

Meine Sicht # 21 – Elon Musk rockt den Convertible Markt ... who's next ?

Lieber Leser

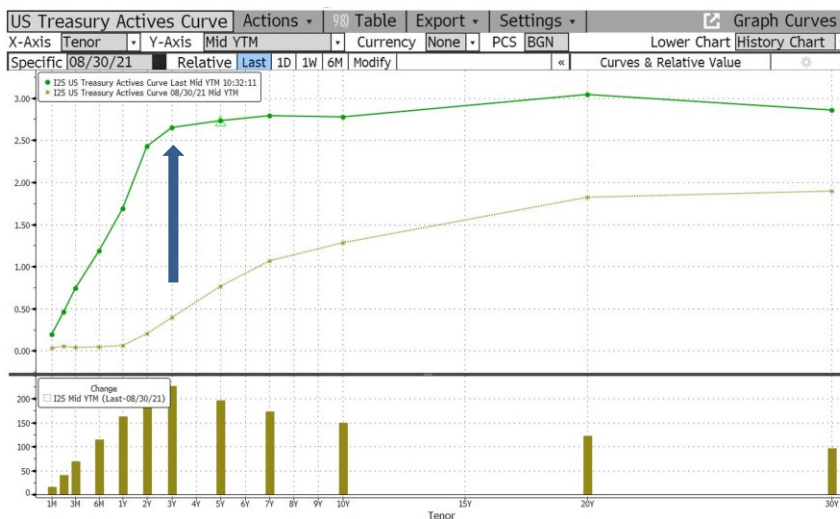
Im Frühling 2022 präsentiere ich Ihnen einige wirklich neue Charts und Indikatoren sowie einen Outlook aus dem Blickwinkel des Asset Allocators. Außerdem haben wir einen kleinen Tippfehler eingebaut, für dessen Auffinden wir gerne eine Flasche Top-Rotgipfler aus der Thermenregion spendieren 😊.

Themen

- Zinsen in Europa und den U.S.A.
- 30 Jahre Wandelanleihen und Zinsen
- Übernahmefantasien, who's next?
- Outlook - Aktien/Parität/Wandelanleihen (NEU)
- Bewertung – Vega-adjusted Implied Volatility (NEU)
- Szenarioanalyse Positiv-Neutral-Negativ
- Ausrichtung der Portfolios

Zinsen: Die Zinsseite hat sowohl in Europa wie in den U.S.A. Verwüstung hinterlassen. Während jedoch in den U.S.A. speziell der kurze Bereich die erwarteten Erhöhungen der FED vorweggenommen hat, ist in Europa bislang nur ein Teil der befürchteten Entwicklung Realität geworden.

US Kurve: Extremer Einschlag im 2 - 3 jährigen Bereich



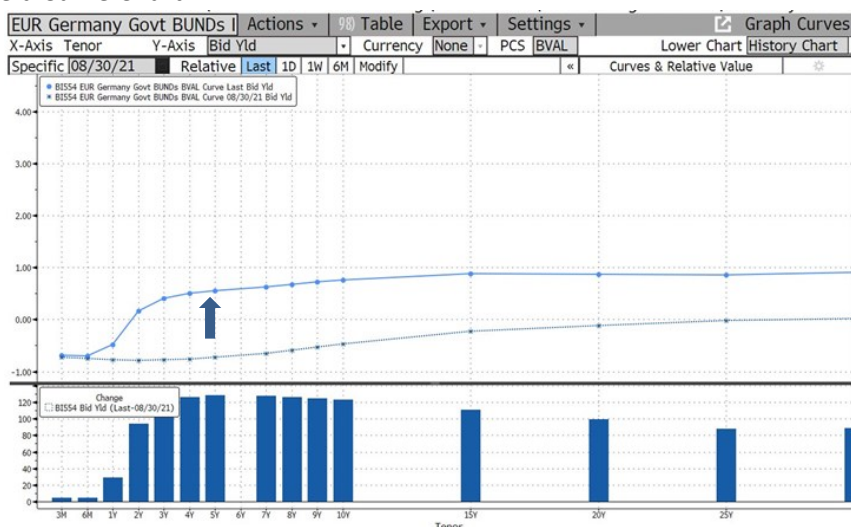
Die U.S. Zinsseite scheint den größten Teil des Anstieges in den kurzen Laufzeiten bei 2-3 Jahren hinter sich zu haben scheint, während das lange Ende noch durch das Tal der Tränen muss.

Euro Kurve – Spürbare Bewegung seit August 2021

Bei einem Core CPI von momentan 3% in Europa – und dem wachsenden Druck auf C.Lagarde “Madame Inflation“ ist ein „Policy Mistake“ bei der EZB nicht mehr auszuschließen.

In Europa verbleibt daher ein nicht zu vernachlässigendes „residual risk“. Dabei ist das lange Ende der Kurve mit unter 1% sehr „exposed“, was potentielle Verluste betrifft. Sollte das Wachstum aufgrund der erhöhten Energiekosten (IWF Prognose) noch weiter zurückkommen, kann eine Zinserhöhung sehr negative Auswirkungen haben.

Germany Yield Curve Chart



High Yield Spreads

Die U.S. Spreads zeigen keine rezessiven Tendenzen, stattdessen kommt man bei ca. 400 bp eher auf ein normales Niveau zurück anstelle des künstlichen Niedrighaltens.

Auch in Europa zeigen die Spreads eher eine Normalisierung anstatt einer Bedrohung.

Zinsen und Convertibles

Ein geordnetes Anziehen der Yield Curve wird normalerweise von Aktien sehr gut verdaut und Wandelanleihen waren in solch einem Szenario oft die größten Profiteure.

Wir haben in diesem Zusammenhang schon des Öfteren die gute Performance der Wandelanleihen in Zeiten steigender Zinsen beleuchtet. Der Chart zeigt, dass einem Zeitraum von über 30 Jahren in den U.S.A. 88% der 6 Monats-Perioden mit einem Zinsanstieg von 33-100 BP im T-10 für Wandelanleihen positiv waren.

Chart: US Convertibles Performance in Perioden mit Zinsanstieg (33-100 bp) seit 1987



Im Szenario „Zinsanstieg 33-100 BP“ waren 88% der 6-Monats Perioden positiv.

Im Jahr 2021/22 haben wir bislang folgendes Szenario erlebt: Steigende Zinsen haben den hohen Aktien-Bewertungen zugesetzt, in der Folge wurden Tech Aktien abverkauft und haben den gesamten Markt „mitgenommen“. Der hohe Tech Anteil bei Wandelanleihen hat seinen Teil dazu getan.

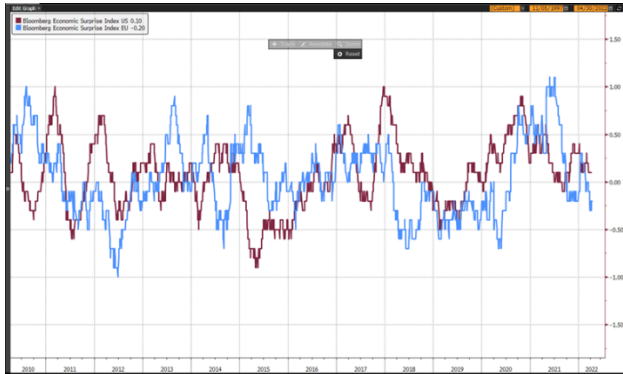
Dieser Effekt hat also gegen die positive Aktienperformance durch steigende Zinsen gearbeitet (und bis jetzt gewonnen). Warum könnte nun der Zinssteigerungseffekt im positiven Sinne die Überhand gewinnen?

Der Bewertungseffekt könnte „abgeschlossen“ sein, in den USA sollten noch einige Zinsschritte kommen und am langen Ende Zinsen deutlich ansteigen lassen, was dem Aktienmarkt helfen sollte und die Wandelanleihen mitziehen würde.

Sentiment

Hier der BBG Economic Surprise Index für die U.S.A. und Europa: Während die rote Linie (U.S.A.) schon wieder Zeichen eines Anstieges vermittelt und ein potentiell Bremsen durch die FED rechtfertigt, ist in Europa (blaue Linie) davon noch nichts zu sehen.

BBG Economic Surprise Chart



Der starke Effekt in der Europäischen Inflation kommt mit ca. 4,5% allein aus dem Sektor Food & Energy. Core Inflation selbst, wie gesagt nur bei 3%.

Im Vergleich dazu ist in den U.S.A. die Zusammensetzung **genau anders herum**: Core CPI 5,0% dazu 2,8% Food & Energy. Das Zeichen des externen Schocks ist in Europa viel deutlicher zu sehen.

Firmenübernahmen – who's next?

Neben den vom Aktienmarkt getriebene Bewegungen stellen die Übernahmeaktivitäten im Wandelanleihebereich wesentliche Wertsteigerungspotentiale dar. Speziell auch bei vorzeitigen Rückzahlungen in Situationen wie Elon Musk's potentieller Twitter Übernahme.

Aktivistische Investoren haben ausreichende Mittel, um Übernahmen bei Unternehmen durchzuführen, die negative Cash Flow und oft nur Wandelanleihen als einziges ausstehendes Fremdkapital haben.

Hier gibt es eine vernünftige Anzahl von Wandelanleihen, die nach dem Rückgang der Aktienmärkte und dem Anstieg der Zinsen unter Ausgabekurs handeln und als reiner Anleiheersatz dienen, aber ausgezeichnete Übernahmekandidaten darstellen. Anleihen, die von rund 80 auf ihren Ausgabekurs springen können. In diesem Zusammenhang sind Splunk, Zynga, Twitter und in Europa Dufry und weitere zu nennen.

Diese Potentiale sind im +/- 25% Szenario (weiter unten) nicht berücksichtigt, aber sie stellen trotzdem signifikante, weitere Performancetreiber dar.

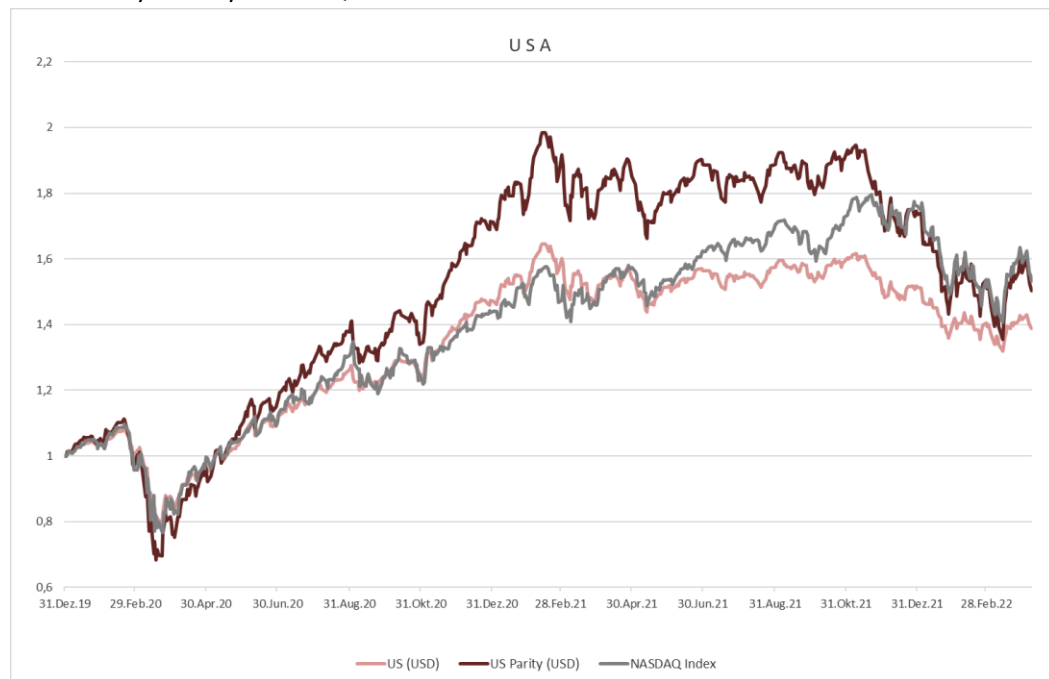
Wandelanleihen

U.S.A. seit Anfang 2020 – Converts/Parität/NASDAQ (NEU)

Der **U.S. Wandelanleihemarkt** (rosa) hat den Anstieg der **Paritäten/underlying equities** (dunkelrot) seit Anfang 2020 gut mitgemacht, allerdings auch die **starke Korrektur** der Parität (ca. 30%), welche weit über das Maß der **NASDAQ** (graue Linie) und anderer U.S. Indizes hinausging.

Mittlerweile besteht wieder ein Gleichstand mit dem Aktienmarkt, jedoch verfügen die Convertibles über höhere Dynamik und Übernahmefantasie.

U.S.A. Converts/Parität/NASDAQ Chart



Das momentane Set der CB Underlyings in den U.S.A. ist deutlich dynamischer als die NASDAQ. Das ergibt einen spannenden Outlook und ein konstruktives Bild.

Die potentiellen Übernahmekandidaten werden nach der Korrektur täglich mehr. Hier ist m.E. noch einiges zu erwarten. Die Kandidaten haben wir im separaten Teil aufgeführt.

EUROPA seit Anfang 2020 Converts/Parität/Eurostoxx NR (NEU)

Ein ähnliches Bild wie in den U.S.A. – der **Europe CB Index** (oliv) folgt der **CB Parität** (grün) allerdings mit weniger Delta als in den U.S.A.

Der **Eurostoxx Index NR** (grau) konnte im Q3 2021 die Auswärtsbewegung fortsetzen, während die CB-Paritäten korrigierten. Grund dafür war sicherlich die andersartige Zusammensetzung des Eurostoxx (Finanztitel, Utilities, etc.). Erst mit Anfang 2022 erfolgte die Gemeinsame Korrektur.

Auch hier zeigt sich eine übermäßige Korrektur in den Wandelanleihen, welche bei einem positiven Rebound höhere Dynamik zeigen sollten als der breite Aktienmarkt.

Europa Convert/Parität/Eurostoxx Chart



Der Vergleich der beiden Wandelanleihemärkte und die Entwicklung der Zinssituation hat uns veranlasst, in den Portfolios den U.S.A. Anteil graduell zu erhöhen, um dieser Entwicklung Rechnung zu tragen.

Bewertung

Die Bewertung der CB ist zur Zeit günstig mit **ca. -2%** unter theoretischem Wert in den **U.S.A.** (rot) – und in **Europa** (grün) etwas näher am Fair Value. Wir sind von der Bewertung her auf Krisenniveau ähnlich wie im Mai/Juni 2020. Der Chart bringt den historischen Verlauf klar zum Ausdruck.

Rich/Cheap Chart:



Die wichtigste Beobachtung ist, dass es zur Zeit keinen Nachfrageüberhang gibt, der eine übertrieben hohe Bewertung verursachen könnte. Eine zunehmende Nachfrage aus dem Lager der Hedgefonds ist immer dann zu erwarten, wenn sich die Bewertung für längere Zeit auf niedrigem Niveau befindet.

Diese hat dann meistens den Anstieg der Bewertungen zur Folge. Diese Effekte haben wir in unserer Szenarioanalyse berücksichtigt.

Ein neuer Bewertungsmaßstab, der sich aufgrund tiefergehender Analysen im Laufe des letzten Jahres von unserem Team entwickeln ließ, ist die „Vega – adjustierte Implizite Volatilität“. Sie berücksichtigt die Gewichte der Optionsteile in den Wandelanleihen zur Ermittlung eines genaueren Bewertungsindikators.

VEGA adjustierte implizite Volatilität (NEU)

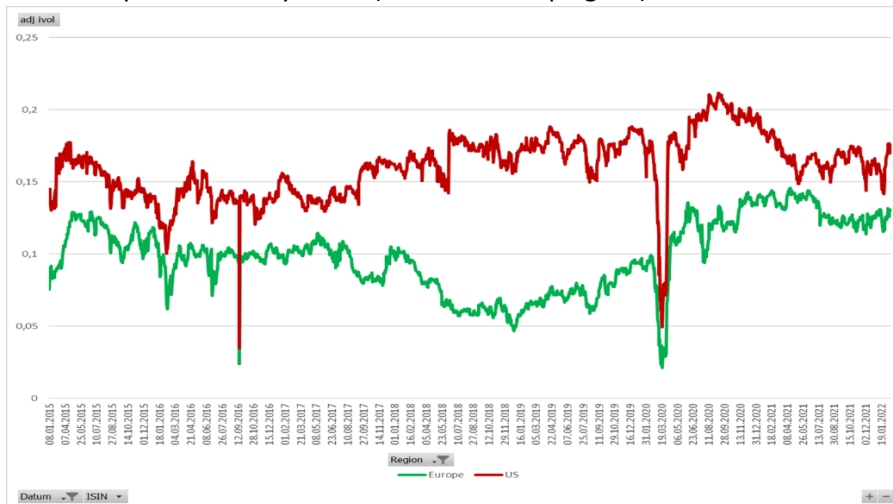
Die implizite Volatilität als Bewertungsmaßstab ist m.A. mit Vorsicht zu betrachten, da sie die Größe der in der Wandelanleihe verpackten Option nicht ausreichend berücksichtigt.

Eine Wandelanleihe, die weit im Geld ist (Delta 90 -100%) oder eine Bond-artige Wandelanleihe (Delta 0-15%) sind von der Bewertung ihrer Option her unwesentlich, weil die bewerteten Optionsteile (Zeitwert) sehr klein sind. Dementsprechend ist auch die Bewertung nicht wesentlich.

Im Gegensatz dazu sind die hybriden Wandelanleihen von der Bewertung her ausgesprochen wichtig, weil sie das größte Gewicht bei der Analyse ausmachen.

Hier der Chart der Vega-Adjustierten impliziten Volatilität im Zeitverlauf seit 2015.

Vega Adjustierter Implied Volatility Chart (U.S. rot - Europa grün)



Gewichtet man die Wandelanleihen nach dem effektiven Gewicht der Option (= Vega Gewichtung), kann man erkennen, dass die Bewertung des Marktes auf einem mittleren Niveau ist und damit im Bereich wie vor den letzten Anstiegen des Jahres 2020/21.

Dieser Effekt wird in der Szenarioanalyse auf der nächsten Seite näher illustriert.

Szenarioanalyse für 2022

	Positives Szenario	Neutrales Szenario	Negatives Szenario
Aktienbewegung bis Jahresende	25%	5%	-25%
Spreadveränderung (IG+HY)	-40 BP	0	+65 bp
Yield Curve Bewegung (3 Jahresbereich)	+20bp	0	-125 bp
Richining/Cheapening	1,60%	1%	-0,50%
Laufende Verzinsung	0,35%	0,35%	0,35%
Realsiertes Delta	57%		34%
Ergebnis Wandelanleihen	14,20%	3,05%	-8,45%

Das Ergebnis der Szenarioanalyse basiert auf den Werten des globalen Focus Wandelanleihe Marktes und geht von einer +/- 25% igen Aktienbewegung aus, die von relevanten Veränderungen in der Zinskurve (+20/-125BP) und den Corporate Spreads (-40/+65bp) begleitet wird.

Die Veränderung der Bewertung der Wandelanleihen sowie die Berechnung der Ergebnisse basieren auf unserer Erfahrung von über 30 Jahren sowie auf Modellannahmen jedoch ohne Kosten oder Gebühren und kann nicht als zuverlässige Prognosequelle für die zukünftige Performance eines Fonds herangezogen werden. Sie dient lediglich als Veranschaulichung der verschiedenen Effekte, die im Bereich der Wandelanleihen wirksam sind.

Ausrichtung der Portfolios

Die grundsätzlich positive Perspektive für Wandelanleihen in Szenarien steigender Zinsen hat uns in den Portfolios dazu veranlasst, das Delta über den relevanten Indizes zu positionieren.

Zusätzlich ist die Perspektive des U.S. Marktes für uns im Moment vielversprechender als das in der jüngeren Vergangenheit der Fall war, dementsprechend haben wir die Anteile an U.S. Wandelanleihen in den Portfolios weiter erhöht, bzw. in den mehrheitlich auf Europa ausgerichteten Portfolios einen globalen Anteil ermöglicht.

Die kurze Duration der Wandelanleihen wird beibehalten, um bei weiteren starken Zinsbewegungen geschützt zu sein. Zudem liegt der Fokus mehr auf hohen Qualitäten als in der Vergangenheit vor dem Hintergrund der potentiellen Risikoaufschläge.

Währungsabsicherungen bleiben im gewohnten Ausmaß bestehen.

Zusammenfassung

Die Gemengelage aus attraktiver Bewertung und starker Korrektur der Wandelanleihe/Underlyings (Paritäten) indiziert, dass die inflationssichernde Wirkung der Wandelanleihen auch im jetzigen Szenario umsetzbar ist, sofern der Aktienmarkt nach der starken Korrektur wieder an Fahrt aufnimmt und das dynamische Potential der Wandelanleihen umgesetzt wird.

Die kurze Duration der Convertibles bietet eine wesentlich stabilere Unterstützung durch den Bondfloor als vergleichbare Anleiheindices und dadurch bessere Protektion bei steigenden Zinsen.

Die Übernahmefantasien bleiben die große (spannende) Unbekannte.

Es grüßt Sie herzlich

Gerhard K.

DISCLAIMER
MARKETINGMITTEILUNG NUR FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN
RECHTLICHE HINWEISE:

Dieses Dokument wurde von CONVERTINVEST Financial Services GmbH erstellt, es ist eine ausschließlich an institutionelle Anleger mit Sitz im EWR gerichtete Marketingmitteilung und stellt kein Angebot, keine Anlageberatung oder -empfehlung dar. Die Inhalte in diesem Marketingdokument sind nicht für Privatkunden geeignet und können eine Anlageberatung durch Ihre Bank nicht ersetzen. Das Dokument stellt keine unabhängige Finanzanalyse dar und wurde demgemäß nicht in Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt, es unterliegt keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Alle im Dokument enthaltenen Daten beruhen auf den jeweils angegebenen Stichtagen; sofern nicht gesondert angegeben, gilt der auf der Titelseite ersichtliche Stichtag.

Dieses Dokument ist nur für den internen Gebrauch beim berechtigten Empfänger bestimmt. Es darf weder ganz noch teilweise an Dritte weitergegeben oder ohne schriftliche Einwilligungserklärung verwendet werden.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Sofern von institutionellen Performancezahlen die Rede ist, handelt es sich dabei um die Nettofondsperformance der institutionellen Anteilsklassen oder der Retailklassen zuzüglich einer angenommenen Rückerstattung der Management Gebühren von 50BP (Berechnungsmethode auf Anfrage). Die individuellen Rückerstattungsvereinbarungen können davon abweichen, daher ist die angeführte institutionelle Performance nur als Beispiel und nicht als individueller Performanceausweis zu sehen. Wertpapierdienstleistungen sind in der Regel mit zusätzlichen Kosten verbunden, die die Performance negativ beeinflussen. Der einmalige Ausgabeaufschlag von bis zu 5% je nach Fonds und individuelle Kosten wie beispielsweise Gebühren, Provisionen und andere Entgelte von Dritten sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Die Informationen in diesem Dokument beruhen auf externen Quellen, die wir für zuverlässig halten, aber keiner neutralen Prüfung unterzogen haben. Die in diesem Dokument vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassungen des Autors/der Autoren und der Redakteure und Gesprächspartner der Convertinvest Financial Services GmbH dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsänderungen müssen nicht publiziert werden.

Der Fonds ist nicht für jeden Anleger geeignet. Es ist möglich, dass der Anleger bei Investment in diesen Fonds einen Verlust, auch bis zur Höhe seines gesamten Investments, erleidet. Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und ist künftigen Änderungen unterworfen. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen zu steuerlichen Effekten können daher eine am Einzelfall orientierte steuerliche Beratung nicht ersetzen. Die Informationen ersetzen nicht die allein maßgeblichen ausführlichen Verkaufsprospekte und wesentlichen Anlegerinformationen (bzw. KIIDs) und aktuellen Jahres- und Halbjahresberichte. Der Prospekt und das KIID (sowie allfällige Änderungen) wurden entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 in der jeweils geltenden Fassung im "Amtsblatt zur Wiener Zeitung" veröffentlicht und stehen in deutscher Sprache am Sitz der KAG Raiffeisen Kapitalanlage GmbH/3Banken-Generali Investment-GmbH und am Sitz der Depotbank Raiffeisen Bank International AG/BKS Bank AG, als Datei im pdf-Format auf der Homepage der KAG (www.rcm.at/ www.3bg.at/) zur Verfügung. Nähere Informationen zu unseren Spezialfonds erhalten sie bei den zuständigen KAGs, Deka Investment GmbH, Nähere Informationen zu unseren Spezialfonds erhalten sie bei den zuständigen KAGs, Deka Investment GmbH, www.deka.de/; Liechtensteinische Landesbank (Österreich) AG, www.llb.at, Liechtensteinische Landesbank (Österreich) AG, www.llb.at. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung sowie allfällige weitere Abholstellen sind auf der Homepage der KAG ersichtlich.

Unsere Retail Publikumsfonds mit Vertriebszulassung

ISIN	Fondsname	Tranche	Zulassung
AT0000A08Y62	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(A)	Ö, D
AT0000A09008	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(T)	Ö, D
AT0000A09016	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(VT)	Ö, D, IT
AT0000A21LL5	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(VT)	Ö, D, IT
AT0000A21KT0	CONVERTINVEST Fair & Sustainable Fund	(A)	Ö, D
AT0000A14J48	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(A)	Ö, D
AT0000A14J55	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(T)	Ö, D
AT0000A1PE35	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(VT)	nur Ö

Unsere Institutionellen Publikumsfonds mit Vertriebszulassung

ISIN	Fondsname	Tranche	Zulassung
AT0000A0RFT3	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(A)	Ö, D, IT
AT0000A0RFU1	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(T)	Ö, D
AT0000A0RFV9	CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund	(VT)	Ö, D, IT
AT0000A21KU8	CONVERTINVEST Fair & Sustainable Fund	(A)	Ö, D
AT0000A21KV6	CONVERTINVEST Fair & Sustainable Fund	(I), (A), (F)	Ö, D
AT0000A21KX2	CONVERTINVEST Fair & Sustainable Fund	(I), (T), (F)	Ö, D
AT0000A21KW4	CONVERTINVEST Fair & Sustainable Fund	(T)	Ö, D
AT0000A21KY0	CONVERTINVEST Fair & Sustainable Fund	(VT)	Ö, D
AT0000A14J14	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(A)	Ö, D
AT0000A1EKN2	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(I), (A), (F)	Ö, D
AT0000A14J22	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(T)	Ö, D
AT0000A14J30	CONVERTINVEST Global Convertible Properties	(VT)	Ö, D

CONVERTINVEST Financial Services GmbH, Liebermannstraße F03/401, A-2345 Brunn am Gebirge E-Mail: office@convertinvest.com

Internet: www.convertinvest.com

Tel. +43 2252 25 99 79 – 0, Fax – 29

Firmenbuch: FN 214338 d, Firmenbuchgericht: LG Wr. Neustadt, **Aufsichtsbehörde:** Finanzmarktaufsicht, A-1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 5, Tel. +43 (0) 1 249 59 - 3202, www.fma.gv.at

MÄR 2021