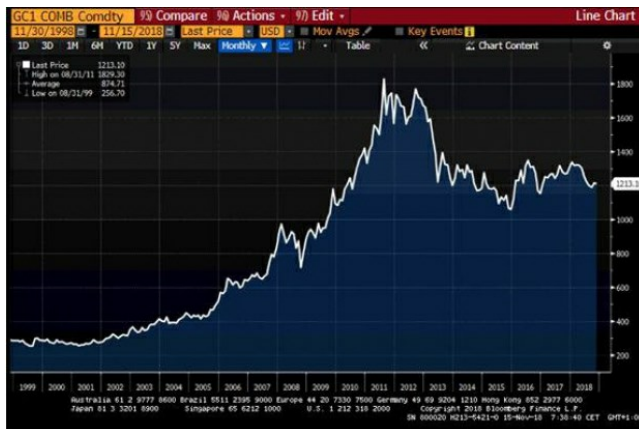
Die Märkte scheinen den Anlegern einen Streich zu spielen, denn die Anzeichen von Stress zeigen sich dabei nicht in erster Linie dort, wo man sie als erstes vermuten

würde.

Zu den typischen Verdächtigen gehört etwa der VIX-Index (Bild). Diese Geigerzähler haben sich in ihrer Messverlässlichkeit schlecht bewährt und erklären die derzeitigen Marktverwerfungen nur unzureichend.

Müller: "Wirklich überraschend kommt das nicht, denn spiegelbildlich wie das Marktgeschehen der letzten Jahre vorwiegend unterhalb der Indexebebene mit zunehmender Renditedispersion stattfand, zeigt sich die Volatilität nun ebenfalls uneinheitlich und lediglich in bestimmten „pockets“ - dafür nun aber in bisher kaum gekannter destruktiver Vehemenz, wie der VIX-Chart veranschaulicht. So reagierte der VIX als Gradmesser für Nervosität mit einem lediglich kleinen Zucken. Nicht nur Müller fragt sich: Wäre es vielleicht möglich, dass die Signalkraft des VIX deshalb leidet, weil er Volatilität am falschen Ort misst?

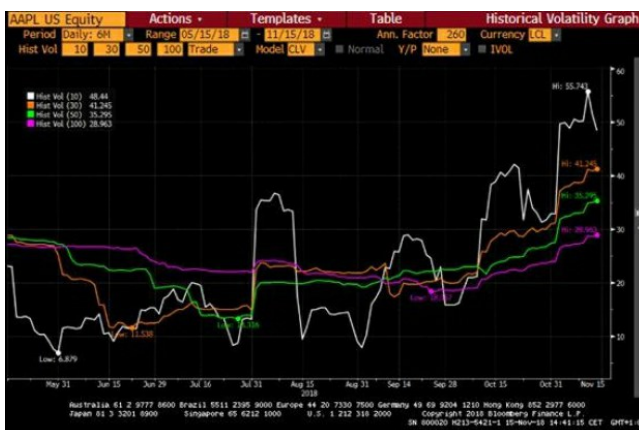
Foto: © Bloomberg



Zu den typischen Verdächtigen gehören neben dem VIX-Index, die langfristigen Zinsen (10Y-Treasuries), die Credit Spreads für High Yield-Schuldner oder auch Gold (siehe Bild) als unkorrelierte Anlage.

Angesichts des Goldpreis-Charts müsste man sich fragen, so Müller, ob nicht das gelbe Metall in einer Legitimitätskrise steckt, weil das Bild vom sicheren Hafen langsam verbleicht.

Foto: © Bloomberg



Volatilitätsexplosionen an unvermuteten Orten: In der Beurteilung glimpflich weggekommen ist etwa die Volatilität der Superstars, die maßgeblich für gute Börsenjahre mitverantwortlich waren. Im Schnitt hat sich die Volatilität der Schwergewichte Amazon, Google, Apple, Microsoft und Facebook seit dem Sommer verdreifacht. Diese Werte sowie weitere Titel aus dem Technologiebereich sorgten ebenfalls dafür, dass die USA den Rest der Welt hinter sich ließ und bis vor wenigen Wochen die Outperformance sogar vergrößerte. Eine derartig hohe Konzentration hinterlässt ihre Spuren, im Positiven wie im Negativen – wenn die fünf Index-Leader plötzlich die höchste beobachtete Volatilität seit der Finanzkrise aufweisen, verheißt das kaum Gutes.

Warren Buffett meint, Apple sei Value: Über 50 Prozent Volatilität bei Value-Aktien ist aber ein äußerst rares Phänomen.

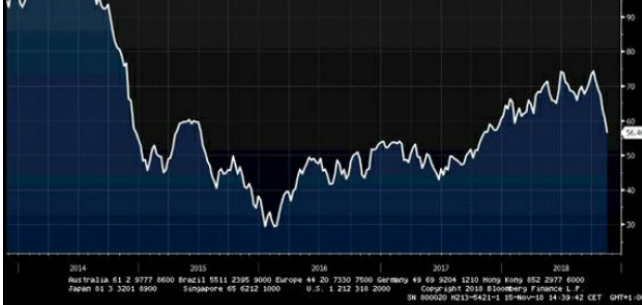
Was ist mit der Gewinnvolatilität?

Erstaunlich wenig Beachtung fand weiterhin die im Gewand der Gewinnberichterstattung daherkommende Volatilität, die sämtliche vorherigen Rekorde übertroffen haben, findet Müller. "In den Finanzmedien lag der Fokus fast ausschließlich auf der Feststellung, dass der Großteil der gerade erst veröffentlichten Gewinnzahlen die Analystenerwartungen übertroffen hat. Kaum thematisiert wurde das Ausmaß der tatsächlichen Abweichung, nach oben wie nach unten. Im Schnitt bewegten sich die Aktienkurse der berichterstattenden Unternehmen rund 30 Prozent mehr als im Jahr zuvor. Die sogenannte „earnings quality“, die Zuversicht und Treffsicherheit von Unternehmen, ihre zukünftig gesetzten Ertragsziele wie erwartet zu erreichen, hat damit deutlich gelitten."

Damit ist die Unsicherheit im Bezug auf die viel grundlegendere zentrale Frage deutlich angestiegen, nämlich: Können die Unternehmensgewinne weiterhin wachsen oder ist der Zenit bei Margen und Umsatz bereits überschritten?

Foto: © Bloomberg





Die Explosion der Volatilität macht auch vor den Rohstoffen nicht halt: Höchst aktuell und unter statistischen Aspekten interessant hat sich die Volatilität bei den Rohstoffen innerhalb einer Woche verachtfacht (!). Rohöl hat in einer nahtlosen Abwärtsbewegung in fünf Wochen um mehr als 25 Prozent korrigiert, aber anstatt abzunehmen, nimmt die Volatilität täglich zu, stellt Alexander Müller fest.

Foto: © Bloomberg



Alexander Müller: "Das Phänomen der stark angestiegenen Volatilität wird von Natural Gas in den Schatten gestellt, indem sich der Preis innerhalb weniger Tage verdoppelt und sich die Volatilität verfünffacht hat."

Foto: © Bloomberg



Paradigma von strukturell höherer Volatilität als neue Realität?

Das Phänomen von erhöhter Volatilität im Preisfindungsmechanismus hat nicht unmittelbar mit dem tatsächlichen Preis für erhöhtes Risiko zu tun. Müller dazu: "In erster Linie geht es vielmehr um den Umgang mit der Risikotragfähigkeit der maßgeblichen Akteure und um die Frage, wie gut es mit der Liquidität am Markt bestellt ist.

Oder einfacher: Volatilität entsteht immer nur dann, wenn die zittrigen schwachen Hände die starken Hände dominieren. Emotionsgesteuertes Anlegerverhalten bei Blasenbildungen, mehrfach gehebelter Einsatz bei Anlagestrategien großer Hedge Fonds oder ein computergesteuerter Programmmhandel von ETFs auf populäre Anlagethemen sind nur einige von typischen Erscheinungen, die auf zittrige Hände bei gegenläufigen Marktgegebenheiten schließen lassen.

Aber weder in ihrer Gesamtheit, noch für sich genommen, scheinen diese Erscheinungen derzeit systemkritisch zu sein. Der Löwenanteil der Marktakteure besteht nach wie vor aus einer der Langfristigkeit verpflichteten Form von Anlegern, bei welchen sich der Anlagehorizont zudem sukzessive immer weiter nach vorne verschoben hat.

Der vor allem auf Brokerseite vielfach beklagte und teilweise regulatorisch zu erklärende Trend hin zu gewisser Trägheit in den Anlageentscheiden der großen institutionellen Investoren wie Pensionskassen und Versorgungseinrichtungen und die Tendenz zum Festhalten am Status Quo in der Asset Allokation könnte sich in einem von längerfristiger Unsicherheit geprägten Umfeld als eine unbeabsichtigte positive Nebenerscheinung erweisen.

In solchen Märkten ist ein durch Nervosität hervorgerufener ambitionierter Aktionismus, indem er Ausschläge verstärkt, meist kontraproduktiver, als ein konsequentes Festhalten an einer für die unmittelbare Zukunft verbindlich erklärten strategischen Ausrichtung." Insofern würden seiner Ansicht nach die Zeichen eher auf Entwarnung stehen.....

Eher das Paradigma von zunehmend politisierten, regulierten Märkten

Letzten Endes muss zwischen kurzfristiger Volatilität und strukturell anhaltender erhöhter Volatilität unterschieden werden. Erstere kann vernachlässigt werden und bei

der wirklich interessierenden zweiten Variante dreht sich ultimativ alles um die Frage: Verlässlichkeit, Verbindlichkeit, was gilt?

Für die Antwort, inwieweit Orientierung und Planbarkeit an den Finanzmärkten durch verbindlich geltende Bewertungsmechanismen als gewährleistet gilt, wird die dominante Rolle globaler Realpolitik zwischen den Hegemonialmächten für Aufschluss sorgen. Es handelt sich um keine große gedankliche Leistung festzustellen, dass die Märkte in den letzten Jahren wieder wesentlich „politischer“ als in den drei Jahrzehnten davor geworden sind und der Preis für Risiko einen gänzlich anderen Stellenwert erfahren hat: Erst durch den systematischen Eingriff der großen Zentralbanken in Form politisch motivierter Nullzinspolitik, nun mit gezielten politischen Sanktionen in ein als unerschütterlich geglaubtes bewährtes Regime des globalen Freihandels. Dass der Wirtschaft im modernen Staatengefüge sowohl im Inneren als nach aussen unbestreitbar auch die Rolle als mächtigste Lenkwaffe zur Durchsetzung und Verteidigung von Machtansprüchen zukommt, lässt darauf hindeuten, dass die „Politikprämie“ als Rendite- wie gleichermaßen als Risikofaktor eher noch zunehmen wird. Dieser zunehmende Einfluss von Politik macht die Sache zwar nicht berechenbarer, aber unter Umständen interessanter. Die Form freier Marktwirtschaft, wie sie uns lange geläufig war und eine gewisse Planbarkeit beschert hat, ist angezählt, stellt Alexander Müller fest.

Foto: © markit / Fotolia



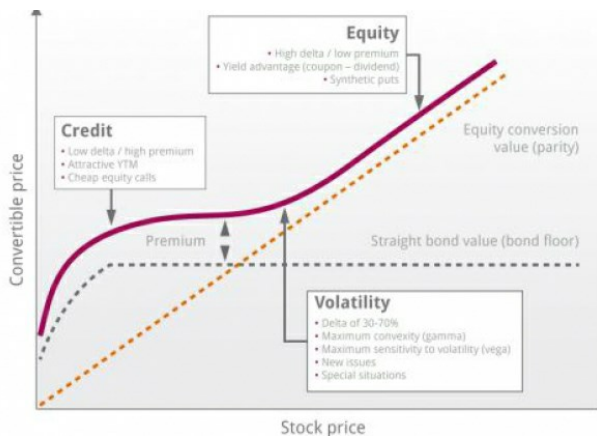
Die Daseinsberechtigung von Wandelanleihen im Kontext der globalen Asset Allokation stellt sich kaum je unter renditetechnischen Aspekten. Historisch haben Wandelanleihen unzweideutig aufgezeigt, dass sie Aktien gegenüber bei nahezu vergleichbarem Ertragspotential deutlich risikomindernd wirken. Die große Mehrzahl an institutionellen Anlegern, die Wandler über längere Zeit beigemischt haben, wird über positive Erfahrungen und einem im Portfoliokontext lohnenswerten Einsatz berichten.

	Glob. Wandelanleihen	Glob. Aktien
Leicht schwächere Rendite	6,6%	7,4%
Deutlich geringere Volatilität	10,7%	14,5%
Höhere Sharpe-Ratio	0,34	0,24

Wo gehören Wandler hin?

Die Frage ihrer Daseinsberechtigung stellt sich bei manchem institutionellen Anleger eher im Kontext der Kategorisierung. Das Instrument Wandelanleihe ist ein zusammengesetztes Zwitterprodukt, das die Aktien- und die Welt der Anleihen in sich vereint. Da Finanzfachleute in Kategorien denken, macht es eine solche Zwitterhaftigkeit nicht unbedingt einfacher. Es gibt vereinzelt Stimmen, die Wandelanleihen deshalb per se als synthetisches Produkt bezeichnen würden, welches sich durch die richtige Gewichtung von Aktien und Anleihen abbilden lässt. Schließt man sich dieser Argumentation an, wird die Notwendigkeit, Wandelanleihen in die Asset Allokation aufzunehmen, entkräftet. Ultimativ sind schließlich auch emotionale Aspekte wie persönlicher Zugang und Vorliebe mit entscheidend, ob man sich für Wandelanleihen erwärmen kann oder nicht.

Foto: © Bloomberg



Ein wichtiger Aspekt ist die Gestalt des Risiko-Ertragsprofils, weniger einzelne punktuelle historische Kennziffern. Damit ist der Bewegungsverlauf des Anlageprofils in seiner zeitlich-räumlichen Dimension angesprochen, vereinfacht wird dabei zwischen dem symmetrisch linearen, und den beiden asymmetrischen Profilen konkav und konvex unterschieden. Im Gegensatz zu tendenziell konkaven Ertragsprofilen wie bspw. High Yield (short gamma) zeigen Wandelanleihen ein eindeutig konvexes Ertragsprofil (long gamma), was eine fundamental unterschiedliche Risikobudgetierung nach sich zieht.

So sorgt die intrinsische Optionalität einer Wandelanleihe (Wandelrecht oder Call-Option) für das Entstehen dieses konkaven Ertragsprofils, der Anleger kann selbst wählen, ob er Kapitalerhalt in Form von Rückzahlung der Anleihe oder Kapitalgewinn durch Aktienwandlung bei steigenden Kursen anstrebt. Er kann, aber er muss nicht wählen, falls es ihm Zeit und Interesse nicht erlauben.

Die Wandelanleihe nimmt ihm diese Entscheidung weitgehend ab, indem sie Charakter und Profil von selbst in wünschenswerter Weise verändert: in Korrekturphasen zunehmend defensiver werdend, in Aufschwungphasen graduell an Dynamik zunehmend. In Zeiten der Unsicherheit und steigender Volatilität an den Märkten stehen Anlageprofile mit konkaven eigendynamischen Ertragsseigenschaften hoch im Kurs, vermindern sie das Kursverlustpotential während gleichzeitig die Ertragschance weitestgehend bestehen bleibt. Optionalität bieten Wandelanleihen jedoch auch in der Perspektive und Kategorisierung, je nach Blickwinkel lassen sie sich nicht lediglich als Anleihenportfolio mit Aktienkicker, sondern sich ebenso gut als Substitut für ein Aktienportfolio betrachten, welches eine immerfort währende Absicherung in Form einer impliziten Put-Option gewährt – im Ergebnis handelt es sich um das gleiche. Diese einzigartige perspektivische Flexibilität bei gleichgerichteter Zielsetzung und identischem Anlageresultat macht Wandelanleihen im Einsatz in der spezifischen Asset Allokation so vielseitig und interessant.

Foto: © Aganola



Wandelanleiheausrichtung kann matchentscheidend sein

Die grundsätzliche Entscheidung pro oder contra Wandelanleihen ist fast weniger wichtig als die Entscheidung, welche Wandelanleihenstrategie man wählt. Je nach Benchmarkorientierung und Ausrichtung zeigen sich längerfristig höchst unterschiedliche Ergebnisse.

Foto: © Bloomberg

	TR Global CB Index	TR Global Fokus	TR Global IG
Anzahl CBs	473	238	112
Delta	55	45	42
USA	52	36	30
Europa	29	33	56
Japan	10	15	4
Asien-ex	8	14	8
andere	1	2	2
Technologie	26	21	19
Biotechnologie	7	4	2

(Indexdaten Stand Juli 2018, Regionen und Sektoren in %)

Müller: "So variiert die Länder- und Sektorengewichtung zwischen den Benchmarks markant, im Fall der USA etwa zwischen 30 und 50 Prozent, bei Technologie zwischen 19 und 26 Prozent. Dadurch weisen die Indizes auch eine unterschiedliche Aktiensensitivität auf, der breite Index von beispielweise zirka 48 Prozent und der Fokus Index von zirka 38 Prozent."

Schließlich gebe es große Unterschiede bei der durchschnittlichen Kreditqualität und zwischen eher aktiven benchmarkfernen respektive semi-passiven indexnahen Anlagestilen. Fällt die Wahl einmal zugunsten von Wandelanleihen, fängt die eigentliche Arbeit dann erst an.

(Indexdaten Stand Juli 2018, Regionen und Sektoren in Prozent)

Foto: © Hollinger AM



Philosophisches zum Schluss

Interessanterweise argumentiert der Yale-Ökonom und Nobelpreisträger Robert Shiller

in seinem in Kürze erscheinenden Buch „Narrative Economics“, dass durch die quantitativ-empirisch basierte Methodologie der Wirtschaftswissenschaften die heute führenden Ökonomen eine Krankheit erst diagnostizieren, wenn sie bereits ausgebrochen ist und die Symptome sichtbar sind. Müller dazu: "Anstatt sich zu sehr auf Modelle zu fixieren, ließen sich Finanzkrisen durch eine Bezugnahme auf Analogien in Form von Narrativen besser verstehen und wahrscheinlich treffsicherer vorhersagen."

Stoff zum Nachdenken

Shiller lässt sich zur provokativen Vermutung verleiten, dass die heutigen Wirtschaftswissenschaften besser bedient wären, wenn sie sich stärker an den Geisteswissenschaften orientieren würden. Überspitzt formuliert: Finanzmärkte haben mehr mit Literatur und Geschichte gemein, als mit Physik und Statistik.

Foto: © Bloomberg

Unbemerkt hat sich in einer scheinbar nie mehr enden wollenden Sommerphase ein Gewitter zusammengebraut, das sich gewaschen hat: Plötzlich gleichen die internationalen Börsen mehr dem schlammgetränkten, von Blindgängern gespickten Minenfeld als einem erheiternden blumengesäumten Spazierweg. Auf weiter Flur ist weder ein Unterstand noch Schützengraben auszumachen, es gilt also: "There seems no place to hide"...

Folgen Sie den Gedanken von Alexander Müller auf den [Folgeseiten!](#) (kb)