

„Für Nachranganleihen spielen Zinsänderungsrisiken eher eine untergeordnete Rolle“



Interview mit Sven Pfeil, Vorstand ARAMEA Asset Management und Fondsmanager des ARAMEA Rendite Plus (WKN: A0NEKQ) sowie des ARAMEA Rendite Plus Nachhaltig (WKN A2DTL7).

PUNICA: Herr Pfeil, die jüngste Bewegung am langen Ende der Zinskurve hat viele Marktteilnehmer doch sehr überrascht, wie schätzen Sie die Lage ein: Kommt Sie jetzt die Zinswende, ist Sie schon da oder bleibt es bei einem kleinen aber heftigen Strohfeder?

Pfeil: Einer der wichtigsten Treiber dieser Entwicklung war die Meinung vieler Marktteilnehmer, dass wir am Anfang einer viel größeren, weltweiten Wiedereröffnungswelle der Volkswirtschaften stehen. Auch wenn Europa hier etwas zurücksteht, ist diese Welle in den USA und China bereits in vollem Gange, was in stärker als erwarteten Wirtschaftsdaten und damit höheren Zinsen gipfelte. Trotz dieses logischen Zusammenhangs war der Anstieg am langen Ende m.E. überraschend intensiv. Ein Glück sind wir im Bereich der Nachranganleihen von diesen Entwicklungen nicht so stark betroffen.

PUNICA: Auf den ersten Blick überrascht dies, da Nachranganleihen oftmals sehr lange Laufzeiten aufweisen. Warum spielt die Duration für Sie eine so geringe Rolle?

Pfeil: In der Tat gibt es auch im Nachrangbereich viele Papiere, die noch eine längere Laufzeit aufweisen und bei denen die Duration eine Rolle spielt. Dies ist aber kein Fokus unserer Anlage. Wir setzen eher auf Sondereffekte, die sich aus regulatorischen Änderungen ergeben. Da 2022 Basel III in Kraft tritt und damit die Anrechnung auf das Eigenkapital von Nachranganleihen alten Formates entfällt, haben wir aktuell zahlreiche Anleihen im Portfolio, deren Restlaufzeit wir auf maximal ein Jahr veranschlagen. Bei den Versicherungen ist 2025 das letzte Jahr, in dem die alten Formate auf das Eigenkapital angerechnet werden und viele Häuser werden da vorher durch Rückkäufe, Tenderofferten oder Calls reinen Tisch machen. Daher gehen wir davon aus, dass rund 61% der bei uns aktuell im Portfolio befindlichen Anleihen eine Laufzeit von weniger als 3 Jahren haben. Anders herum haben nur rund 11% eine Restlaufzeit von mehr als 7 Jahren. Hinzu kommt, dass bei Nachranganleihen rund 80% der erwarteten Rendite aus der Nachrangkomponente kommt, also dem Risiko eines verzögerten oder gar ausgefallenen Kupons, einer unsicheren Laufzeit sowie der nachrangigen Bedienung im Insolvenzfall. Das ist auch der Grund, warum wir weiterhin auskömmliche Renditen oberhalb von 4% sehen.



„Für Nachranganleihen spielen Zinsänderungsrisiken eher eine untergeordnete Rolle“

PUNICA: 61% klingt erst einmal beängstigend – zumindest in Bezug auf die Wiederanlage. Wenn so viel Material wegfällt, gibt es dann noch ausreichend gute neue Papiere oder schütten Sie das Geld gar an die Anleger aus?

Pfeil: Erstmal sollte man festhalten, dass die meisten dieser Papiere unter pari notieren. D.h. eine Kündigung ist zunächst einmal positiv, da Sie in der Regel mit einem Kursgewinn in der Anleihe einhergeht. Im zweiten Schritt stellt sich dann das Thema der Wiederanlage, auf die wir uns aber auch lange genug vorbereiten konnten, zumal wir relativ genau abschätzen können, wann welcher Emittent uns wieviel zurückzahlt. Einen Teil der bei den Banken freiwerdenden Mittel werden wir bei in Versicherungsnachträge anlegen, um hier bis Ende 2025 von der Kündigungswelle zu profitieren. Daneben hat sich ein spannendes Fenster bei US-Titeln wieder aufgetan, das lange Zeit durch die hohe Zinsdifferenz am kurzen Ende unattraktiv war. Seitdem die Währungssicherungskosten wieder auf einem erträglichen Niveau sind, haben wir bei verschiedenen US-Banken zugeschlagen. Wenn man einen 4%igen Mindestkupon bei einem Emittenten wie Bank of America „um par“ kaufen kann, dann finde ich dies, als langweiliger „Bondmensch“, ~~sehen~~ nicht unattraktiv. Wir haben daher das US-Exposure auf knapp 23% deutlich erhöht.

PUNICA: Wo sehen Sie aktuell weitere Potentiale?

Pfeil: Durch den Wegfall des LIBOR als Referenzsatz, der bei einigen Sterling-Nachrang-Floatern verwendet wird, ist die Kündigungswahrscheinlichkeit dort auch deutlich erhöht, was noch nicht vollständig eingepreist zu sein scheint. Hier haben wir uns zuletzt entsprechend positioniert, zumal auch die Aufsichtsbehörden klargemacht haben, dass Sie diese Anleihen unerwünscht sind. Auch nach Basel III bleibt uns der regulatorische Rückenwind erhalten, so, dass wir einige interessante Sondersituationen bei ausgewählten CoCos erwarten, deren derzeitige Trigger-Levels, unseres Erachtens, zu niedrig sind.

PUNICA: Nachranganleihen werden oftmals als letzte Oase in der Zinswüste bezeichnet. Ist diese Aussage trotz des jüngsten Zinsanstiegs noch gültig?

Pfeil: Der Spread von Nachranganleihen auf die Zinskurve ist nach wie vor insgesamt noch attraktiv. Dies gilt allerdings nicht mehr für alle Segmente. Bei Corporates guter Qualität sind die Aufschläge mittlerweile überschaubar. Bei einigen Neuemissionen, aber auch bei Kurzläufern, liegen wir da schon auf wenig attraktiven Levels. Anders im Bankenbereich, wo viele Anleger noch skeptisch sind anlässlich der pandemiebedingten konjunkturellen Risiken und den möglichen negativen Folgeeffekten für Finanzinstitute. Wir sind diesbezüglich etwas positiver gestimmt auch wenn wir denken, dass es zu Kreditausfällen kommen kann. Die Banken sind aber unseres Erachtens darauf gut vorbereitet und würden notfalls von staatlicher Seite unterstützt. Die jüngste Rating-Heraufstufung des spanischen Bankensektors ist schon mal ein positives Signal. Wir gehen daher auch für 2021 und 2022 davon aus, dass wir am Ende ordentliche Erträge nach Kosten von um die 3% ausschütten können. In anderen Segmenten des Rentenmarktes ist dies nicht mehr darstellbar. Nachranganleihen bleiben daher aus meiner Sicht alternativlos eine zuverlässige Quelle für ordentliche Kupons.



PUNICA | Powered by
INVEST | ARAMEA &
HANSAINVEST



„Für Nachranganleihen spielen Zinsänderungsrisiken eher eine untergeordnete Rolle“

PUNICA: Herr Pfeil vielen Dank für das Gespräch.