HERBSTBERICHT

Der FAM Renten Spezial gewinnt den Boutiquen-Award 2022

FAM
FRANKFURT
ASSET MANAGEMENT

FRANKFURT ASSET MANAGEMENT

Die FAM Frankfurt Asset Management AG ist eine unabhängige und inhabergeführte Vermögensverwaltung mit Sitz in Frankfurt am Main und wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) überwacht. Der Fokus liegt auf den Asset Klassen Hochzinsanleihen und Prämienstrategien.

Portfoliomanagement und Kundenbetreuung erfolgen bei der FAM aus einer Hand, der Portfoliomanager ist also gleichzeitig auch der Hauptansprechpartner für den jeweiligen Mandanten. Beim Portfoliomanagement wird großer Wert auf die fundamentale Analyse des Kapitalmarktes sowie einzelner Firmen gelegt. Dabei stützt sich die FAM auf Senior-Mitarbeiter mit insgesamt über 100 Jahren Kapitalmarkterfahrung.

Der FAM-Investmentansatz ermöglicht die Generierung von interessanten Chance-Risiko-Profilen. Dabei ist der Ausgangspunkt stets die Rendite-Chance, wobei die dazugehörigen Risiken unter die Lupe genommen werden. Wenn dieses Verhältnis vorteilhaft erscheint, findet die Anlage den Eingang ins Portfolio. Ein besonderes Augenmerk liegt auf asymmetrischen Chance-Risiko-Profilen mit einer möglichst hohen Wahrscheinlichkeit für positive Erträge.

INHALTSANGABE

Frankfurt Asset Management 2

Inhaltsangabe 3

Kapitalmarktübersicht – Performance 31.12.2021 - 30.09.2022 (in Euro) 4

Vorwort „Salami-Crash: Bad News oder halb so schlimm?“ 6

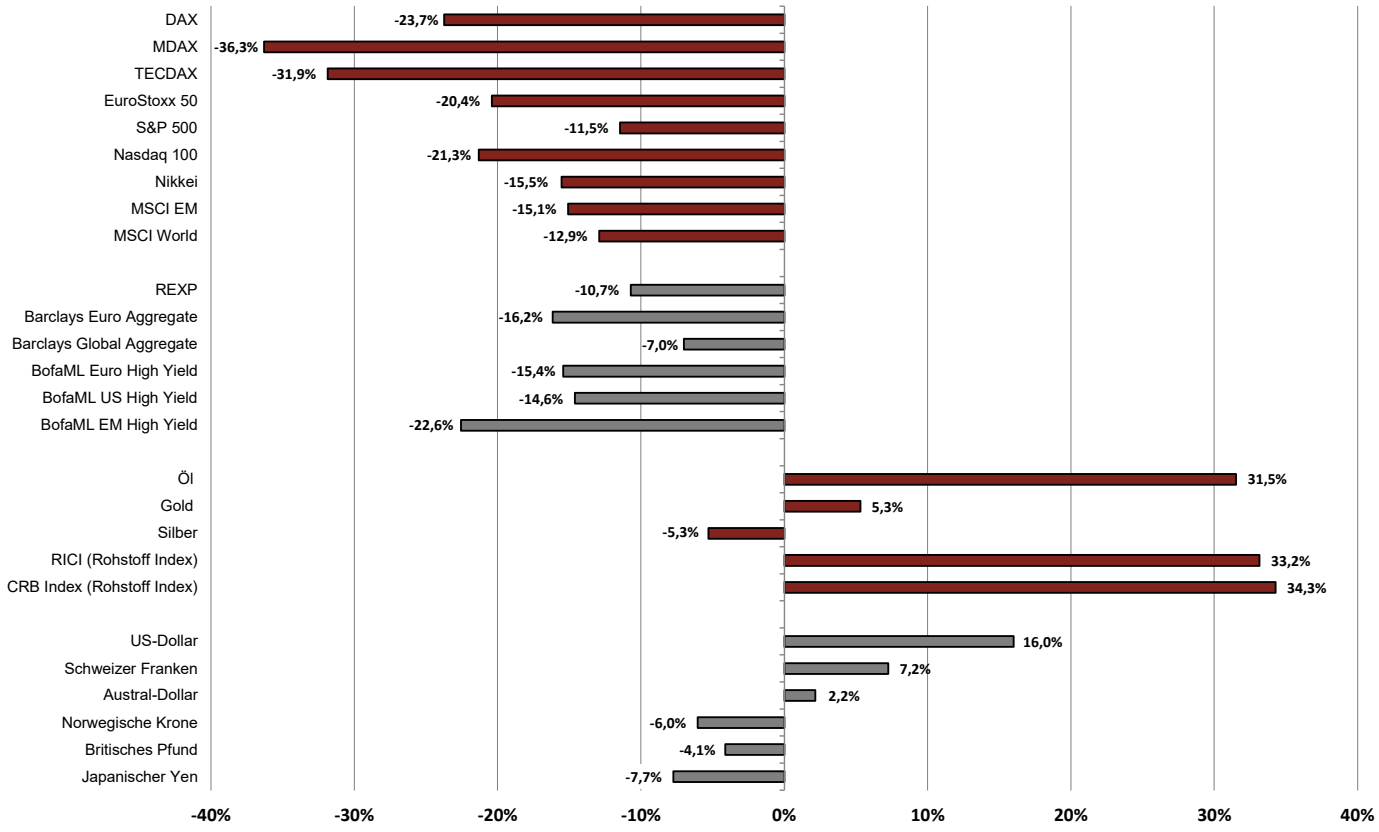
Der Inflationsschub und wie es dazu kam 8

Keine Angst vorm 1st Call – CoCo-Bonds finden wieder einen Platz im FAM Renten Spezial 17

FAM Prämienstrategie R 24

FAM Renten Spezial I 26

KAPITALMARKTÜBERSICHT – PERFORMANCE 31.12.2021 - 30.09.2022 (IN EURO)



Quelle: Bloomberg

Europäische Zentralbank

© Peter Wiederholt

VORWORT: „SALAMI-CRASH: BAD NEWS ODER HALB SO SCHLIMM?“

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Sommer-Rallye an der Börse war ein kurzes Strohfeuer bzw. stellte sich letztlich als eine sog. „Bären-Rallye“ heraus. Immerhin gewann der DAX zwischenzeitlich rund 12%, endete aber mit einem Quartalsminus von gut 5%. Im Vergleich zu Q1 und Q2 2022 brachte das Sommerquartal zumindest eine gewisse Stabilisierung. Vermutlich befinden wir uns inmitten eines sog. „Salami-Crashs“, eine vergleichsweise seltene Form des Börsen-Absturzes. Hierbei geht es – in gewissen Wellenbewegungen – sukzessive über einen längeren Zeitraum bergab. Die „normalen Crashs“ finden dagegen immer sehr plötzlich und heftig statt, wie z.B. bei der Eurokrise 2011 oder bei Corona 2020. Salami-Crashs tauchen nur alle 20 bis 30 Jahre auf, zuletzt war dies der Fall von 2000 bis Anfang 2003.

Eine gewisse Nervenstärke vorausgesetzt: Der Salami-Crash muss gar nicht so negativ sein! Denn die FAM-Anlagestrategie ist gewissermaßen fast schon „maßgeschneidert“ für ein solches Szenario. Gerade die FAM Kernbausteine „High Yield“ und „Prämienstrategie“ kommen mit langanhaltenden Abwärtsphasen recht gut klar – nach einer zugegebenermaßen holprigen Anfangsphase sollte es schon bald wieder bergauf gehen. Außerdem ist die traditionell tiefe Aktienquote, die zur DNA der FAM gehört, logischerweise vorteilhaft. Mehr dazu lesen Sie ab Seite 14 – eingebettet im Artikel „Der Inflationsschub und wie es dazu kam“, der auf Seite 8 beginnt.

Die Banken sind diesmal nicht der „böse Bube“, wie dies z.B. in 2008/2009 der Fall war. Es handelt sich heute um eine vergleichsweise solide Branche mit intakten Ertragsaussichten – die Zinswende wird die jährlichen Erträge der europäischen Banken um über 100 Milliarden Euro erhöhen. Gleichzeitig bieten die sog. „CoCo Bonds“ der Banken derzeit hohe einstellige Renditen – die Risikoprämien für diese nachrangigen Papiere befinden sich auf Rekordniveau. Grund genug, um sich mit dieser hochinteressanten Asset Klasse zu befassen, den Artikel „CoCo Bonds finden wieder einen Platz im FAM Renten Spezial“ lesen Sie ab Seite 17.

Apropos FAM Renten Spezial: Der Fonds hat bei den diesjährigen Boutiquen Awards, die am 6. Oktober in Frankfurt stattfanden, den Award in der Kategorie Renten gewonnen. Die hochkarätig besetzte Jury (u.a. mit Dr. Hendrik Leber von Acatis und Detlef Glow von Lipper) gab neben der überzeugenden Wertentwicklung auch das FAM Credit Scoring Model als Grund für ihre Entscheidung an. Wir sind stolz und bedanken uns ganz herzlich bei unseren Investoren, beim Veranstalter sowie bei der Jury für diese wertvolle Auszeichnung, zumal insgesamt nur 10 Boutiquen Awards verliehen wurden - davon nur ein einziger in der Kategorie Renten. Gleichzeitig sehen wir den Award auch als weiteren Ansporn, das aktuelle Minus wieder auszugleichen.

Wir wünschen Ihnen einen farbenfrohen Herbst!

Peter Wiederholt und Ottmar Wolf

Jürgen Dumschat (AECON Fondsmarketing), Isabelle Hägewald (Mein Geld Medien GmbH), Ottmar Wolf (FAM) und Gunnar Rieke (Donner & Reuschel)

DER INFLATIONSSCHUB UND WIE ES DAZU KAM

Executive Summary

- ***Entgegen der weit verbreiteten Meinung sind Geschäftsbanken die Quelle der Geldschöpfung im Wirtschaftssystem – und nicht die Zentralbanken.***
- ***Geschäftsbanken können über die Kreditvergabe (digitales) Geld praktisch aus dem Nichts schöpfen und die Geldmenge dadurch fast grenzenlos erhöhen. Zentralbanken können das Geldmengenwachstum mit ihrer (Leit)Zinspolitik und Regulation (Festlegung von Mindesteigenkapital- und Liquiditätsquoten für Geschäftsbanken) lediglich beeinflussen.***
- ***Die Geschäftsbanken brauchen kein „Cash" einzusammeln, um damit Kredite vergeben zu können. Die Idee, dass infolge von „Quantitative Easing" (QE) die Geschäftsbanken nach der Finanzkrise 2008/2009 „in Geld geschwommen" haben und es nicht an die Realwirtschaft weitergaben, ist dementsprechend irreführend.***
- ***QE hat im ersten Jahrzehnt nach der Finanzkrise nicht zu einer höheren Inflation geführt, weil durch QE keine Beschleunigung des Kreditwachstums entstanden ist.***
- ***Dies hat sich nach Corona geändert, weshalb QE dann doch inflationär wurde.***
- ***Es ist offen, wann es den Notenbanken gelingt, die Inflation wieder einzufangen und wie viele Zinserhöhungen dazu erforderlich sein werden.***
- ***Daher könnte der Gegenwind für den Aktienmarkt noch eine ganze Weile anhalten.***
- ***Die Asset Klassen High Yield und Prämienstrategien werden in den kommenden Jahren mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit positive Returns bringen, selbst wenn sich der Salami-Crash am Aktienmarkt fortsetzen sollte.***

Verfolgt man die Debatte in den Medien, so drängt sich leicht der Eindruck auf, dass die Zentralbanken für die Geldschöpfung im Wirtschaftssystem verantwortlich sind und Quantitative Easing (QE) zwingend zu einem explosionsartigen Anstieg der Inflationsraten führen muss. Dies stimmt so nicht. EZB und Co. haben durchaus die Möglichkeit, die Geldversorgung der Wirtschaft zu beeinflussen, aber Kreditvergabe und Geldschöpfung werden im Wesentlichen von den Geschäftsbanken bestimmt. Dies erklärt, warum das Quantitative Easing (QE) in der Dekade nach der globalen Finanzkrise zu keinem Anstieg der Verbraucherpreisinflation geführt hat – und nach der Pandemie dann doch.

Eine der wichtigsten Funktionen moderner Notenbanken ist es, für eine angemessene Preisstabilität zu sorgen. Bei manchen Zentralbanken, wie etwa der EZB, ist dies das vorrangige Ziel. Bei anderen kommen weitere gleichrangige Verpflichtungen hinzu: so muss zum Beispiel die amerikanische Fed laut Vorgaben des US-Kongress ergänzend zur Preisstabilität als gleichrangiges makroökonomisches Ziel auch für eine Vollbeschäftigung sorgen. Damit können Zielkonflikte entstehen, die zumindest offiziell bei der EZB nicht gegeben sind. Dennoch tut sich die EZB-Spitze um Christine Lagarde nicht leicht damit, den abrupten Inflationsanstieg in der Eurozone zu bremsen. Schließlich ist auch niemandem damit gedient, wenn durch entsprechende Maßnahmen die Wirtschaft vollständig abgewürgt wird und die Rezession sehr viel stärker ausfällt als es ohnehin der Fall sein wird. Werfen wir dazu zunächst einen Blick auf die Zusammenhänge zwischen Zinspolitik, Geldmengenwachstum und Inflationsentwicklung.

GELDSCHÖPFUNG DURCH DIE GESCHÄFTSBANKEN

Laut der relativ weit verbreiteten „Quantitative Theory of Money“ besteht ein enger Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Geldmenge, die von den Notenbanken über ihre Zinsentscheidungen beeinflusst bzw. gesteuert werden kann, und der Entwicklung des Preisniveaus. Stark vereinfacht gesagt lässt sich das Geldmengenwachstum und damit auch die Inflation durch Zinssenkungen erhöhen, wohingegen Zinserhöhungen für eine Reduzierung von Geldmengenwachstum und Inflation sorgen (zur formalen Herleitung siehe Kasten).

Grundsätzlich wirken sich Veränderungen in der Geldpolitik allerdings nur indirekt auf die Geldversorgung der Volkswirtschaft und damit auf die Inflationsraten aus. Denn die Geldschöpfung im Wirtschaftssystem wird über die Kreditvergabe durch die Geschäftsbanken generiert – sie sind das wesentliche Bindeglied zwischen Geldpolitik und Geldmengenwachstum. Ihre Möglichkeit bzw. ihr Interesse, dem Wirtschaftskreislauf Kredite zur Verfügung zu stellen, wird im Wesentlichen nur durch zwei Parameter eingeschränkt. Zum einen sind dies regulatorische Vorgaben unter anderem in Form einer Mindesteigenkapitalquote und einer Liquiditätsquote (liquide Mittel inklusive Staatsanleihen als Prozentsatz der Bilanzsumme). Ersteres dient zur Absicherung von Einlagen, letzteres zur Sicherstellung, dass Kunden jederzeit physisches Geld abheben können.

Im heutigen „fiat money“ System spielt die Liquiditätsbereitstellung in Form von Bargeld jedoch eine immer geringere Rolle. So werden in den USA laut Fed bereits 80% aller Transaktionen digital abgewickelt, in der EU werden 89% aller Rechnungen digital bezahlt (Quelle: EZB). Die Corona-Pandemie hat die Abkehr von Bargeldzahlungen nochmals beschleunigt. Im internationalen Kontext dürfte das Volumen physischer Geldtransaktionen ohnehin gegen null gehen.

Einschränkender Faktor ist damit vordergründig zunächst die Mindesteigenkapitalquote. Liegt diese für Geschäftsbanken z.B. bei 5%, bedeutet dies für ein Kreditinstitut mit einem Eigenkapital von 10 Mrd. Euro, dass maximal 200 Mrd. Euro an Krediten vergeben werden können. Eine darüberhinausgehende Ausdehnung des Kreditvolumens erfordert eine klassische Kapitalerhöhung oder die Ausgabe von Finanzinstrumenten, die ganz oder teilweise auf das haftende Eigenkapital angerechnet werden können (z.B. CoCo-Bonds und Lower Tier 2 Anleihen). Da es einer prosperierenden Bank bzw. dem gesamten Bankensektor in einem guten wirtschaftlichen Umfeld aber fast immer möglich ist, von Aktionären oder Käufern bestimmter Schuldtitel zusätzliches Eigenkapital zur Verfügung gestellt zu bekommen, ist es den Banken theoretisch möglich, ihr Kreditvolumen unendlich auszudehnen. Geschäftsbanken können also Geld „aus dem Nichts“ schaffen, solange sie die Mindesteigenkapitalquote (und Mindestliquiditätsquote) einhalten.

Quantitative Theory of Money

Die Quantitätstheorie des Geldes ist eine Wirtschaftstheorie, die unter bestimmten Voraussetzungen eine kausale Abhängigkeit des Preisniveaus von der Geldmenge annimmt. Dabei gilt die Gleichung

$$M \cdot V = Q \cdot P$$

(Quantitätsgleichung),

wobei „M“ für die Geldmenge, „V“ für die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, also grob gesagt die Anzahl der Transaktionen, die jeweils mit demselben „Geldschein“ bezahlt werden, „Q“ für die Menge an produzierten Gütern und Dienstleistungen in der Volkswirtschaft und „P“ für das durchschnittliche Preisniveau stehen. Für das Preisniveau gilt also

$$P = \frac{M \cdot V}{Q}$$

Bleiben die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und die Menge der produzierten Güter und Dienstleistungen konstant, hängen Veränderungen des Preisniveaus (Inflation oder Deflation) also ausschließlich von dem Geldmengenwachstum ab.

Wir versuchen dies anhand eines Beispiels zu erläutern: Maria Witt will eine Wohnung kaufen und geht zur Bank A, um ein Darlehen in Höhe von 300.000 Euro zu beantragen (eine Hypothek). Die Bank A genehmigt ihr das Darlehen. In der Bilanz von Bank A passiert jetzt folgendes: auf der Aktivseite entsteht eine Forderung der Bank A gegenüber Maria in Höhe von 300.000 Euro (das Kreditbuch der Bank vergrößert sich um diese Summe). Auf der Passivseite der Bank A entsteht eine Einlage von 300.000 Euro (oder anders formuliert: Maria hat auf ihrem Konto jetzt zusätzliche 300.000 Euro liegen). Zwei Tage später überweist Maria das Geld an den Verkäufer der Wohnung, Johan Müller, der ein Konto bei der Bank B hat.

Johan Müller kann jetzt dieses Geld verwenden, um im Supermarkt einzukaufen, Miete zu zahlen, Urlaub zu buchen, ein Auto oder ein Wohnung zu kaufen – und das alles mit Bankkarte, Kreditkarte oder per Banküberweisung. Bank A hat durch die Kreditvergabe an Maria Witt 300.000 Euro neues Geld geschafft. Dieses fließt dann in die Wirtschaft. Die Geldmenge hat sich um 300.000 Euro erhöht. Es handelt sich um „digitale“ Kreditvergabe und „digitale“ Zahlungsströme. Es handelt sich um „digitales“ Geld. In der medialen Diskussion um Krypto und das neue digitale Geld geht oft verloren, dass physisches Geld schon heute eine untergeordnete Rolle in der Wirtschaft spielt - welches Unternehmen zahlt die Gehälter noch in bar aus? Oder wer zahlt seine Miete, Hypothek, Telekom-, Stromrechnung oder sein Netflix-Abo in bar? Die weltweiten Zahlungsströme sind schon heute überwiegend digital.

Fazit: Die einzige wirkliche Einschränkung bezüglich der Kreditvergabe durch Geschäftsbanken und damit auch bezüglich des Geldmengenwachstums liegt damit in der Kreditnachfrage privater Haushalte, von Unternehmen und des Staates. Diese Nachfrage können Zentralbanken durch Veränderungen der Leitzinsen beeinflussen.

INDIREKTE ZINSBEEINFLUSSUNG DURCH NOTENBANK

Erhöhen EZB, Fed und Co. die Leitzinsen beispielsweise von null auf 3%, bedeutet dies, dass sie den Geschäftsbanken jetzt 3% an Zinsen für Einlagen bei der Zentralbank anbieten. Folglich wird keine Bank Staatsanleihen mit Renditen unterhalb dieser Marke kaufen. Auf diese Weise erzwingt sie einen Anstieg der Staatsanleiherendite auf mindestens 3% und der von Unternehmensanleihen entsprechend dem jeweiligen Risikoaufschlag auf deutlich über 3%.

Auch ihren Anleihegläubigern müssen die Geschäftsbanken entsprechend mehr bieten. Andernfalls werden Neuemissionen von Bankanleihen mangels Kaufinteresse nicht stattfinden und fällig werdende Papiere können nicht refinanziert werden. Dies gilt natürlich auch für Lower Tier 1 und Tier 2 Bonds sowie andere hybride Finanzmittel, die teilweise auf das Eigenkapital angerechnet werden. Ihr Auslaufen würde ohne entsprechende Neuemissionen zu einer Reduzierung des Eigenkapitals der Bank und damit zu einer verminderten Kreditvergabekapazität führen. Auch Bankaktionäre werden eine höhere Rendite aufs Eigenkapital verlangen, um Bankaktien zu kaufen oder zu halten - wird diese von den Banken nicht erzielt, führt dies zu niedrigeren Aktienkursen, was wiederum die Größe potenzieller zukünftiger Kapitalerhöhungen reduziert und damit das potenzielle Wachstum der Kreditvergabekapazität in der Wirtschaft senkt. Indirekt beeinflusst der Leitzins der Zentralbank somit das Zinsniveau in der gesamten Volkswirtschaft und damit auch die Nachfrage nach Krediten sowie das Geldmengenwachstum.

ANKAUF VON STAATSANLEIHEN ALS WEITERES INSTRUMENT

Nach der Finanzkrise 2008/2009 haben die Fed, die EZB und die BoE ein neues Instrument ins Leben gerufen, das sogenannte „Quantitative Easing“ (QE). Dabei kauften die Zentralbanken Staatsanleihen am Sekundärmarkt an, wodurch deren Renditen (weiter) zurückgegangen bzw. sogar in den negativen Bereich abgerutscht sind. Dies war unter anderem nötig geworden, da die Notenbanker aufgrund des niedrigen Niveaus mittels Leitzinsänderungen kaum noch Impulse zur Steuerung der Zinshöhe in der Volkswirtschaft setzen konnten. Durch den Ankauf insbesondere langlaufender Anleihen können die Zentralbanken das langfristige Zinsniveau, welches für Investitionsprojekte entscheidend ist, direkt beeinflussen bzw. steuern. Über die entsprechenden Folgereaktionen hat dies Einfluss auf die gesamte Zinsstrukturkurve und damit auch auf das kurzfristige Zinsniveau in der Wirtschaft. Die betroffenen Staatsanleihen werden typischerweise von Geschäftsbanken gehalten. Durch ihren Verkauf an die Zentralbank verändern die Geschäftsbanken die Zusammensetzung der Aktivseite ihrer Bilanz. Sie halten weniger Staatsanleihen und mehr Giralgeld, welches auf ihrem Konto bei der Zentralbank liegt. Dieses Giralgeld spielt allerdings keine relevante Rolle in der Kreditvergabekapazität der Geschäftsbanken. Die Kreditvergabekapazität wird sich nicht erhöhen aufgrund der höheren Liquiditätsbestände der Geschäftsbanken (wie gesagt: diese wird im Wesentlichen von der Mindesteigenkapitalquote bestimmt). Die oft verbreitete Idee, dass die Banken infolge von QE in „Cash schwimmen“ und es nicht an die „Realwirtschaft“ in Form von Kredit weitergeben, ist irreführend.

Durch Quantitative Easing wird somit indirekt (steigende Kreditnachfrage durch niedrige Zinsen) und direkt (Ankauf von Staatsanleihen und Ausweitung des Giralgeldbestands bei der Notenbank) die Geldmenge ausgeweitet. Dabei fällt die direkte Ausweitung der Geldmenge (Anstieg von M0) aufgrund der starken Erhöhung der Guthaben bei den Zentralbanken prozentual betrachtet sehr viel stärker aus als die indirekte Geldmengenerhöhung (siehe Tabelle):

Jährliches Wachstum der Geldmenge

	2000-2007	2008-2019	2020-2021
M0 Eurozone	8,1%	11,4%	29,2%
M2 Eurozone	7,6%	4,3%	8,5%
M0 USA	4,8%	12,5%	19,6%
M2 USA	6,1%	6,2%	13,7%

Quelle: Bloomberg, Stand 30.09.2022

Die Geldmengenaggregate im Eurosystem

Die verschiedenen Geldmengenklassen M0 bis M3 orientieren sich an der Verfügbarkeit des Geldes.

M0: Im Umlauf befindende Banknoten und Münzen inkl. Kassenbestand der Geschäftsbanken + Einlagen der Geschäftsbanken auf Konten der Zentralbank.

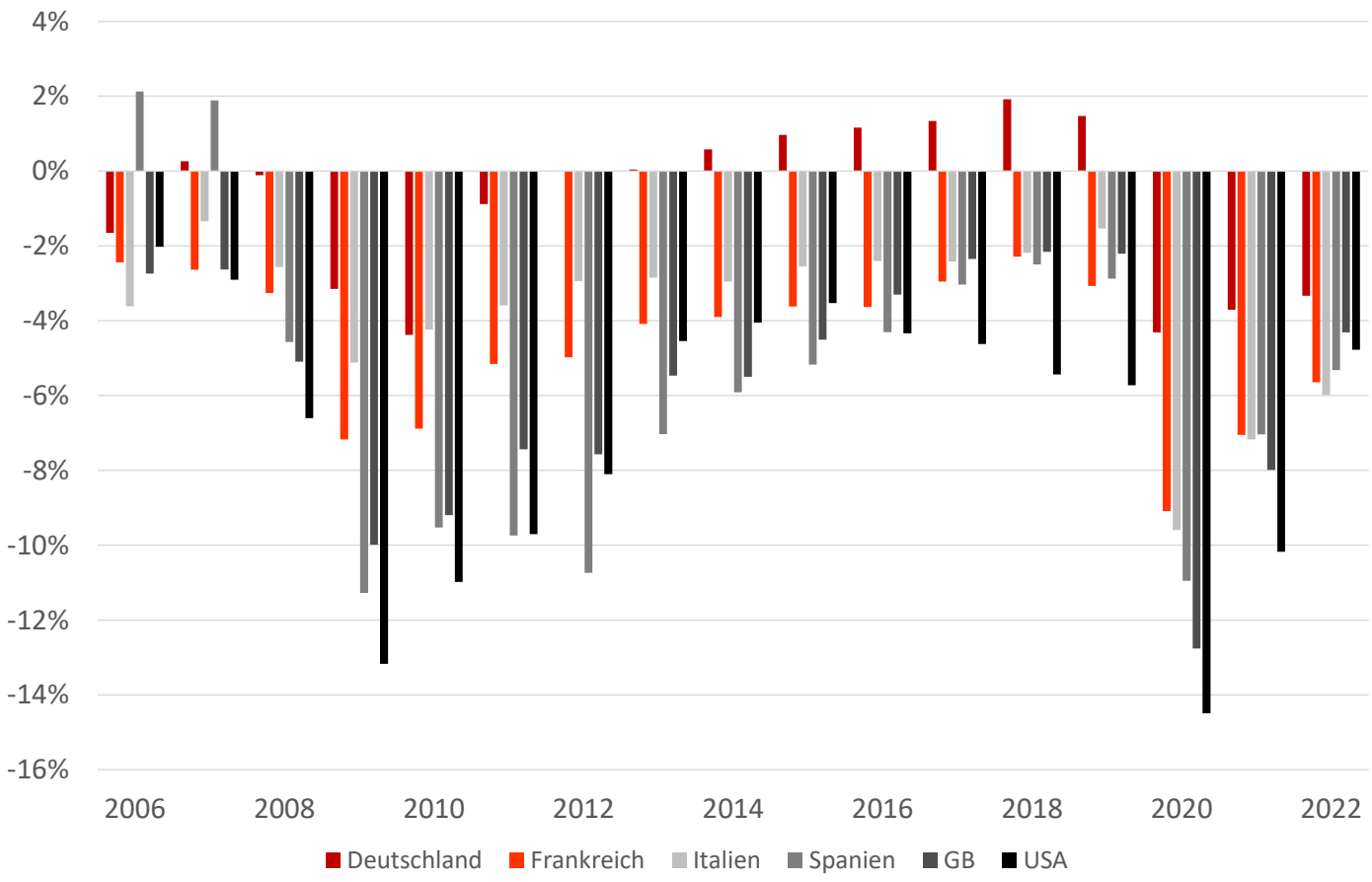
M1: M0 + Sichteinlagen bei Geschäftsbanken.

M2: M1 + Einlagen bei Geschäftsbanken mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist.

M3: M2 + Anteile an Geldmarktfonds und andere Geldmarktpapier sowie Schuldverschreibungen.

Maßgeblich für die Inflationsentwicklung ist aber nur der durch zusätzliche Kreditvergaben an die Wirtschaft indirekt geschaffene Teil des neuen Geldes (Geldmenge M2 abzüglich Geldmenge M0). Nur dieser führt zu einem Anstieg der aggregierten Nachfrage und kann dadurch potenziell zu Inflation führen. Dieser Teil ist allerdings relativ gering ausgefallen im Jahrzehnt nach der Finanzkrise 2008/2009 (siehe Tabelle „Jährliches Wachstum der Geldmenge") - letztendlich waren die unterschiedlichen Wirtschaftsakteure (Staat, private Haushalte und Unternehmen) nach der Finanzkrise zu hoch verschuldet, um neue Kredite in großen Umfang aufzunehmen. Sie haben die niedrigen Zinsen hauptsächlich dazu genutzt, vorhandene Kredite zu refinanzieren. Dadurch ist die jährliche Kreditvergabe/Kreditaufnahme mit einer niedrigeren Rate gewachsen als im Jahrzehnt vor der Finanzkrise - und dementsprechend ist die aggregierte Nachfrage mit einem bescheideneren Rhythmus gewachsen als vor der Finanzkrise. Das erklärt, warum die von einigen Beobachtern erwartete hohe Inflation in den vielen Jahren der QE-Politik der großen Notenbanken nach der Finanzkrise ausgeblieben ist.

Staaten: Rückgang der Defizite bis 2020 = geringeres Kreditwachstum



Quelle: IWF, Staatshaushaltsdefizit in % vom Bruttoinlandsprodukt (BIP). Stand 30.09.2022

Kreditwachstum privater Sektor

	2000-2007	2008-2019	2020-2021
Household Debt Eurozone	7,5%	1,7%	3,9%
Corporate Debt Eurozone	7,4%	0,0%	4,9%
Household Debt USA	9,8%	1,0%	5,5%
Corporate Debt USA	4,7%	4,2%	7,7%

Quelle: Bloomberg, Stand 30.09.2022

DIE UMLAUFGESCHWINDIGKEIT ALS INFLATIONSBREMSE

Wird nämlich M2 als M in die Quantitätsgleichung M * V = Q* P eingesetzt, kann das Preisniveau nicht stark ansteigen, weil M2 weder in der Eurozone noch in den USA übermäßig stark zugelegt hat.

Was passiert aber, wenn M0 als M in der Quantitätsgleichung eingesetzt wird? Aufgrund der „Explosion" von M0 (vgl. Tabelle „Jährliches Wachstum der Geldmenge") ist der erste Impuls, dass QE zu hoher Inflation führen muss. Auf den zweiten Blick wird aber klar, dass M0 lediglich deshalb so stark gestiegen ist, weil ein massiver Ankauf von Staatsanleihen durch die Notenbanken erfolgt ist – und keinesfalls die Kreditvergabe erhöht wurde.

Anders betrachtet: In der Quantitätsgleichung wird angenommen, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (V) im Zeitablauf konstant bleibt. Dies mag in der Regel auch gelten. In manchen Fällen entwickeln die Marktteilnehmer – warum auch immer – jedoch höhere oder niedrigere Präferenzen für Liquidität. Sie halten dann einen höheren / niedrigeren Anteil ihres Vermögens in Cash. Jeder „digitale Geldschein" wird für eine geringere / höhere Anzahl von Transaktionen genutzt. Dabei ist die Umlaufgeschwindigkeit die einzige der vier Variablen der Quantitätsgleichung, die nicht direkt beobachtet, sondern nur aus den anderen Variablen abgeleitet werden kann.

$$V = \frac{P \cdot Q}{M}$$

Während des Quantitative Easings haben die Geschäftsbanken ihren Cashanteil deutlich erhöht, weil ihnen die Zentralbanken die Staatsanleihen zu einem erhöhten Preis abgekauft haben. Dieses Geld wurde aber nicht für den Kauf von Unternehmensanleihen oder andere Wertpapiere eingesetzt. Zum einen waren die Renditen dieser Assetklassen infolge von QE zu niedrig und zum anderen hätte ihr Kauf – anders als bei Staatsanleihen – aus regulatorischen Gründen viel Eigenkapital gebunden. Und für die Vergabe neuer Kredite werden diese Cashbestände, die bei den Zentralbanken geparkt wurden, ohnehin nicht benötigt. Die Banken änderten deshalb (gezwungenermaßen) ihre Liquiditätspräferenzen. Das V in der Quantitätsgleichung sinkt und gleicht die steigende Geldmenge (in diesem Fall M0) aus. Es entstand daher bis 2020 keine höhere Inflation infolge von QE.

INFLATIONSAUSLÖSER CORONA

Diese Ausgangslage hat sich mit der Corona-Pandemie grundlegend geändert. Die Staaten haben weltweit angefangen, massive Beträge als Unterstützungsgelder mittels Banküberweisung – direkt oder indirekt (d.h. über die Arbeitgeber) – an die privaten Haushalte auszuzahlen. Die zusätzlichen Staatsausgaben wurden nicht mittels Steuern, sondern durch die Emission von Staatsanleihen finanziert, die vereinfacht gesagt von den Zentralbanken über den Sekundärmarkt angekauft wurden (indirekte Monetarisierung von Staatsschulden). Steigende und von den Zentralbanken finanzierte Staatsdefizite waren die Folge. Die von der Zentralbank geschaffenen Mittel landeten zunächst auf den Girokonten des Staats und dann bei der Bevölkerung, was eine Erhöhung der Geldmenge zur Folge hatte.

Die Bürger gaben das zusätzliche Geld aus.

Dies geschah mitten in einer weltweiten Pandemie mit weit verbreiteten Lockdowns. Die Nutzung von Dienstleistungen war weitestgehend begrenzt. Kinos und Restaurants waren geschlossen, Urlaubsreisen über viele Monate nicht oder nur sehr eingeschränkt möglich. Die vom Staat zusätzlich erhaltenen Gelder sowie die im Dienstleistungsbereich „eingesparten" Mittel wurden zu einem großen Teil in physische Güter (Computer, Möbel, Kühlschränke, Fernsehgeräte, usw.) investiert. Dabei nahm die Kaufneigung auch dadurch zu, dass vermehrt von zu Hause aus gearbeitet werden konnte. Dies alles führte zu einer weltweit stark gestiegenen aggregierten Nachfrage nach eben diesen Produkten, die größtenteils nicht im Heimatland hergestellt werden. Die Importe der USA, Europas und anderer Industrienationen erhöhten sich dadurch 2020 und 2021 kumuliert um ca. 11-16%.

Importe von Gütern – Wachstum gegenüber Vorjahr

Land	2020	2021	Kumuliert
Euro area (19 countries)	-9,5%	26,3%	14,3%
European Union (27 countries, 2020)	-7,6%	25,9%	16,3%
G20	-7,9%	26,4%	16,4%
G7	-8,6%	21,7%	11,2%
Germany	-5,5%	21,0%	14,3%
United States	-6,5%	21,5%	13,6%

Quelle: Bloomberg, Stand 30.09.2022

Diesem Nachfrageschub waren die Produktionskapazitäten in den Herstellerländern nicht gewachsen. Gleiches gilt für Transportkapazitäten. Stark steigende Preise für physische Güter und Frachtraten und damit anziehende Inflationsraten waren die Folge.

Die Kaufkraftverluste werden von den Bürgern wahrgenommen und die Gewerkschaften drängen auf einen entsprechenden Ausgleich. In den USA ist die Inflation bereits in den Löhnen und Gehältern angekommen. Die Fed muss jetzt aggressiv vorgehen, um die Inflation unter Kontrolle zu bekommen. Aufgrund der jüngsten Aussagen von Fed-Chef Jerome Powell und anderen führenden US-Notenbankern besteht derzeit kein Zweifel an der Entschlossenheit der US-Währunghüter. Gemäß der aktuellen Guidance ist im November ein weiterer großer Zinsschritt in Höhe von wiederum 0,75% zu erwarten und der Leitzinspeak („Terminal Rate“) soll in 2023 bei 4,5% bis 5,0% liegen.

In Europa sind die „digitalen Schecks“ der Politiker nicht so großzügig ausgefallen wie in den USA, und die Unterstützungen blieben auch weniger lang erhalten. Den höheren Marktpreisen für physische Güter, Rohstoffe und Transportleistungen konnten sich europäische Konsumenten natürlich dennoch nicht entziehen. Erschwerend kommen der Ukraine-Krieg und die Energiekrise hinzu, von der Europa stärker betroffen ist als andere Regionen der Welt. Sukzessive wird deshalb auch die EZB zu einer deutlich strafferen Zinspolitik übergehen müssen.

FED-POLITIK ALS WICHTIGSTER FAKTOR FÜR DIE BÖRSE

Maßgeblicher Faktor für die internationalen Börsen wird in den kommenden Monaten aber die Geldpolitik der Fed und nicht die der EZB sein. So macht die US-Wirtschaft 25% des Welt-BIPs aus, während es die Eurozone nur auf einen Anteil von 15% bringt (Quelle: Weltbank). Noch deutlicher fallen die Unterschiede in Bezug auf das internationale Finanzsystem aus. Während 60% der weltweiten Währungsreserven in US-Dollar gehalten werden, steht der Euro nur für 20-25%. Bei der Aktienmarktkapitalisierung liegen die entsprechenden Werte bei 40% und 10%, beim globalen Markt für Staatsanleihen sind es 40% versus lediglich 4% für deutsche Bundesanleihen, de facto das risikofreie Asset der Eurozone.

Trotz der oben angeführten Guidance ist die Zinspolitik der Fed aufgrund der dynamischen Inflationsentwicklung allerdings lange nicht so gut prognostizierbar, wie es auf den ersten Blick erscheint. Weder ist ersichtlich, wie lange die US-Notenbank brauchen wird, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen, noch ist absehbar, wie stark die US-Leitzinsen dafür angehoben werden müssen. Eine Rezession in USA (und Eurozone) ist sehr wahrscheinlich. Ein „financial accident“ infolge der Kombination von hohem Leverage (Verschuldungsgrad) im Wirtschafts- und Finanzsystem und einer über-aggressiven Fed kann nicht ganz ausgeschlossen werden. Dieser würde dann zwar ein „Pivot“ der Fed auslösen („Rolle rückwärts“) – auch weil die Inflation infolge des „financial accident“ vermutlich abrupt unter Kontrolle gebracht wäre. Ein solche 180-Grad-Wende der Fed würde die Märkte deutlich unterstützen, aber im Vorfeld wäre eine heftige Korrektur am Aktienmarkt zu befürchten.

KONSEQUENZEN FÜR DIE ANLAGESTRATEGIE

Erforderlich ist in diesem Umfeld eine Anlagestrategie, die in möglichst vielen Szenarien funktioniert und die ein klares Übergewicht bei Anlageklassen aufweist, die schon viel Negatives einpreist haben. Hochzinsfirmenanleihen (High Yield) und Stillhalterstrategien wie z.B. die FAM-Prämienstrategie sind und bleiben an dieser Stelle wichtige Basis-Bausteine. Denn beide Asset Klassen vereinen einen gewissen Kapitalschutz, selbst bei einer sich fortsetzenden Baisse, mit einer stetigen Wertaufholung in volatilen Seitwärtstrends und der hohen Partizipation bei steigenden Wertpapierpreisen im Falle einer Zwischenrallye oder gar einer finalen Trendwende. Beide Strategien haben auch im Gegensatz zu Aktien einen eingebauten Wertaufholungsmechanismus („Pull-to-Par" Effekt bei HY und Seitwärtsrendite bei der Prämienstrategie) nach einer starken Börsenkorrektur.

HY: Performance-Erwartung bei einem Credit Spread von über 600 bps

Zeitraum	Durchschnitt	Minimum	Maximum
Performance 12 Monate später	14,8%	-24,4%	29,8%
Performance 18 Monate später	23,9%	7,4%	47,3%
Performance 24 Monate später	28,5%	16,6%	54,8%

Quelle: Bloomberg, Stand 30.09.2022

Im Gegensatz zu Aktien hat High Yield eine Rezession bereits weitgehend eingepreist. Der Credit Spread, gemessen am iTraxx Crossover, liegt mit über 600 Basispunkten bereits im Bereich vergangener Rezessionen und impliziert einen Ausfall von über 40% der europäischen High Yield Unternehmen in den kommenden fünf Jahre – ein absolutes „Doom Scenario". High Yield ist die Anlageklasse mit dem derzeitigen besten Chance-Risiko-Profil (siehe nachfolende Charts). Bei Aktien haben hingegen weder die Bewertung noch die implizite Optionsvolatilität die entsprechenden Panik-Levels erreicht. Dies spricht für eine Untergewichtung von Aktien ebenso wie die Tatsache, dass nur im Falle einer echten Trendwende eine Wertaufholung möglich wäre, während bei High Yield und Prämienstrategien bei unveränderten Indexkursen oder sogar einer Fortsetzung des „Salami-Crashs" auf Sicht von 18-24 Monaten positive Returns entstehen würden.

Hinzugemischt werden sollten Edelmetalle (Gold, Silber), um das Portfolio zu stabilisieren und ggf. für den Worst Case, dass die Inflation im Gegensatz zu dem, was die Märkte derzeitig einpreisen (Inflation Swaps, Fed Fund Futures) nicht schnell genug eingedämmt werden kann („higher for longer" Szenario), vorbereitet zu sein.

Über 600 bps Credit Spread: High Yield hat die Rezession eingepreist …

Quelle: Bloomberg, Stand 03.10.2022

… aber der Aktienmarkt ist von früheren Panik-Levels noch entfernt

	Peak Corona-Crash	Peak 2022	Heute
Credit Spreads (iTraxx Europe Crossover Index)	748 bps	708 bps	660 bps
Implizite Volatilität (VSTOXX Index)	95,0	59,5	33,2
Maximum Drawdown (EuroStoxx 50 TR)	-38,2%	-25,5%	-25,2%

Quelle: Bloomberg, Stand 03.10.2022

Europäische Zentralbank

© Peter Wiederholt

KEINE ANGST VORM 1ST CALL – COCO-BONDS FINDEN WIEDER EINEN PLATZ IM FAM RENTEN SPEZIAL

Der FAM Renten Spezial bedient sich bekanntermaßen am kompletten High Yield Buffet. Dazu zählen grundsätzlich auch nachrangige Bankanleihen, sog. AT1 Anleihen, die auch „CoCo-Bonds" genannt werden. Bei ihnen ist nach der Verdoppelung der Credit Spreads seit Jahresbeginn in Kombination mit dem Zinsanstieg wieder richtig Speck am Knochen. Gleichzeitig wurde die Bankenbranche infolge der Finanzkrise inzwischen „de-risked" und zeigt sich nunmehr regelrecht solide, ja fast schon langweilig, wobei „langweilig" hier im positiven Sinne zu verstehen ist. Denn Bondholder lieben die Kombination aus hoher Rendite und einer unaufgeregten soliden Geschäftsentwicklung.

NACH LEHMAN: BAIL-IN STATT BAIL-OUT

Im Zuge der Finanzkrise 2008 und der zu geringen Kapitalausstattung der Banken waren viele Staaten zur Schulden- oder Haftungsübernahme bei Banken (Bail-Outs) gezwungen, um das Finanzsystem zu stabilisieren. Letztlich finanzierte also der Steuerzahler die Gesellschafter und Gläubiger der Kreditinstitute. Es stellte sich damals heraus, dass das Eigenkapital vieler Banken von minderer Qualität war, da es sich oft nicht um Aktien, sondern um eigenkapitalähnlichen Ersatz handelte (sog. Tier 1, Upper Tier 2, Lower Tier 2 Anleihen), welcher nicht direkt zur Verlustbeteiligung herangezogen werden konnte.

Um derartige Bail-outs zukünftig zu vermeiden, wurden unter der Leitung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) mit Sitz in Basel strengere Richtlinien, heute bekannt als „Basel 3", umgesetzt. Sie sollten die Kernkapitalquote erhöhen und die Qualität des Eigenkapitals verbessern und auf diese Weise die Geldgeber an Verlusten im Falle einer Zahlungsunfähigkeit beteiligen („Bail-in"). Ab 2013 entstand zu diesem Zweck die neue Wertpapierklasse der „Additional Tier 1 Anleihen", auch bekannt als „Contingent Convertible" (CoCo-Bonds), die im Falle einer Krise direkt in Eigenkapital gewandelt oder alternativ ganz (d.h. auf Null) bzw. zum Teil abgeschrieben werden. Erste Emissionen fanden Ende 2013 und Anfang 2014 statt, u.a. von Emittenten wie Barclays, Nordea und Unicredit.

CoCo-Bonds kurz erklärt

AT1-CoCo-Anleihen sind hybride Papiere, die im Allgemeinen von europäischen Banken emittiert werden. Sie bieten deutlich höhere Renditen als vorrangige Bankschuldverschreibungen desselben Emittenten. Innerhalb der Bankkapitalstruktur fallen sie unter nachrangige Schuldverschreibungen und gelten als Hybridinstrumente, die beim Eintreten festgelegter Ereignisse („Trigger Events") von Fremd- in Eigenkapital gewandelt werden. Die CoCo-Investoren werden dann von Fremdkapitalgebern zu Aktionären. Solche Ereignisse sind in der Regel das Absinken der Eigenkapitalquote unter einen festgelegten Schwellenwert. Für die Übernahme dieses Risikos verlangen die Investoren eine hohe Renditeprämie, da die Wandlung immer nur zu „Unzeiten" kommt, nämlich wenn sich die Bank in einer Schieflage befindet. Letztendlich sind solche Trigger Events jedoch äußerst selten – bislang gab es einen einzigen Bail-In und zwar bei einer spanischen Bank im Jahr 2017.

AT1 oder CoCo-Bonds sind tief nachrangig. Kupons können ausfallen, ohne dass dies die Insolvenz bedeutet. Anordnen kann das der Bankvorstand, der diesbezüglich einen diskretionären Handlungsspielraum hat. Auch der Regulator (z.B. BaFin, EZB) kann hierauf hinwirken, sofern sich die operative Lage und/oder die Kapitalquoten verschlechtern. Der Kupon wird in einem solchen Fall nicht nachgeholt. Eine derartige Situation ist bislang allerdings bei keinem einzigen CoCo-Bond eingetreten.

AT1 Papiere sind sog. „Perpetuals" oder kurz „Perps". Sie haben also keinen Fälligkeitstermin, sondern eine endlose Laufzeit. Im Konkursfall stehen die AT1 Gläubiger hinter sämtlichen anderen Kreditgebern und lediglich vor den Eigenkapitalgebern. Bevor es dazu kommt, werden die CoCo-Bonds in der Regel jedoch schon in Eigenkapital gewandelt, etwa wenn die harte Kernkapitalquote (CET1 Ratio) der ausstellenden Bank unter eine fixierte Schwelle (typischerweise 5,125%) fällt. Jede Bonddokumentation kann an dieser Stelle bestimmte Eigenarten aufweisen, weshalb Investoren den jeweiligen Anleiheprospekt entsprechend interpretieren müssen.

AT1 Papiere werden auch als hybride Instrumente bezeichnet, da sie zwischen dem Eigenkapital (Aktie) und dem klassischen Fremdkapital (Senior Bankanleihe) angesiedelt sind. Aufsichtsrechtlich wird das AT1 Kapital teilweise dem Eigenkapital zugerechnet. Hierin liegt auch die Motivation für eine Bank, dieses Instrument zu begeben. Die Investoren wiederum werden durch weitaus überdurchschnittliche Kupons bzw. Credit Spreads incentiviert.

GEKÜNDIGT WIRD ZUM 1ST CALL

Typischerweise laufen CoCo-Bonds aber nicht endlos, sondern sie werden zum ersten Kündigungstermin („1st Call") zum Nominalwert eingelöst. Dies ist eine Markt-Usance, die bislang nur in seltenen Einzelfällen nicht eingehalten wurde. Sollte der Emittent sich jedoch entscheiden, nicht zum 1st Call zu tilgen, wird der Kupon in regelmäßigen Abständen – meistens 5-Jahresperioden – angepasst. Dies geschieht, indem der Credit Spread bei Emission auf den am 1st Call festgestellten 5-Jahres-Swapsatz aufgeschlagen wird. Hieraus ergibt sich dann der neue Kupon für die kommenden fünf Jahre, usw.

Je nach Credit Rating und Reputation des jeweiligen Emittenten liegen die Credit Spreads von CoCo-Bonds zum Emissionszeitpunkt meistens in einer Bandbreite zwischen 350 und 600 Basispunkten.

Credit Spreads von CoCo-Bonds seit Entstehen dieser Asset Klasse

Quelle: Bloomberg, Stand 03.10.2022

KÜNDIGUNGSZEITPUNKT NICHT MEHR WICHTIG

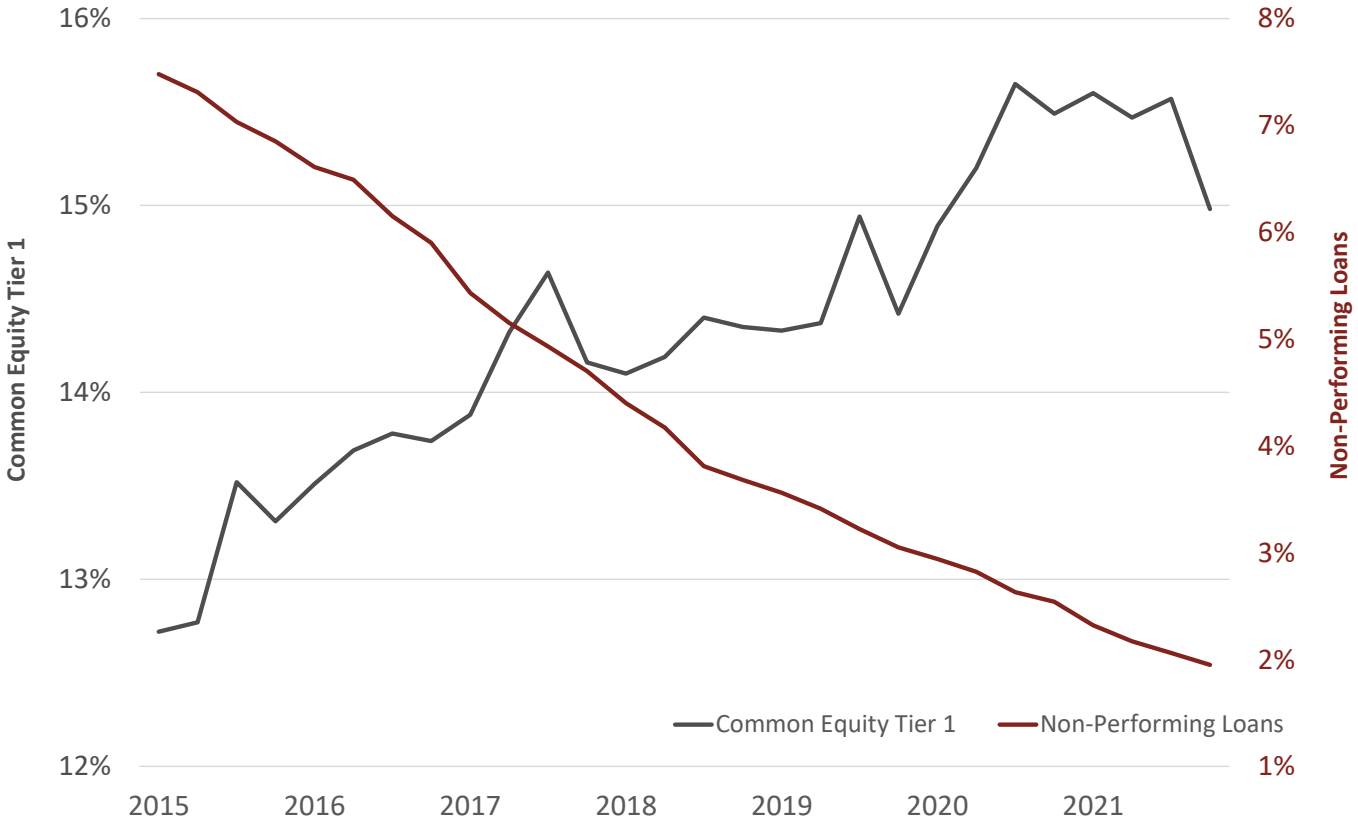
Mussten Investoren früher Angst davor haben, dass der Emittent zum 1st Call nicht zurückzahlt und dann befürchten, über Jahre hinweg mit einem Mini-Kupon abgespeist zu werden, der bei manchen CoCo-Bonds durchaus im Bereich von drei bis vier Prozent hätte liegen können, ist diese Angst heute obsolet geworden. Die massive Zinswende hat den Sockelzins um drei Prozentpunkte erhöht, wodurch es bei einer ausbleibenden Kündigung mit sehr ordentlichen Kupons von mindestens 6 bis 7% weitergeht. Kombiniert mit den Kursen von derzeit deutlich unter Par betragen die in diesem Fall zu erwartenden laufenden Renditen (Kupon/Kurs) dann oftmals 9 bis 10%.

Im Portfoliokontext bieten CoCo-Bonds heute deshalb wieder ein attraktives Verhältnis zwischen Rating und Rendite. Die meisten AT1 Anleihen weisen ein BB-Rating oder teils sogar ein BBB-Rating auf, während die emittierenden Banken immer ein Investment Grade Rating haben. Die „offizielle Kreditqualität" ist also im Vergleich zu Corporate High Yield besser. Hinzu kommt, dass inflationäre Zeiten mit steigenden Zinsen grundsätzlich vorteilhaft für das Bankgeschäft sind, sofern die Situation nicht ausufert und eine scharfe Rezession oder einen Immobiliencrash verursacht. In solchen Fällen würden sich die heute starken Fundamentaldaten der Banken sukzessive verschlechtern. Die ersten Leidtragenden wären aber auch in einem derartigen Szenario die Aktionäre, denen die Dividende gestrichen werden würde und die ggf. eine Kapitalerhöhung durchführen müssten.

WAS MACHT COCO-BONDS HEUTE SO INTERESSANT?

Grundsätzlich geht es den europäischen Banken fundamental heute aber deutlich besser als in den zurückliegenden beiden Dekaden. Die Kapitalquoten befinden sich auf einem 20-Jahreshoch, die Gewinne der heimischen Banken sind seit Jahren solide und nehmen – abgesehen von 2020 (Corona-Crash) – kontinuierlich zu. Sowohl für dieses Jahr als auch für 2023 rechnet die Analystengemeinde mit steigenden Gewinnen. Haupttreiber ist die Zinswende, wodurch auf rund sechs Billionen Euro Einlagen wieder deutlich positive Erträge anfallen, was den Umsatz der Banken um über 100 Milliarden Euro erhöhen wird.

Der Bankensektor wurde nach dem Lehman-Moment „de-risked"



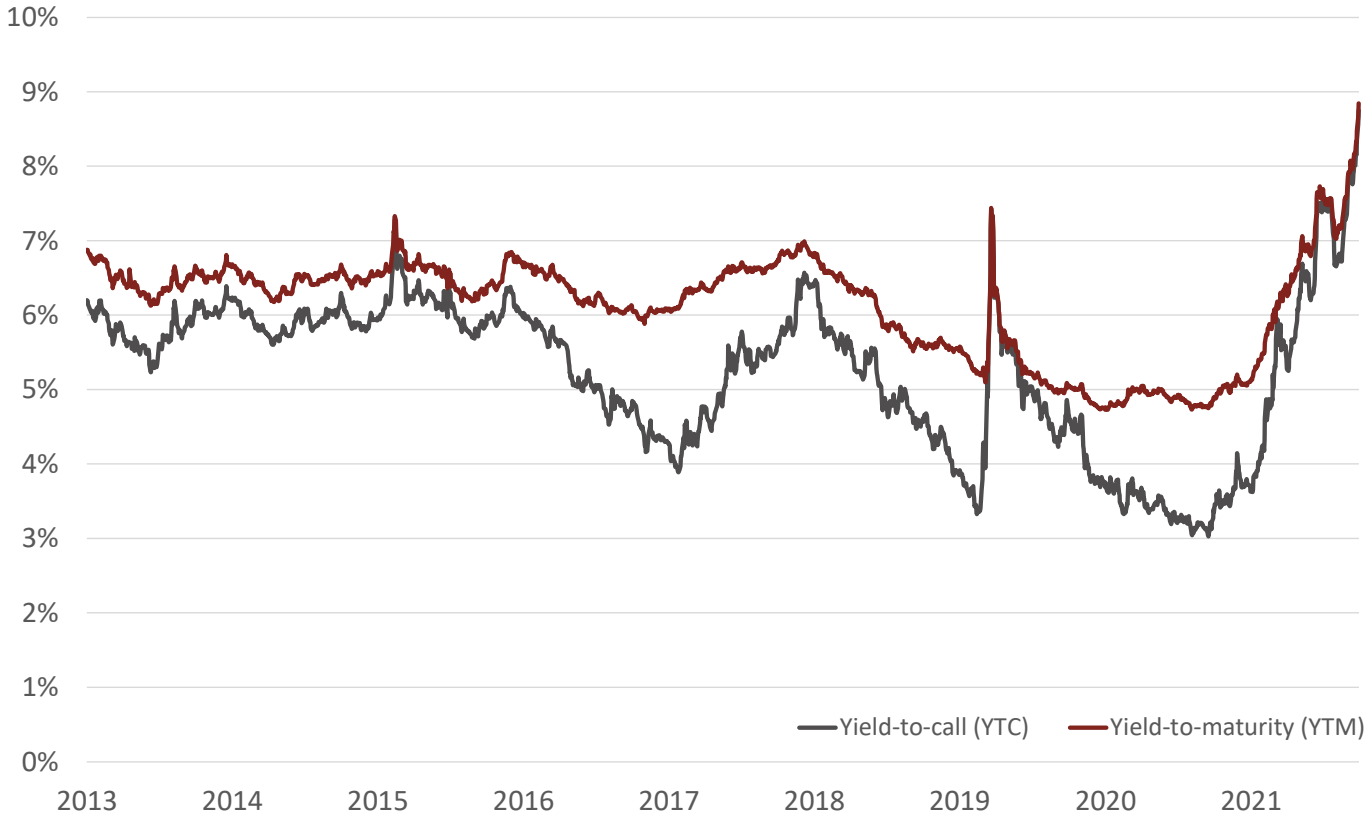
Quelle: Bloomberg, EBA, Stand 30.06.2022

WAS EIN VERMÖGENSVERWALTER IM CRASH TUN MUSS

Die derzeitige negative Börsenstimmung hat auch den AT1 Markt erfasst. In jedem Finanzmarkt-Crash ist es die ureigene Aufgabe eines Vermögensverwalters, zwei Arten von Assets zu unterscheiden. Und zwar diejenigen, die zu Recht abgestürzt sind von denjenigen, die fälschlicherweise mit unter die Räder gekommen sind, weil eben gerade alles abverkauft wird. Die zweite Gruppe muss gekauft werden. Zu ihr gehören aktuell die CoCo-Bonds. Ihre Fundamentaldaten sind weitaus besser als es der Markt eingepreist hat.

Die negative Marktstimmung in Bezug auf die CoCo-Bonds zeigt sich unter anderem darin, dass nahezu alle Papiere dieser Kategorie unter Par notieren – zumeist sogar sehr deutlich. Dies impliziert, dass der Markt nicht mit einer Kündigung zum frühestmöglichen Zeitpunkt rechnet. So ist die Yield-to-Call inzwischen bei fast allen Papieren höher als die Verzinsung bei ewiger Laufzeit. Dies ist sehr ungewöhnlich, denn der Markt preist – wie bereits gesagt – normalerweise auf den ersten Kündigungstermin. Daher ist die Yield-to-Call meistens deutlich tiefer als die „ewige Rendite", und zwar oftmals bis zu zwei Prozentpunkte. Anders formuliert: Alle Investoren rechnen typischerweise damit, dass die Banken zum schnellstmöglichen Zeitpunkt zum Nominalwert von 100% zurückzahlen. Dies entspricht den bisherigen Usancen und von wenigen Ausnahmen abgesehen ist das auch immer so passiert. Den Banken geht es darum, ihre Reputation zu wahren, was aufgrund des Auftretens als „Dauer-Emittent" auch aus rein wirtschaftlichen Aspekten sinnvoll ist. Entsprechend kommt es durchaus vor, dass eine Bank einen teureren AT1 Bond emittiert, um damit einen alten abzulösen. Aktuell spekuliert der Markt bei dem einen oder anderen Emittenten darüber, ob es vielleicht zu einer „Laufzeitverlängerung" (Kündigung nicht zum ersten Termin) kommen wird. Ob dies in Einzelfällen tatsächlich passiert, bleibt abzuwarten. Zum einen wird dies allerdings nicht zum Regelfall werden und zum anderen ist es für das Chance-Risiko-Profil auch nicht mehr so entscheidend wie früher.

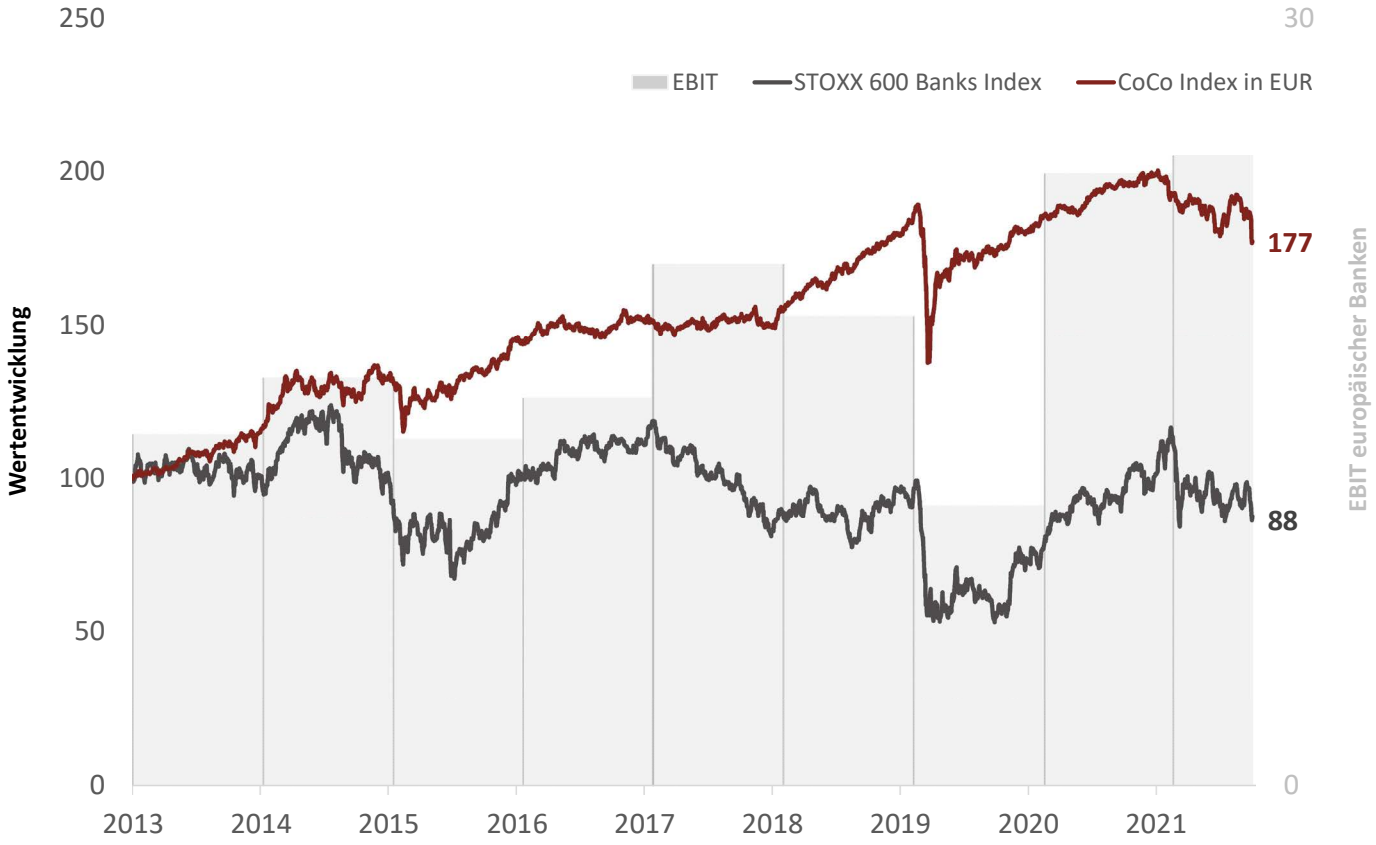
„Pessimismus am AT1 Markt: Endfälligkeitsrendite (YTM) entspricht nahezu der Yield-to-Call (YTC)"



Quelle: Bloomberg. Je größer der Absand zwischen den beiden Linien ist, desto konstruktiver ist die Marktstimmung. Kein Abstand bedeutet ein sehr negatives Sentiment. Stand 30.09.2022

Langfristig betrachtet sind die Returns von CoCo-Bonds attraktiv. Dies gilt sowohl auf absoluter Basis als auch im Vergleich zu Bankaktien. In der Kapitalstruktur sind CoCo-Bonds vorrangig vor Aktien. Die Kuponzahlungen fanden bislang immer statt, während die Aktionäre bei den meisten Banken in den letzten Jahren nicht wirklich mit Dividenden verwöhnt worden sind. Insofern überrascht es nicht, dass CoCo-Bonds seit 2013 eine Performance von 77% erzielen konnten, während Bankaktionäre eine Achterbahnfahrt inklusive eines Verlusts von rund 14% hinnehmen mussten.

Die Aktionäre als Puffer: CoCo Bonds mit dramatischer Outperformance



Quelle: Bloomberg, Stand 30.09.2022

ZWEITSTELLIGE RETURNS MÖGLICH

Selten war der Widerspruch bezüglich einer Asset Klasse größer als heute bei CoCo-Bonds. Galten die Banken 2008 als Auslöser der Finanzkrise noch als „der böse Bube", handelt es sich heute um eine solide Branche mit einem konstruktiven Ausblick. Zwar sind aufgrund der drohenden Rezession ansteigende Kreditausfälle wahrscheinlich, jedoch profitieren die Banken massiv von den deutlich steigenden Zinsen. Fakt ist außerdem, dass die Kapitalausstattung heute wesentlich solider ist und die Bankbilanzen deutlich weniger Risiko aufweisen als früher. Gleichzeitig sind die Spreads von CoCo-Bonds auf ein Krisen-Level angestiegen. Angst vor einem Re-Pricing des Kupons im Fall einer Nicht-Rückzahlung zum 1st Call ist nicht länger angebracht. Daher sind CoCo-Bonds innerhalb des Rentenmarktes momentan eines der attraktivsten Segmente. Ein durchschnittlicher jährlicher Ertrag im hohen einstelligen Bereich scheint vorprogrammiert. Gelingt eine gute Titelauswahl, sind auch deutlich zweistellige Returns möglich – insbesondere dann, wenn es gelingt, Papiere deutlich unter Par einzukaufen, bei denen die Kündigung zum 1st Call komplett „ausgepreist" worden ist. Fazit: Nach Jahren der Abstinenz plant der FAM Renten Spezial, diese Asset Klasse jetzt wieder stärker zu berücksichtigen.

Investments in CoCo-Bonds auf den Punkt gebracht

- Spread Widening in 2022: Die Risikoaufschläge haben sich seit Jahresbeginn von ca. 300 Basispunkten auf inzwischen rund 600 Basispunkte verdoppelt. Damit ist bei den CoCo-Bonds jetzt wieder „richtig Speck am Knochen".

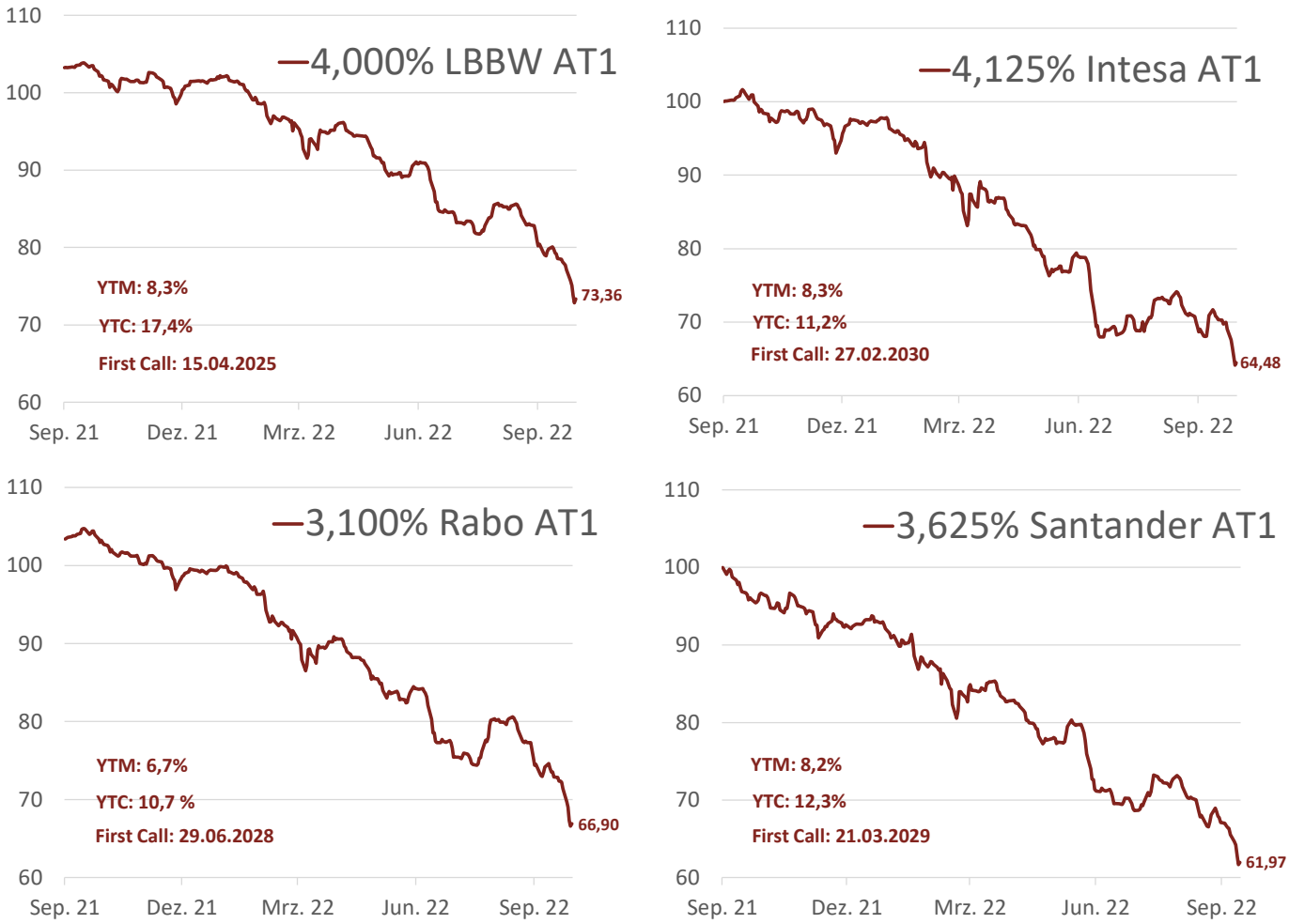
- Dieses Spread Widening steht im Kontrast zur fundamentalen Situation der Banken. Die Kapitalquoten befinden sich auf einem 20-Jahreshoch. Die Gewinne der europäischen Banken sind seit Jahren solide und nehmen – abgesehen von 2020 (Corona-Crash) – kontinuierlich zu.

- Der Markt ist vermutlich überzogen pessimistisch. Das Pricing erfolgt anders als zu 90% der Zeit nicht mehr anhand der „Yield-to-Call", sondern anhand der „Yield-to-Maturity". Der Markt unterstellt also, dass es keine bzw. kaum Rückzahlungen zum ersten Kündigungstermin geben wird.

- Übersichtliche Zinsduration: Die 1st Calls liegen im Schnitt nur rund drei Jahre entfernt, und falls nicht gekündigt wird, erfolgt eine Anpassung des Kupons an das dann aktuelle Zinsniveau.

- Keine Angst vor der Nicht-Kündigung: Sollte tatsächlich nicht zum ersten Termin gekündigt werden, werden die zukünftigen Kupons aufgrund der massiven Zinskurvenverschiebung nach oben äußerst attraktiv ausfallen. Während der 5-Jahres Midswap zur Jahreswende noch bei null lag, ist der entsprechende Wert inzwischen auf rund drei Prozent angestiegen.

Kündigungsmöglichkeit ausgepreist: Diverse "Discount CoCo Bonds"



Quelle: Bloomberg, Stand 30.09.2022

Europäische Zentralbank

© Peter Wiederholt

FAM PRÄMIENSTRATEGIE R

ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Prämienstrategiefonds baut Aktienmarkt-Exposure über Optionen auf und nutzt dabei strukturelle und ökonomisch begründbare Marktineffizienzen im Optionsmarkt aus. Parallel wird die verfügbare Liquidität in ein breit gestreutes Rentenportfolio angelegt (Senior-Firmen-anleihen mit Investment und Non-Investment Grade Rating). Ziele sind (a) eine mittel- bis langfristige aktienähnliche Rendite mit einer niedrigeren Volatilität im Vergleich zum Aktienmarkt zu erzielen und (b) auch in seitwärtstendierenden Börsenphasen eine deutlich positive Rendite zu generieren.

PERFORMANCE FAM PRÄMIENSTRATEGIE R VS. EURO STOXX 50 (08.11.2019* - 30.09.2022)

*Auflage des FAM Prämienstrategie R

MANAGERKOMMENTAR: SUPERMACHT FED - „WE WILL KEEP AT IT"

Die Fed hat den Leitzins am 21. September erwartungsgemäß um 75bp erhöht. Die implizite restriktive „Guidance" wurde aber nochmal stark verschärft und jetzt sind 75bp bis 100bp zusätzliche Zinssteigerungen bis Ende des Jahres zu erwarten - und eine „Terminal Rate" im Jahr 2023 in Höhe von knapp 5% - nach der Fed-Sitzung Mitte Juni lag die implizite „Guidance" für den Höhepunkt bei den US-Leitzinsen bei 3,1%-3,6%.

Fed-Präsident Jay Powell kommunizierte unmissverständlich an den Tagen vor und nach der Fed-Sitzung: „We will keep at it until we are confident the job is done". Andere Fed-Mitglieder wiederholten bei Treffen mit der Presse explizit die Worte Powells: „We will keep at it". Die Wortwahl ist kein Zufall. Die im Jahr 2018 erschienene Autobiographie des legendären ex-Fed- Präsident Paul Volcker lautet „Keeping at it". Die Message ist klar: Die heutige Fed sieht sich als Erbe Paul Volckers in der Inflationsbekämpfung und wird, wie Volcker Anfang der 1980er, nicht nachgeben, bis sie die Inflation unter Kontrolle gebracht hat.

Die Märkte waren vom Ausmaß der Fed-Aggressivität überrascht: die US-Zinskurve hat sich nach oben verschoben (50bp für 1 Jahr Laufzeit; 75bp/3J; 65bp/10J). US Investment Grade Anleihen (ICE Bofa US Corporate Index) haben im September 5,3% verloren, US High-Yield (ICE Bofa US HY) büßte 4,0% ein. Der S&P 500 war mit 9,2% im Minus. Die Fed ist allerdings nicht nur die Zentralbank der USA: 60% der weltweiten Währungsreserven sind in USD denominiert und der US-Anleihemarkt macht 40% des weltweiten Anleihemarktes aus. Damit bestimmt die Fed die weltweite Kreditvergabe. Eine aggressive US-Geldpolitik bedeutet eine aggressive Straffung der weltweiten Kreditvergabe.

Und siehe da: im September haben Emerging Markt „hard currency" denominierte Staatsanleihen (JPM EMBI Global TR Index) 6,1% verloren und der deutsche REXP 2,8%. Der europäische Investment Grade Anleihemarkt verlor (ICE Bofa Euro Corporate Index) 3,5% und der HY-Markt 4,0%. Der Euro Stoxx 50 ist 5,5% gefallen und der DAX 5,6%. Auch die Aktienmarkt-Volatilität hat leicht zugenommen: der VDAX stieg von 28,7 auf 30,7 Punkte, der VStoxx von 27,9 auf 30,7 Punkte. Der FAM Prämienstrategie Fonds hat in so einem schwierigen Marktumfeld natürlich auch stark gelitten, obwohl mit -5,1% leicht weniger als der EuroStoxx 50.

Das kurzfristige Upside-Potenzial der globalen Aktienmärkte erscheint weiterhin stark begrenzt und die Marktvolatilität dürfte hoch bleiben aufgrund der aggressiven Fed-Politik. Die Prämienstrategie hat gegenüber Aktien allerdings von hier ab einen wesentlichen Vorteil: die mittelfristige Renditeberechenbarkeit. Auch wenn der Aktienmarkt jetzt jahrelang seitwärts laufen und sich von den Verlusten nicht erholen würde, ist bei der Prämienstrategie eine Wertaufholung vorprogrammiert: die Seitwärtsrendite liegt aktuell bei 17,0% und rund die Hälfte davon kommt aus dem Anleiheportfolio, was die Rendite noch berechenbarer macht als üblich. Der durchschnittliche Discount („Verlustpuffer") bei den Short Puts ist nach dem neuerlichen Rücksetzer zwar kleiner geworden, beträgt aber immerhin noch ca. 6,5%. Fazit: das Chance-Risiko Profil der FAM Prämienstrategie ist wesentlich attraktiver als das von Aktien.

Top Basiswerte Optionen (Notional in % des Fondsvolumen)

EuroStoxx50	74,7 %
CAC	5,3 %
SMI	2,8 %
FTSE MIB	2,8 %
PAYPAL	1,8 %
META PLATFORMS	1,6 %
ALPHABET	1,6 %
INDITEX	1,5 %
SPX	1,4 %

Optionen – Laufzeit

> 12 Monate	4,7 %
9 - 12 Monate	8,0 %
6 - 9 Monate	16,3 %
3 - 6 Monate	30,9 %
< 3 Monate	40,1 %

Optionen – Sektoraufteilung Basiswerte

Indizes	93,1 %
Technologie	5,4 %
Textilien	1,5 %

Performance Kennzahlen (per 30.09.2021)

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage
FAM Prämienstrategie	-5,1 %	-16,6 %	-16,0 %	-2,0 %	n.v.	-9,7 %
EuroStoxx 50 (TR)	-5,5 %	-20,4 %	-15,2 %	9,4 %	n.v.	-2,5 %
Differenz	0,4 %	3,8 %	-0,8 %	-11,4 %	n.v.	-7,2 %

STAMMDATEN

ISIN	LU2012959123
WKN	A2PNH5
Rücknahmepreis (EUR)	43,39
Fondsvermögen (EUR Mio.)	22,32
Strategievermögen (EUR Mio.)	308,20
Auflagedatum	08.11.2019
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Hauck Aufhäuser Lampe
KVG	Axxion S.A.
Domizil	Luxemburg
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
TER	1,73 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	1,00 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	Keine
Sparplanfähig	Ja

LETZTE AUSSCHÜTTUNGEN

06.12.2021	1,00 €
07.12.2020	1,00 €

FONDS-KENNZAHLEN

Optionsportfolio

Investitionsgrad	93 %
Seitwärtsrendite (nur Zeitwert)	8,9 %
Max. Rendite p.a.	14,6 %
Ø Discount (zum Underlying)	6,7 %
Delta Optionsportfolio + Aktien	0,42
Ø Restlaufzeit Optionen (Tage)	167
Ø Strike	97 %

Anleiheportfolio

Investitionsgrad Anleihen	99 %
Rendite bis Endfälligkeit	8,1 %
Ø Kupon	2,9 %
Ø Bonität	Baa3
Ø Fälligkeit (Jahre)	3,5
Fremdwährungsexposure	4,2 %
Anzahl Emittenten	57

Statistik

Volatilität (seit Auflage)	13,8 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	-0,22
Maximum Drawdown	-34,2 %
Time-to-Recovery (Tage)	412

FAM RENTEN SPEZIAL I

ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Renten Spezial richtet sich an alle Zinssparer, die auch im aktuellen Niedrigzinsumfeld einen auskömmlichen Ertrag anstreben und dafür bereit sind, gewisse Risiken einzugehen. Der Schwerpunkt des breit gestreuten Rentenportfolios liegt bei Senior-Firmenanleihen aus Europa mit einem Non-Investmentgrade-Rating. Daneben kann z.B. auch in Nachranganleihen von Industrie- und Finanzunternehmen investiert werden. Die Referenzwährung lautet auf Euro, wobei auch andere Währungen beigemischt werden können.

PERFORMANCE FAM RENTEN SPEZIAL I VS. HY ETF (15.09.2015* - 30.09.2022) *Auflage des FAM Renten Spezial

MANAGERKOMMENTAR: CREDIT SPREADS ERREICHEN CORONA-LEVEL UND WARUM REZESSIONEN GUT SIND FÜR HIGH YIELD

Ab Mitte September trübte sich die Stimmung bei Aktien und High Yield wieder deutlich ein mit den Rezessionssorgen, der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, der Talfahrt im Konsumklima und zugleich dem Versprechen der Fed, der Inflation mit weiteren Zinsschritten entschieden entgegenzutreten. Der Spread im iTraxx Crossover zog entsprechend deutlich an und erreichte mit 700 Basispunkten das Corona-Crash Level. Nur bei der Eurokrise 2012 mit 800 Basispunkten Credit Spread und nach der Lehman-Pleite mit kurzfristig über tausend Basispunkten war die Panik im Kreditmarkt größer. Eine Rezession ist damit im europäischen High Yield Markt längst eingepreist, was man vom Aktienmarkt (noch) nicht sagen kann.

Der FAM Renten Spezial hat ohnehin keinen „Macro-Ansatz" und wird komplett Bottom-up gemanagt. Insofern hält der Fonds an seiner 100%igen High Yield Allokation fest, Mittelzuflüsse werden immer sofort investiert. Die Chance-Risiko-Profile sind jetzt noch besser als beim Corona-Crash. Rezessionszeiten gehen fast immer mit einer sehr starken High Yield Performance einher – der Kapitalmarkt ist bekanntlich der Wirtschaft immer einen Schritt voraus.

So wurden die Positionen bei Ceconomy und Fives mit Renditen von gut 20% aufgestockt. Zudem wurde das Exposure bei der Hybridanleihe von Lenzing mit einer Yield to Call von ca. 12,5% erhöht. Bei diesem Hybrid rechnen wir fest mit einer Rückzahlung zum ersten Kündigungstermin aufgrund des extremen Step-ups nach dem 1st Call. Außerdem wurde die besicherte Anleihe von Schoeller Allibert, einem Hersteller von Großboxen und Mehrweg-Transportverpackungen, mit einer Rendite von 16% neu ins Portfolio aufgenommen. Auffällig ist hier die starke Unterstützung durch den Private Equity Sponsor Brookfield, der mehrfach frisches Kapital eingebracht hat, um das Geschäftsmodell von Einmal-Erträgen auf eine Mietbasis umzustellen.

Die Portfoliorendite beträgt inzwischen 13,1% bei einer Modified Duration von 2,9. Drei Viertel des Portfolios wird in den kommenden vier Jahren fällig. Am europäischen High Yield Markt ist für die kommenden fünf Jahre eine Ausfallquote von über 40% eingepreist. Zur Einordung: Die bislang schlimmste 5-Jahresperiode umfasst die Nachwirklungen der globalen Finanzkrise und die Eurokrise. Damals lag die kumulierte Default-Rate bei 17% - nun soll es also 2,5mal schlimmer werden. Die Ratingagentur Moody´s rechnet für die kommenden 12 Monate mit einer Default Rate von rund drei Prozent. Aufgrund der Tatsache, dass die allermeisten High Yield Unternehmen das Jahr 2021 genutzt haben, um sich frisches Kapital zu besorgen, schließen wir uns in diesem Fall eher der Meinung von Moody's an. Wir sehen die 40% Ausfallquote vor allem als Ausdruck einer sehr hohen Risikoaversion im Markt und blicken daher zuversichtlich nach vorne.

Top Emittenten Renten

4,500% Norican A/S 2023	5,1 %
5,500% SLM Solutions Group AG 2022	2,5 %
4,750% Coty Inc 2026	2,4 %
5,625% Iliad Holding SASU 2028	2,4 %
1,750% CECONOMY AG 2026	2,3 %
8,250% Welltec International ApS 2026	2,3 %
5,750% Sigma Holdco BV 2026	2,3 %
4,375% Teva Pharmaceutical Finance Netherlands II BV 2030	2,1 %
9,250% Summer BC Holdco A Sarl 2027	2,1 %
6,000% Mutares SE & Co KGaA 2024	2,1 %

Bonitätsaufteilung

Baa	2,8 %
Ba	20,3 %
B	60,3 %
Caa	16,6 %

Währungsallokation

EUR	96,7 %
USD	1,1 %
CHF	2,2 %

Asset Allocation

Renten	94,3 %
Kasse	5,7 %

Performance-Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage	seit Auflage p.a.
FAM Renten Spezial	-4,6 %	-13,3 %	-13,3 %	1,7 %	2,3 %	22,6 %	2,9 %
iShares Euro HY*	-2,0 %	-13,8 %	-13,4 %	-6,2 %	-8,3 %	6,2 %	0,9 %
Differenz	-2,5 %	0,5 %	0,1 %	7,9 %	10,6 %	16,5 %	2,1 %

*Blackrock ETF-Bloomberg EUNW GY

STAMMDATEN

ISIN	DE000A14N878
WKN	A14N87
Rücknahmepreis (EUR)	99,05
Fondsvermögen (EUR Mio.)	43,25
Auflagedatum	15.09.2015
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Donner & Reuschel AG
KVG	Hansainvest Hanseatische Invest GmbH
Domizil	Deutschland
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
Maximaler Ausgabeaufschlag	3,00 %
Maximaler TER	0,71 %
Bestandsprovision	0 %
Management-Fee	0,40 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	100
Sparplanfähig	Ja

AUSSCHÜTTUNGEN

28.02.2022	4,00 €
15.02.2021	4,00 €
24.02.2020	4,00 €
04.03.2019	4,00 €
27.02.2018	3,00 €

FONDS-KENNZAHLEN

Investitionsgrad	94,3 %
Rendite bis Endfälligkeit	13,1 %
Laufende Rendite	6,8 %
Durchschnittliche Fälligkeit (Jahre)	3,5
Modified Duration	2,9
Durchschnittlicher Kupon	5,5 %
Fremdwährungsexposure (FX)	3,3 %

STATISTIK

Volatilität (3 Jahre)	6,6 %
Sharpe-Ratio (3 Jahre)	0,21
Maximum Drawdown	-21,0 %
Time-to-Recovery (Tage)	248

»HERAUSRAGEND« DEUTSCHER FONDSPREIS 2022 FONDS professionell

REFINITIV LIPPER FUND AWARDS 2022 WINNER GERMANY
Best Fund over 5 Years Bond Global EUR

REFINITIV LIPPER FUND AWARDS 2022 WINNER GERMANY
Best Fund over 3 Years Bond Global EUR

LIPPER FUND AWARDS FROM REFINITIV GERMANY 2019
BEST FUND OVER 3 YEARS BOND EUR

MORNINGSTAR ★★★★★

FAM Frankfurt Asset Management AG
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main

Telefon +49 (0) 69 244 500 50
E-Mail info@frankfurtasset.com
Web www.frankfurtasset.com

IMPRESSUM

Herausgeber:
FAM Frankfurt Asset Management AG
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main

Redaktionsschluss: 10.10.2022
Auflage: 400 Stück

Gestaltung & Realisierung:
motion one GmbH
Wilhelmstraße 4
65185 Wiesbaden

Bilder: Peter Wiederholt
© 2022 Änderungen vorbehalten

DISCLAIMER

Diese Publikation wurde von der FAM Frankfurt Asset Management AG erstellt. Sie ist kein Angebot, keine Anlageberatung oder Anlageempfehlung und keine unabhängige Finanzanalyse und kann eine Anlageberatung nicht ersetzen. Die gesetzlichen Anforderungen zu Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen wurden nicht eingehalten. Ein Verbot des Handels der besprochenen Finanzprodukte vor oder nach der Veröffentlichung dieses Dokuments besteht nicht.

Die Publikation dient ausschließlich der Information unserer Kunden und darf nicht weitergegeben werden. Sie darf weder ganz noch teilweise an Dritte weitergegeben oder ohne schriftliche Einwilligungserklärung verwendet werden.

Die Informationen in diesem Dokument beruhen auf externen Quellen, die wir für zuverlässig halten, aber keiner neutralen Prüfung unterzogen haben. Wir übernehmen weder Gewähr noch Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die in diesem Dokument vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassungen der Autoren dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsäußerungen müssen nicht publiziert werden.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Der Wert jedes Investments oder der Ertrag kann sowohl sinken als auch steigen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurück. Dort, wo ein Investment in einer anderen Wähung als der lokalen Währung des Empfängers der Publikation denominiert ist, könnten Veränderungen des Devisenkurses eine Negativwirkung auf Wert, Kurs oder Ertrag dieses Investments haben.