

Insurance Bonds

Überhitzte AT1? Abkühlen mit rT1!

Kündigungsdisziplin bei rT1 bleibt hoch

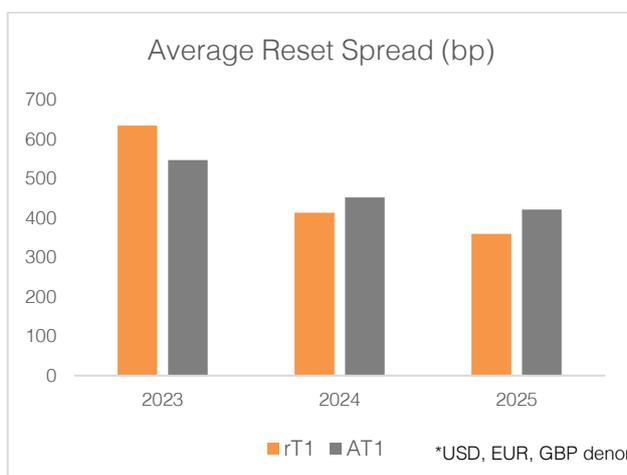
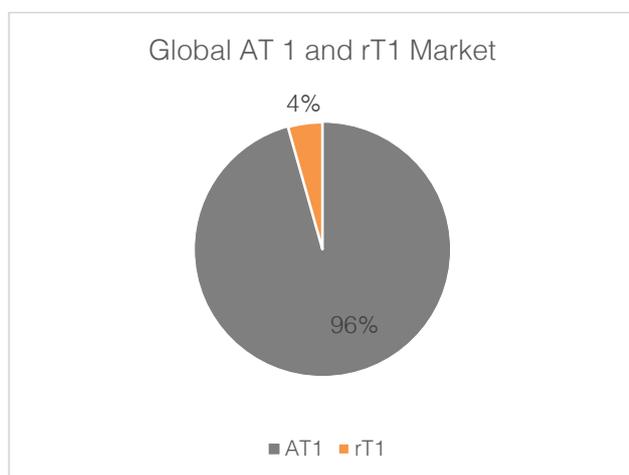
Banken-AT1-Papiere haben seit Jahresbeginn (YTD) eine starke Performance gezeigt, da Anleger in einem zunehmend engen Markt weiterhin nach Rendite suchen. Allerdings zeigen sich im AT1-Segment Anzeichen einer Überhitzung. Restricted Tier 1 (rT1)-Anleihen könnten eine überzeugende Alternative darstellen!

Banken-AT1-Papiere haben seit Jahresbeginn (YTD) eine starke Performance erzielt, da Anleger in einem zunehmend enger werdenden Markt nach Rendite suchen. Doch der AT1-Markt wirkt zunehmend überhitzt. Die hohe Nachfrage am Primärmarkt hat zudem zu einem Rückgang der Reset-Spreads geführt – und damit laut einigen Investoren zu einem Anstieg des Verlängerungsrisikos.

Die Zahl der AT1-Extensions ist in den letzten Jahren bereits kontinuierlich gestiegen. Anleger zeigen sich zunehmend besorgt, dass sich dieses Muster mit den derzeit niedrigen Reset-Sätzen verstärken könnte. Das Nichtziehen einer AT1 verliert allmählich seinen Marktstigma, was letztlich zu einer Neubewertung von AT1-Papieren führen dürfte. Mehrere Vermögensverwalter haben daher bereits öffentlich erklärt, dass sie ihre AT1-Positionen aktiv reduzieren und im oberen Bereich der Kapitalstruktur mehr Wert sehen (siehe hier).

Doch Anleger müssen beim Realisieren von Gewinnen aus AT1-Papieren nicht zwangsläufig auf Rendite verzichten: Versicherungs-rT1-Papiere stellen eine hervorragende Alternative dar. Der rT1-Markt bietet im Vergleich zu AT1 weiterhin attraktives Potenzial, und Versicherer gelten als diszipliniert und investorenfreundlich – bei in der Regel höheren Ratings. Emittenten benchmarkgrosser Anleihen weisen durchschnittlich Solvency-II-Quoten von über 200% auf, was zusätzliches Vertrauen schafft und bislang jedoch nicht vollständig in die rT1-Bewertungen eingepreist ist.

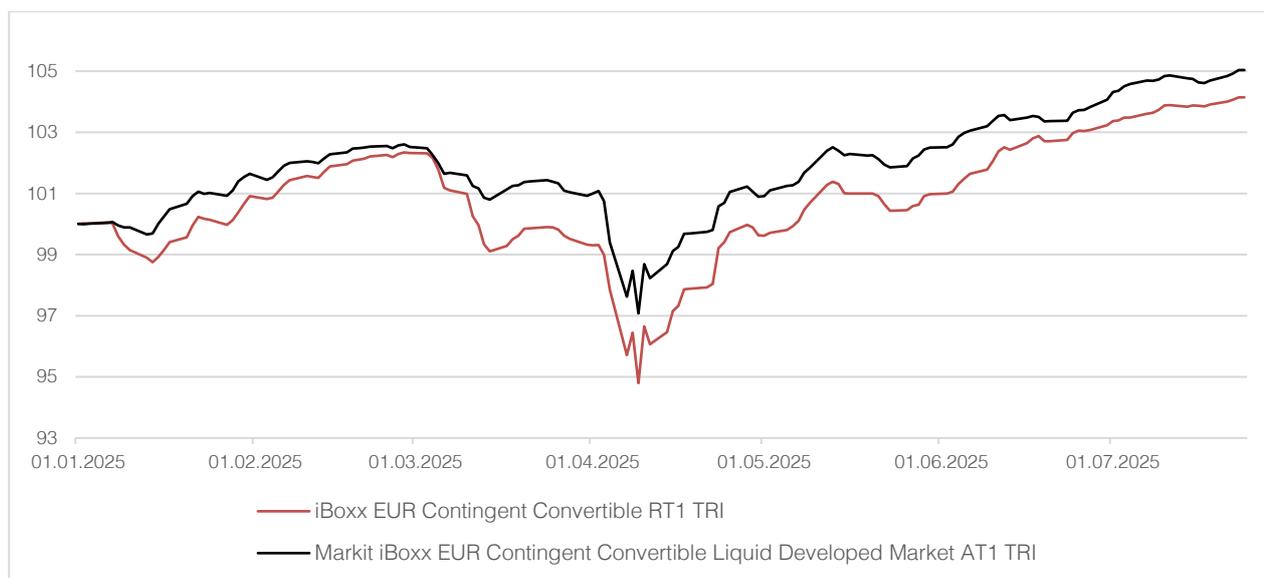
Der rT1-Markt ist im Vergleich zu AT1 noch relativ klein, hat aber in den letzten fünf Jahren eine deutliche Zunahme an Emittenten verzeichnet. Diese Assetklasse wurde erst im Zuge der Solvency-II-Regulierung im Jahr 2016 eingeführt, und es dauerte einige Jahre, bis erste benchmark-grosse Anleihen emittiert wurden. Inzwischen sind rund 50 rT1-Anleihen im Umlauf – Anleger können heute also aus einer soliden Auswahl geeignete Titel für ihr Portfolio zusammenstellen.



Die Emissionsdaten neuer rT1-Anleihen zeigen ebenfalls niedrigere Reset-Sätze, allerdings ist die Stichprobengrösse sehr gering, da pro Jahr nur eine einstellige Anzahl an Anleihen begeben wird. Anders als im Bankensektor beobachten wir bislang keinen Anstieg von Extensions. Der Versicherungssektor gilt traditionell als sehr diszipliniert: Nahezu alle gehandelten institutionellen „Grandfathered“-Perpetuals und Tier-2-Anleihen wurden stets als „nicht-ökonomische Calls“ begeben und zum ersten Kündigungstermin gezogen. Retail-orientierte, Perpetuals galten dagegen stets als „ökonomische“ Calls.

Im rT1-Segment gibt es jedoch bislang kaum Präzedenzfälle, da bisher nur eine Handvoll kleinerer Emissionen sowie eine USD-750-Millionen-Emission der Phoenix Group Anfang dieses Jahres ihren ersten Call-Termin erreicht haben – und alle wurden gezogen. Wir sind überzeugt, dass die Disziplin in diesem Segment hoch ist und die grosse Mehrheit der rT1-Anleihen als „nicht-ökonomische“ Calls strukturiert sind. Während sich nur ein grosser Versicherer als Ausnahme positioniert hat und plant, ausschliesslich auf wirtschaftlicher Grundlage zu kündigen, haben nahezu alle anderen grossen Versicherer diese Gelegenheit genutzt, um ihre Absicht zu bekräftigen, zum ersten Call-Termin zu ziehen.

Wir erwarten daher nicht, dass eine Extension durch einen einzelnen grossen Versicherer einen Prozess in Gang setzt, der Verlängerungen institutioneller Anleihen salonfähig macht. Vielmehr dürfte sich der Markt in zwei Teilsegmente aufspalten: in disziplinierte Emittenten und eine sehr kleine Zahl von Akteuren, die ausschliesslich „ökonomisch“ kündigen.



Wir schliessen nicht aus, dass Versicherungs-rT1-Papiere in den kommenden Monaten in Mitleidenschaft gezogen werden könnten, sollten Bank-AT1-Anleihen volatil bleiben. Wir sehen dies jedoch eher als Chance, zu attraktiven Konditionen zu investieren und eine substantielle Rendite bei nur marginalem Verlängerungsrisiko zu erzielen. rT1-Papiere hinken der YTD-Performance von AT1 weiterhin hinterher, und da Letztere sich in diesem Sommer überhitzt zeigen und Anleger zunehmend nervös werden, empfehlen wir eher den Wechsel in das sicherere Fahrwasser von rT1. Aus unserer Sicht preist der Markt derzeit ein zu hohes extension risk bei rT1 ein. Eine Neubewertung von AT1 würde die relative Attraktivität von rT1 weiter steigern und somit eine noch bessere Einstiegsmöglichkeit bieten.

Rechtlicher Hinweis: Dieses Dokument ist ausschliesslich für den Empfänger bestimmt. Die in diesem Dokument veröffentlichten Informationen werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt und stellen weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten, zur Tätigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes dar. Die veröffentlichten Informationen stellen auch keine Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder sonstige Beratungsfragen dar. Zudem dürfen allein aufgrund dieser Angaben keine Anlage- oder sonstigen Entscheide gefällt werden. Bei Anlageentscheiden wenden Sie sich bitte an eine qualifizierte Fachperson. Die Plenum Investments AG übernimmt keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in diesem Dokument veröffentlichten Informationen. Der Inhalt dieses Dokuments kann sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Die zukünftige Performance von Investitionen kann nicht aus der Kursentwicklung der Vergangenheit abgeleitet werden. Der Wert einer Investition kann steigen oder fallen und im Extremfall kann es zum Verlust des eingesetzten Kapitals kommen. Anlagen können hohe Kursschwankungen aufweisen, die die Höhe des angelegten Betrages ausmachen können. Die Erhaltung des investierten Kapitals kann somit nicht garantiert werden. Genaue Informationen über Risiken erhalten Sie von der Plenum Investments AG. Plenum Investments AG übernimmt keine Haftung für Verluste bzw. Schäden (sowohl direkte als auch indirekte und Folgeschäden) irgendwelcher Art, die sich aus der Benutzung dieses Dokuments oder der Verwendung einer unserer anderen Publikationen ergeben könnten. Die Bewertung und Verwendung der publizierten Informationen erfolgen auf eigenes Risiko und auf eigene Gefahr des Benutzers.