

13.07.2018 | Märkte

Verbilligung bei asiatischen Wandlern: Value Opportunity oder Falle?

Um das Renditepotential auszuschöpfen, bedarf es eines wesentlich aktiveren Ansatzes als in der Vergangenheit, denn reines Buy-and-Hold wird lediglich suboptimale Ergebnisse liefern können. So zumindest lautet die These, die Alexander Müller von Holinger AM vertritt und gut begründen kann.



"Auf die Gefahr hin, nervtötend zu wirken, wiederholen wir seit Ende des vorangegangenen Jahres unsere Markteinschätzung regelmäßig: wir glauben, dass sich der große Beta-Trade erschöpft hat und breitgefächertes Renditepotential der Vergangenheit angehört", betont Alexander Müller, Partner und Geschäftsführer von Holinger Asset Management in der Schweiz. Und weiter: erzielbare Renditen werde es nach wie vor geben, nur zeigten sie sich in anderer Form - punktuell oder phasenweise in begrenzten Zeitfenstern, in markant unterschiedlichen Ausprägungen auf Länder- und Sektorebene und höchst disparat in einzelnen Titeln.

© Holinger Asset Management

Ob sie sich bewahrheiten wird, steht in den Sternen. Sollte diese Einschätzung jedoch zutreffen, würden sich fortlaufend Chancen ergeben, in fehlbewertete Anlagen zu investieren, die sich später bei einer realistischeren und meist höheren Preisfindung mit Gewinn veräußern lassen. Insbesondere große institutionelle Anleger klagten lange über einen Investitionsnotstand in einer Landschaft von Überbewertungen und einer Dürre an Renditepotential – sie müssten den neuen Trend freudig begrüßen, sollte sich ein solcher anbahnen.

Chancenfenster bei asiatischen Wandlern

Konkret scheint sich momentan im Segment der asiatischen Wandelanleihen eine derartige Chance aufzutun. Alexander Müller dazu: "Sie haben sich flächendeckend in den letzten Wochen deutlich verbilligt. Dabei ist Vorsicht geboten, denn Verbilligung alleine ist kein Garant dafür, dass weitere Enttäuschung ausbleibt. Dennoch gibt es auch hier Grenzen, denn ab einem gewissen Bewertungsabschlag treten auf relative value fokussierte Spezial- und Hedge Fonds als stützende Käufer aufs Parkett, um die Bewertungsanomalien zu arbitrieren. In ihrer Funktion markieren sie somit einen „floor“, unter den die Bewertungen zumindest für den Moment nicht fallen werden." Bei asiatischen Wandelanleihen sei man heute nahe an diesem Punkt angelangt. Lediglich eine fundamentale Verschlechterung der Faktenlage würde eine Neueinschätzung und Anpassung dieses „floors“ bedingen.

Absolut betrachtet ist Asien die günstigste Region....

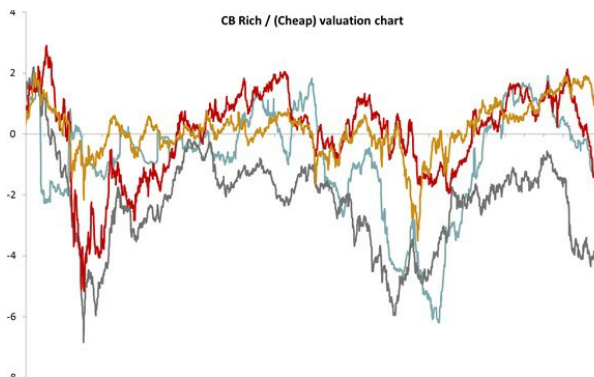
Das zeigt der folgende Chart, der Wandelanleiheindizes aus den USA, Japan und Asien ex Japan seit Jahresbeginn miteinander vergleicht.

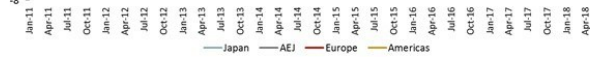


Quelle Bloomberg

...aber auch, was die relative Bewertung anbelangt

Auch in dieser von Nomura erstellten Untersuchung sind Asien Wandler deutlich günstiger als jene der restlichen Regionen





Man muss aufpassen, dass man sich nicht täuscht!

Die Verfallsrenditen der asiatischen Wandler sind deutlich gestiegen, vor Jahresfrist hätte man solche Renditeaussichten mit Kusshand begrüßt. Dabei hat sich die Wirtschaftslage kaum verschlechtert, im Gegenteil. "Fundamental lässt sich der Anstieg also nicht begründen, er ruht vielmehr auf einem Sentimentswandel, welcher seit Anfang des Jahres sämtlichen Emerging Markets ein höheres Risiko beimisst. Durch seine völlig andersgeartete wirtschaftliche Ausrichtung und Positionierung bisher davon ausgenommen, wurde neuerdings nun auch China als Risikoherd identifiziert und in Sippenhaft genommen", analysiert Müller.

Vorsicht vor falschen Analogien!

Als untrüglichen Indikator an oberster Stelle der Risikofaktor-Checkliste stützt man sich auf auffällige Währungsbewegungen. Insbesondere wenn es sich um eine Abschwächung des Renminbis handelt, verheißt das selten Gutes. Unwillkürlich bilden sich gedankliche Analogien zu den kollabierenden Währungen der Türkei, Argentinien oder Brasilien. Dort sind sie Symptom für schwindendes Vertrauen in die Fähigkeit, die ausstehende Schuldenlast zu bedienen. So sehr Analogien beim Verstehen von Sachverhalten hilfreich sind, führen sie zu falschen Schlussfolgerungen, wenn sie wie im Falle der chinesischen Währung im Ansatz hinken. In den meisten Entwicklungsländern ist die Preisbildung des Währungskurses durch eine hohe Auslandsverschuldung und internationale Geldströme fremdbestimmt.

China bestimmt die Preisbildung seiner Währung weitgehend selbst

Völlig gegensätzlich sieht sich China darüberhinaus ausländischen Gläubigern deutlich weniger verpflichtet. Die Besonderheit, dass ein Großteil der Schulden in Lokalwährung aufgenommen wurde, hat es hingegen mit Japan gemein. Trotz der in absoluten Zahlen gemessenen sehr hohen Verschuldung, genießen beide Länder in dieser Hinsicht wertvolle Autarkie und Flexibilität, das eigene Schicksal selbst zu lenken. Müllers Résumé: "Unter Umständen sendet die beobachtete Abschwächung des Renminbi ein fehlerhaftes Signal und zeigt mitnichten an, dass sich das Wachstum dramatisch abschwächt oder der Verschuldungsgrad galoppierend zunimmt. Unter Umständen haben sich die fallenden Aktien- und Obligationenmärkte vorschnell von falschen Signalen irritieren lassen. In diesem Fall hätte ihre Bewertung ungerechtfertigt gelitten, vielmehr hätten eine aggressivere Tonalität, wachsende Unsicherheit und schwache Nerven dazu geführt, dass „Value“ entstanden ist."

Günstige Konvexität, nach der kaum jemand greift

Allerdings sind es nicht ausschließlich die deutlich höheren Renditen, die asiatische Wandler derzeit attraktiv machen. "Fast ebenso wichtig ist die teilweise zu wenig beachtete Gegebenheit, dass die schlummernde Optionalität, die diesen Wandlern innewohnt und ihnen bei Bedarf die gewünschte Konvexität verleiht, derzeit fast gratis zu haben ist", beobachtet Müller. Weiter werde unterschätzt, wie rasch sich Bild und Stimmung in einem Land wie China ins Positive kehren könne, eine überraschende verbindliche Einigung, die den schwebenden Handelskonflikt beendet, bereits für ein Kursfeuerwerk sorgen könnte. Müller: "Dabei würde sich das unaufgeregte Renditeprofil dieser Wandler zu einem konvexen, nach oben beschleunigenden Ertragsprofil wandeln."

Beurteilungssymmetrie der Investoren in puncto Optionalität

n der Vergangenheit jedenfalls ließ sich die historische Volatilität von China's Aktienmärkte zum Großteil durch Ausschläge nach oben erklären. Letztlich ist es höchst erstaunlich, mit welcher unterschiedlichen Maßstäben und asymmetrischer Beurteilungssymmetrie Anlageentscheidungen getroffen werden. Müller führt aus: "In Europa sind Anleger bereit, für die Optionalität bei Wandlern teils astronomische Preise zu zahlen, die die Konvexität letzten Endes ad absurdum führt. In Asien zögern sie selbst dann zuzugreifen, wenn wertvolle Konvexität fast gratis angeboten wird. In dieser verkehrten Welt kann was nichts kostet, auch nichts taugen, muss was teuer ist, automatisch über jegliche Zweifel erhaben seinm scheint es..."

Beispiele der verzerrten Wahrnehmung

Müller illustriert anhand mehrere Beispiele, wie unterschiedlich Wandelanleihen ähnlicher Emittenten aus verschiedenen Regionen von den Investoren eingeschätzt werden. Johnson Electric etwa, ein global abgestelltes Industrieunternehmen, führend in der Technologie von bei Konsumgütern verbauten Mikromotoren, ist ein solider Kredit mit BBB Rating. Die Yield-to-Put April 2019 liegt bei stattlichen 4,5 Prozent (US-Dollar). Einen regionalen Vergleich von Bond-Proxies Investment Grade mit ähnlicher Ausgestaltung zeigt die folgende Tabelle:

Region	Name	FX	Rating	Premium	Yield	Delta
Hong Kong	Johnson Electric Holding 1%/2021	USD	BBB	86	4.5	15
USA	Prospect Capital 5.875%/2019	USD	BBB	88	2.1	10
Europe	JPM/Dufry 0%/2021	USD	A	50	2.3	25
Europe	Werdhawe 1%/2019	EUR	BBB	88	-0.2	15

Zu nennen ist auch China Railway Construction, ein staatsnahes, auf Infrastruktur ausgerichtetes Industrieunternehmen, von Moody's mit A3 bewertet. Hier beträgt die Yield-to-Put im Dezember 2019 bei 6,6 Prozent (Renminbi). Interessant ist auch ein A-Share Wandler auf Petrochina, erklärt Müller. Die Milliardenanleihe von umgerechnet drei Milliarden US-Dollar mit implizierter Staatsgarantie weist eine Yield-to-Maturity bei einer Laufzeit bis Februar 2023 weist von 3,5 Prozent aus (Renminbi).

Zugang zum attraktiven Segment der A-Shares

Dass der momentanen Situation relativ wenig Beachtung geschenkt wird mag weiterhin daran liegen, dass das offizielle, sich in den Benchmarks befindliche asiatische Wandelanleihenuniversum vergleichsweise klein und weniger liquide ist. Oft rechtfertigt sich ein Engagement schon rein aus diesen Gründen nicht. Müller: "Asien galt lange als Nebenschauplatz und kann sich nur allmählich von seinem exotischen Nimbus befreien. Und doch lohnt sich die Mühe, Berührungspunkte zu überwinden und genauer hinzusehen: unter dem Anlageradar und vielen Anlegern nicht bewusst präsentiert sich ein breites, verborgenes asiatisches Wandelanleihenuniversum, das in keiner der gängigen Benchmarks Eingang findet".

Verborgene Perlen aufspüren

Es handelt sich um traditionelle Wandelanleihen herkömmlicher Art, die sich in das äußerst attraktive Segment der China A-Shares wandeln lassen. Ein darüberhinaus äußerst effizientes Segment, ähnlich groß wie das bereits außerhalb von China, meist in Hong Kong gelistete Wandelanleihenuniversum, sehr liquide und börsenhandelt. Müller dazu: "Lediglich die Denomination in Lokalwährung stellt für manchen Anleger eine Hürde dar. Direkt sind diese Wandler für den Großteil ausländischer Anleger sowieso nicht erwerbbar. Dazu benötigt es einen QFI-Status mit lokaler Bankzulassung. Sie lassen sich jedoch indirekt über registrierte Banken kaufen, entweder in Form eines Total Return Swaps oder in Form einer verbrieften Participation Note."

Gewusst, wie

In beiden Fällen agiert die registrierte Bank als Gegenpartei. Große Häuser mit solider Kreditqualität wie etwa J.P. Morgan stellen über ihre chinesische Tochterbank marktgerechte und kompetitive Preise für solcherart spiegelbildlichen Zugang zum A-Share Markt, weiß Müller. Nicht zuletzt aufgrund des höheren Initialaufwands sei das A-Share Segment weniger nachgefragt und werde mit einem spürbaren Bewertungsabschlag zu den auf Hong-Kong Shares denominierten Wandlern gehandelt. Diesem Bewertungsabschlag sollte man nicht vorschnell mit der Erwartung begegnen, dass sich dieser in absehbarer Zeit realisieren lässt und in Alpha niederschlägt.

Normalerweise liegt jedem strukturellen Discount eine strukturelle Gegebenheit zugrunde

Ein solcher Discount kann sich lange halten, realistisch betrachtet vielleicht sogar für die gesamte Dauer des Engagements. Müller: "Als Trost bestätigt er dafür in der Gewissheit, dass man keinen überhitzten, zu Höchstpreisen gehandelten Anlagen aufgesessen ist, die sich auf jedermanns Kaufliste befinden. Und weil lediglich von einer Minderheit an Spezialisten nachgefragt, stellt eine solche Anlage in der logischen Konsequenz einen zusätzlichen Diversifikator in der Asset Allokation dar, dessen Nutzen und wahrer Wert vermutlich erst dann zum Vorschein kommt, wenn er am dringenden benötigt wird: in Stress- und Korrekturphasen."

Ausschnitt aus dem schwer zugänglichen A-Share-Wandelanleihenuniversum

Ticker	Curr	Pr	FX	Y	SD	Y	YTM	Am	Issued	Issue Date	SECTOR
CHSBO 3 07/23	d	105.25	CNY	+0.1	-1.38	-52	1.82	20,000,000,000		02/25/2017	Banks
CHSBO 4 10/23	d	95.71	CNY	+0.1	-1.38	-46	1.45	20,000,000,000		02/01/2018	Integrated Oils
CHSBO 0 11/20/20	n.a.	n.a.	CNY			-36		16,000,000,000		11/20/2017	Industrial Other
CHSBO 1 12/24/20	d	105.25	CNY	+0.1	-1.38	-49	2.72	15,000,000,000		11/24/2017	Metals & Mining
CHSBO 0 1 12/23	d	105.25	CNY	+0.1	-1.38	-59	2.39	15,000,000,000		12/01/2017	Banks
CHSBO 0 07/13/22	d	97.30	CNY	+0.1	-1.48	-5	2.89	10,000,000,000		07/13/2017	Integrated Oils
CHSBO 0 07/07/23	d	103.50	CNY	+0.1	-1.48	-42	1.66	7,000,000,000		07/07/2017	Financial Services
CHSBO 3 07/21	d	103.50	CNY	+0.1	-1.48	-0	1.11	6,000,000,000		07/20/2015	Electrical Equipment Manufact
CHSBO 1 09/31/21	d	93.50	CNY	+0.1	-1.48	-01	4.73	5,000,000,000		10/26/2016	Publishing & Broadcasting
CHSBO 1 11/05/21	d	103.42	CNY	+0.1	-1.48	-03	3.99	5,000,000,000		11/03/2015	Financial Services
CHSBO 0 2 07/24	d	93.28	CNY	+0.1	-1.48	-46	3.84	5,000,000,000		07/23/2015	Financial Services
CHSBO 0 3 12/23	d	92.40	CNY	+0.1	-1.48	-51	3.44	4,800,000,000		12/06/2017	Hardware
CHSBO 0 12/23	d	118.87	CNY	+0.1	-1.48	-78	-1.39	4,650,000,000		12/11/2017	Software & Services
CHSBO 0 04/22	d	117.20	CNY	+0.1	-1.48	-72	-1.29	4,500,000,000		12/20/2015	Machinery Manufactur
CHSBO 0 04/21/20	n.a.	n.a.	CNY			-44		4,000,000,000		04/20/2017	Coal Operations
CHSBO 1 3 09/19	n.a.	n.a.	CNY			-22		3,350,000,000		09/27/2016	Metals & Mining
CHSBO 0 3 07/24	d	97.00	CNY	+0.1	-1.58	-56	2.3	3,000,000,000		03/17/2018	Banks
CHSBO 0 3 12/23	d	93.00	CNY	+0.1	-1.58	-45	3.21	3,000,000,000		10/25/2017	Electrical Equipment Manufact
CHSBO 3 12/20	n.a.	n.a.	CNY			-1		3,000,000,000		12/13/2017	Transportation & Logistics
CHSBO 0 3 01/24	d	104.71	CNY	+0.1	-1.68	-78	2.02	3,000,000,000		01/25/2018	Banks
CHSBO 1 3 09/20	n.a.	n.a.	CNY			-42		3,000,000,000		09/20/2017	Coal Operations
CHSBO 0 3 11/23	d	98.38	CNY	+0.1	-1.78	-54	2.28	2,800,000,000		11/02/2017	Renewable Energy
CHSBO 0 01/22/22	d	100.10	CNY	+0.1	-1.78	-45	2.72	4,105,580,000		01/25/2016	Automobiles Manufactur
CHSBO 0 06/23/22	d	99.40	CNY	+0.1	-1.78	-41	4.28	2,500,000,000		06/21/2016	Publishing & Broadcasting
CHSBO 1 1 04/22	d	98.40	CNY	+0.1	-1.78	-01	4.78	2,500,000,000		04/20/2017	Industrial Other
CHSBO 0 2 03/24	d	97.04	CNY	+0.1	-1.78	-63	2.02	2,413,000,000		03/13/2018	Pharmaceuticals
CHSBO 0 2 03/23	d	97.04	CNY	+0.1	-1.78	-70	2.51	2,400,000,000		12/21/2017	Aerospace & Defense
CHSBO 0 07/17/22	d	98.40	CNY	+0.1	-1.78	-17	4.83	2,400,000,000		08/16/2017	Publishing & Broadcasting
CHSBO 0 5 06/21	d	102.40	CNY	+0.1	-1.78	-34	3.01	2,400,000,000		06/10/2015	Hardware
CHSBO 0 2 02/24	d	105.25	CNY	+0.1	-1.78	-59	-0.4	2,000,000,000		02/06/2018	Industrial Other
CHSBO 0 3 01/24	d	92.40	CNY	+0.1	-1.48	-47	3	2,000,000,000		01/24/2018	Banks

In der Kombination sämtlicher Risiko-Renditefaktoren äußerst bestechend

Zusammengenommen bietet sich mit beiden Segmenten eine reelle und attraktive Anlagemöglichkeit, hohe Zinseinkünfte bei solider Kreditqualität (BBB-BB Bereich) zu erzielen und darüberhinaus wertvolle Konvexität durch Aktienoptionalität zu einem bestechendem Preis zu erwerben, merkt Müller an. In der konkreten Ausgestaltung sei man frei, ob man die Lokalwährung Renminbi absichere oder sich für die ungesicherte Variante entscheide. Besteht eine Präferenz für bestimmte Sektoren oder größere Flexibilität in den Anforderungen an die Kreditqualität, ließe sich auch dies mitberücksichtigen.

Contrarians haben eine Spielwiese

Ein vom Contrarian-Stil gefärbter Investor könnte beispielsweise Value im vorwiegend ungeliebten Immobiliensektor orten, insbesondere im Segment der nicht ganz solide finanzierten und höherverschuldeten Immobilienentwickler der zweiten Reihe, wie einer Country Garden 0 Prozent/2019 oder CIFI 0 Prozent/2019. Beide haben neben dem Wandler ebenfalls eine vergleichbare herkömmliche Unternehmensanleihe ausstehend. Müller kennt die Details: "In beiden Fällen ist der Credit Spread des Wandlers zwischen 40 bis 80 Basispunkten weiter als bei der Anleihe, der Wandler besitzt also eine höhere Rendite, die Optionalität wird folglich kostenlos mitgeliefert." Aber auch bei einem implizit als Investment Grade eingestuften Namen wie China Overseas Land 0 Prozent/23 liegt der Credit Spread des Wandlers zirka 80 Basispunkte höher als bei der Anleihe, auch hier herrscht eine temporäre Marktineffizienz vor, vermutlich nicht von allzu langer Dauer.

Einschätzung der Zukunft Chinas ist essentiell für die Positionierung

Soviel scheint klar: wer damit rechnet, dass China in naher Zukunft von einer Kreditkrise systemischen Ausmaßes erfasst wird, wird mit den heute eingepreisten Risikoprämien nicht annähernd ausreichend entschädigt. Wer die gegenwärtige Risk-Off-Marktphase dagegen lediglich als temporär einschätzt, findet sich in einer Situation wieder, die sich nur selten an den Märkten bietet.

Selbstläufer waren gestern

Die heutige Situation erinnert Müller an die Tage der von Europa ausgehenden bis nach Asien ausstrahlenden globalen Kreditkrise im Jahre 2011: "Damals zeigten asiatische Wandler für kurze Zeit positive Verfallsrenditen, was von den renditehungrigen großen japanischen Anlegern als seltene Chance erkannt wurde und zur Vergabe von großen Mandaten führte. Das offene Zeitfenster währte nicht lange, bereits nach Jahresfrist wurden die ersten dieser Mandate mit dem Erreichen der Renditeerwartungen wieder aufgelöst. Wie auch immer sich die gegenwärtige Marktlage dem Anlageverantwortlichen darstellt, wird er nicht umhin kommen, sich mit der Situation auseinanderzusetzen, eine fundierte Meinung zu bilden und schließlich zu einer aktiv umsetzbaren Entscheidung zu gelangen." Von selbst wird das Erzielen einer Rendite kaum mehr möglich sein. (kb)