

STAM THEM ENT

***Zeitenwende
für Zinsträger***



Alte Gewissheiten
sind zerbrochen.

Wo sollen Anleger jetzt nach
Rendite suchen?

Willkommen in
einem völlig neuen
Wirtschaftsumfeld.



WELLINGTON
MANAGEMENT®

MEHR ERFAHREN





Niels Raabe

A.L.M. Berlin Asset Consult GmbH

Fixed Income in der aktuellen Marktphase

Die Niedrigzinsphase führte bei vielen institutionellen Anlegern in Deutschland zu einem erheblichen Rückgang ihrer Direktbestände, die einst das Rückgrat stabiler Portfolios bildeten. Die mageren Renditen der letzten Jahre machten es schwer, den notwendigen Rechnungszins zu bedienen. Mit dem Anstieg der Zinssätze eröffnet sich nun wieder die Chance, attraktive Renditen zu erzielen und eine stabile Basisrendite zu erwirtschaften. Doch wo liegen aktuell die besten Opportunitäten?

Unsere aktuellsten Studien im Bereich Asset-Liability-Management (ALM) verdeutlichen die Bedeutung von Fixed-Income-Investitionen in der derzeitigen Marktphase. Besonders interessant sind Anleihen mit hoher Bonität und langfristig sicheren Cashflows. Eine breite Diversifikation und die sorgfältige Auswahl hochwertiger Emittenten sind dabei entscheidend. Europäische Staatsanleihen (beispielsweise Frankreich 10 Jahre: 3,2 Prozent) und Unternehmensanleihen bekannter Unternehmen bieten derzeit attraktive Renditen und ein hohes Maß an Sicherheit. Werden diese im Rahmen eines Buy-and-Maintain-Ansatzes gehalten, minimieren sich Umschichtungskosten und laufende Erträge werden maximiert.

Die Spreads innerhalb der Fixed-Income-Asset-Klasse zeigen deren relative Attraktivität. Unternehmens- und Staatsanleihen liefern derzeit Renditen nahe dem Rechnungszins. High-Yield-Anleihen hingegen bieten momentan nicht ausreichend hohe Spreads, um die damit verbundenen Risiken zu rechtfertigen. Im Durchschnitt lagen die Spreads in der Vergangenheit deutlich über den aktuellen Niveaus. Daher sollte der Fokus auf starke Geschäftsmodelle und gute Ratings gelegt werden.

Ein ganzheitlicher Blick auf das Portfolio sollte auch Private Debt berücksichtigen,

insbesondere im Bereich Corporate Direct Lending, wo wir aktuell Chancen sehen. Wenn der Schwerpunkt auf die erstrangig besicherte Kreditvergabe gelegt wird, bietet sich institutionellen Anlegern die Möglichkeit, bei vergleichbarem oder geringerem Risiko höhere Renditen als im High-Yield-Segment zu erzielen. Man muss jedoch die weitgehende Illiquidität und die in der Regel variable Verzinsung in Kauf nehmen. Dafür wird man mit attraktiven Prämien belohnt, die die Gesamrendite und Diversifikation des Portfolios weiter erhöhen.

Fixed-Income-Investitionen bieten derzeit ein attraktives Chancen-Risiko-Profil. Institutionelle Anleger sollten diese Gelegenheit nutzen, um ihre Portfolios zu stärken und langfristig verlässliche Erträge zu sichern. Die Fokussierung auf Direktbestandsinvestitionen mit hoher Bonität und breite Diversifikation sind hierbei Schlüsselstrategien. Eine ausgewogene Mischung aus traditionellen Fixed-Income-Instrumenten und Private Debt, insbesondere Corporate Direct Lending, trägt dazu bei, das Portfolio widerstandsfähiger gegenüber Marktschwankungen zu machen und langfristig solide Renditen zu generieren.

Inhalt

- 04 Fixed Income Outlook Q2 2024: Erkennen, was wichtig ist
- 06 Fehlanreize bei nachhaltigkeitsbezogenen Anleihen
- 08 Renditeträchtige Alternative im Fixed-Income-Segment: CLOs
- 10 CLOs: High-Yield-Renditen bei Investment-Grade-Bonität
- 12 Bietet das neue Wirtschaftsumfeld Chancen für High-Yield-Anlagen?
- 14 „Die neue Ära mag beängstigend wirken, bietet aber auch viel Potenzial“
- 16 Grüne Anleihen: Hoffen auf den Wachstumsschub
- 18 Kontakt und Impressum



Kay Haigh

Global co-head of Fixed Income and Liquidity Solutions,

Whitney Watson

Global co-head of Fixed Income and Liquidity Solutions

Goldman Sachs Asset Management

Fixed Income Outlook Q2 2024: Erkennen, was wichtig ist

Wer in der dynamischen Investmentwelt fundierte Entscheidungen treffen möchte, muss die richtigen Signale herausfiltern können. Aufgrund der Pandemie und geopolitischen Spannungen herrschten in den letzten drei Jahren enorme Unsicherheit und Volatilität, die die richtige Deutung von Konjunkturindikatoren erschwerten. Dennoch scheinen sich die Daten und Markttrends zunehmend zu normalisieren.

Aus der Perspektive von CIOs

In diesem Jahr war die Inflation zwar hartnäckig, doch die inflationshemmenden Kräfte bleiben grundlegend bestehen. Stabile Inflationserwartungen sowie Anpassungen an den Güter-, Arbeits- und Vermietungsmärkten deuten auf eine weitere Preisstabilisierung hin. Die Stärke des US-Arbeitsmarktes, die unter anderem einer höheren Einwanderung zu verdanken ist, unterstützt das Wirtschaftswachstum. Zentralbanken wie die Fed, die EZB und die BoE werden in den kommenden Monaten voraussichtlich beginnen, ihre Leitzinsen zu senken. Hinzu kommen robuste Bilanzen und

stabiles Wachstum im Privatsektor, was Spread-Sektoren wie Unternehmens-, verbriefte und Schwellenländeranleihen vermutlich stützt. Herausforderungen gibt es dennoch. Risiken für das Wirtschaftswachstum, potenzielle Inflationsspitzen und geopolitische Unsicherheit unterstreichen, wie wichtig eine aktive Einzeltitelauswahl ist. Auch die defensive Rolle von Staatsanleihen und als sicher geltenden Währungen wie dem US-Dollar gewinnen an Bedeutung. Die neuen Realitäten erfordern tiefgehende Expertise, rigorose Analysen und ein unerschütterliches Bekenntnis zu datengesteuerten Anlageentscheidungen. Wir filtern alles Unwichtige heraus, um Portfolios resilienter zu machen und neue Chancen zu nutzen.

Was wir beobachten

Die Wirtschaft

Die Geldpolitik wird nach wie vor durch die Inflation bestimmt. Überraschungen – aufgrund geopolitischer Störungen oder anderer Faktoren – können das Straffungstempo verlangsamen oder den Beginn von Leitzinssenkungen verzögern. Unerwartete Rückgänge der Arbeitsmarktkennzahlen hingegen könnten zu einer schnelleren Normalisierung führen. Die Unsicherheit über das Lockerungstempo und den neutralen Zinssatz erfordern ein dynamisches Durationsmanagement.

(Geo-)Politik

Für das tiefgreifende menschliche Leid, das die anhaltenden Konflikte im Nahen Osten, in der Ukraine und anderswo verursachen, erhoffen wir uns natürlich eine Lösung. Auf die Finanzmärkte hatten die Konflikte bisher zwar keinen großen Einfluss, doch sie bergen das

Breites Spektrum an Möglichkeiten für die Wirtschaft und die Geldpolitik

	Wirtschaftsszenario	Auswirkungen auf die Geldpolitik
	Beschleunigung	Zinsen bleiben länger höher
	Keine Landung	Zinsen bleiben lange höher
	Weiche Landung	Gemäßigter Lockerungszyklus
	Harte Landung	Aggressiver Lockerungszyklus

Nur zur Veranschaulichung

Quelle: Goldman Sachs Asset Management

„ Unterschiede in den Wachstums- und Inflationsprognosen machen den Markt sensibler für Konjunkturindikatoren. Unsicherheit über das Tempo des geldpolitischen Lockerungskurses und die Höhe eines neutralen Zinssatzes erfordern ein dynamisches Durationsmanagement.

Kay Haigh, Global co-head of Fixed Income and Liquidity Solutions

Potenzial für mehr Wachstumsvolatilität und steigende Rohstoffpreise. Auch die Unsicherheit im Zusammenhang mit den US-Wahlen in diesem politisch sehr bewegten Jahr lassen uns Strategien in Betracht ziehen, die auf die Minderung der Risiken höherer Währungsvolatilität abzielen. Währungsoptionen und eine Short-Position im chinesischen Yuan (CNH) können beispielsweise als Vorsichtsmaßnahme gegen eine protektionistische Handelspolitik der USA dienen. Das Zinsgefälle und Unterschiede in der makroökonomischen Entwicklung sprechen ebenfalls für eine Übergewichtung des USD zum CNH.

Das Funktionieren des Markts

Nach den pandemiebedingten Hilfspaketen normalisiert sich die Fiskalpolitik zwar, aber die Haushaltsdefizite und das Angebot an Staatspapieren in den größten Industrieländern bleiben Prognosen zufolge erhöht. Gleichzeitig müssen aufgrund der quantitativen Straffung mehr Staatsanleihen von Privatanlegern absorbiert werden. Daher ist weiterhin mit einer steileren Zinsstrukturkurve zu rechnen. Diese Faktoren

Allgemeine Hinweise Dieses Dokument wurde auf Ihren Wunsch hin ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Es handelt sich dabei nicht um ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Diese Unterlagen sind für Sie erstellt worden und sind ausschließlich für Ihren Gebrauch bestimmt. Kapital ist gefährdet. Obwohl bestimmte Informationen aus Quellen stammen, die als verlässlich gelten, geben wir keine Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit. Wir haben uns ohne Vornahme einer eigenen Überprüfung auf die Richtigkeit und Vollständigkeit aller über öffentliche Quellen zugänglichen Informationen gestützt und sind von deren Richtigkeit und Vollständigkeit ausgegangen. Im vorliegenden Dokument werden das generelle Marktgeschehen, Branchen- oder sektorale Trends oder andere breit angelegte wirtschaftliche, marktbezogene oder politische Rahmenbedingungen erörtert. Die diesbezüglichen Informationen sind nicht als Investmentresearch oder Anlageberatung aufzufassen. Dieses Dokument wurde von Goldman Sachs Asset Management erstellt. Es handelt sich dabei nicht um eine Finanzanalyse oder ein Produkt von Goldman Sachs Global Investment Research (GIR). Es wurde nicht unter Beachtung einschlägiger gesetzlicher Bestimmungen erstellt, welche die Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen zum Ziel haben. Es unterliegt nicht einem im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen geltenden Handelsverbot. Die hier geäußerten Auffassungen und Meinungen können sich von denen unterscheiden, die von Goldman Sachs Global Investment Research oder anderen Abteilungen oder Geschäftsbereichen von Goldman Sachs oder von mit Goldman Sachs verbundenen Unternehmen vertreten werden. Anlegern wird dringend empfohlen, sich vor dem Kauf oder Verkauf von Wertpapieren mit ihrem Finanzberater abzustimmen. Die vorliegenden Informationen sind möglicherweise nicht aktuell und Goldman Sachs Asset Management ist nicht verpflichtet, Aktualisierungen oder Änderungen vorzunehmen. Die hier vertretenen Auffassungen und Meinungen dienen nur zu Informationszwecken und stellen keine Empfehlung von Goldman Sachs Asset Management dar, bestimmte Wertpapiere zu kaufen, zu verkaufen oder zu halten. Die hier geäußerten Auffassungen und Meinungen gelten nur zum Datum dieses Dokuments. Sie können sich ändern und sind nicht als Anlageberatung aufzufassen. DIESES DOKUMENT STELLT KEIN ANGEBOT UND AUCH KEINE AUFFORDERUNG ZUR ANGEBOTSSABGABE IN LÄNDERN ODER AN PERSONEN DAR, IN DENEN BEZIEHUNGSWEISE DENEN GEGENÜBER ES UNZULÄSSIG ODER UNGESETZLICH WÄRE, EIN SOLCHES ANGEBOT ABZUGEBEN BEZIEHUNGSWEISE EINE SOLCHE AUFFORDERUNG ZU ÄUSSERN. Interessierte Anleger sollten sich über möglicherweise relevante rechtliche und steuerliche Regulierungen sowie über Bestimmungen zur Deviseneinfuhr in den Ländern informieren, deren Staatsbürger sie sind oder in denen sie ihren Wohn- oder Aufenthaltsort haben. Deutschland und Österreich: Diese Marketingmitteilung wird von Goldman Sachs Asset Management B.V. verbreitet, auch über seine Niederlassungen („GSAM BV“). GSAM BV ist von der niederländischen Behörde für Finanzmärkte (Autoriteit Financiële Markten, Vijzelgracht 50, 1017 HS Amsterdam, Niederlande) als alternativer Investmentfondsmanager („AIFM“) sowie als Manager von Organismen für gemeinsame Anlagen in übertragbare Wertpapiere („OGAW“) zugelassen und reguliert. Im Rahmen seiner Lizenz als AIFM ist der Manager berechtigt, die Anlagendienstleistungen (i) des Empfangs und der Übertragung von Aufträgen in Finanzinstrumenten, (ii) des Portfoliomanagements und (iii) der Anlageberatung zu erbringen. Unter seiner Lizenz als Manager von OGAW ist der Manager berechtigt, die Anlagendienstleistungen (i) des Portfoliomanagements und (ii) der Anlageberatung zu erbringen. Informationen zu Anlegerrechten und kollektiven Abhilfemechanismen finden Sie unter www.gsam.com/responsible-investing (Abschnitt Richtlinien und Governance). Kapital ist gefährdet. Alle Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen niederländischem Recht.

Vergleichsindizes Indizes werden nicht gemanagt. Die Zahlen für den Index berücksichtigen die Wiederanlage sämtlicher Erträge oder Dividenden (je nachdem, was zutrifft), nicht aber den Abzug von Vergütungen oder Kosten, die die Rendite schmälern würden. Anleger können nicht direkt in Indizes investieren. Die hier genannten Indizes sind ausgewählt worden, weil sie wohlbekannt sind, von Anlegern ohne Weiteres erkannt werden und nach Auffassung der Fondsverwaltungsgesellschaft, die sich dabei teilweise auf die übliche Branchenpraxis stützt, als Vergleichsindizes für die Bewertung eines Investments oder eines breiter angelegten Marktes wie vorliegend beschrieben geeignet sind. Da „gescheiterte“ oder geschlossene Hedgefonds aus den Indizes herausgenommen werden, setzen die einzelnen Indizes die Wertentwicklung von Hedgefonds möglicherweise generell zu hoch an. **Die bisherige Wertentwicklung bietet keine Garantie im Hinblick auf zukünftige Ergebnisse, die Schwankungen unterworfen sein können.** Der Wert von Kapitalanlagen und die mit diesen erzielten Erträge unterliegen Schwankungen und können zu- oder abnehmen. Es kann zu einem Verlust von Anlagekapital kommen.

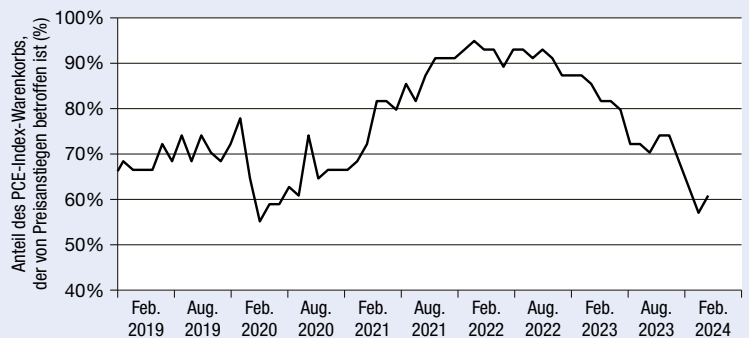
Abkürzungen: US Federal Reserve (Fed), Europäische Zentralbank (EZB), Bank of England (BoE). Datum der erstmaligen Verwendung: 16. April 2024 375760-OTU-2050593

„ Die Rahmenbedingungen legen nahe, dass die Spreads länger niedrig bleiben können. Das ist günstig für Carry-Renditen. Dennoch bedeuten die engen Spreads des Vergleichsindex, dass es entscheidend ist, proaktiv Alpha-Chancen bei Anleihen zu identifizieren und zu nutzen.

Whitney Watson, Global co-head of Fixed Income and Liquidity Solutions

unterstreichen auch die potenziellen Risiken für bonitätschwächere und weniger liquide Marktsegmente, die bei geringerer Liquidität, Konjunkturabschwächungen oder unvorhergesehenen Schocks anfälliger sein können.

Breite der Preisanstiege in den USA schon deutlich zurückgegangen



Extreme Preisschwankungen kommen seltener vor. Der Anteil der Waren im Warenkorb für die Gesamtinflation der Verbraucherpreise, die eine annualisierte Inflationsrate über 8 % aufweisen, ist beispielsweise sowohl in den USA als auch in der EU von einem Hoch um 50 %¹ auf unter 10 % gesunken.

Stand: Februar 2024 Quelle: Macrobond, Goldman Sachs Asset Management

¹ Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research G10 Inflation Monitor (22. März 2024)



Interview mit **Gurpreet Garewal**
Macro Strategist, Fixed Income and Liquidity Solutions
Goldman Sachs Asset Management

Fehlanreize bei nachhaltigkeitsbezogenen Anleihen

Die Liquidität bei liquiden festverzinslichen Wertpapieren ist heute geringer als früher. Welche Schlussfolgerungen sollten Anleger daraus ziehen?

Im aktuellen globalen Kontext der quantitativen Straffung halten wir die Marktliquidität in den wichtigsten festverzinslichen Sektoren nach wie vor für relativ gut. Insbesondere auf dem Investment-Grade-Kreditmarkt hat sich die Liquidität verbessert, was sich in einer höheren Umsatzquote widerspiegelt, die sich aus dem täglichen Handelsvolumen im Verhältnis zum Gesamtvolumen der ausstehenden Anleihen ergibt. Dieses Verhältnis war in den letzten Monaten überdurchschnittlich hoch, was in erster Linie auf die Liquidität neu emittierter Anleihen zurückzuführen ist.

Darüber hinaus erhöhte der Anstieg der börsengehandelten Fonds die Marktliquidität. Die Liquidität bei Staatsanleihen und anderen festverzinslichen Sektoren wie verbrieften Krediten und Schwellenländeranleihen scheint stabil zu sein.

Liquidität ist jedoch kein statisches, sondern ein dynamisches Konzept und kann sich aufgrund der Marktdynamik ändern. So erlebten beispielsweise britische Gilts Ende 2022 einen plötzlichen Liquiditätsschock, und mit dem Ausbruch der Pandemie verringerte sich die Liquidität in verschiedenen Anlageklassen, einschließlich hochwertiger Anleihen. Diese Fälle machen deutlich, wie wichtig es ist,

ein breites Spektrum an festverzinslichen Instrumenten zu nutzen, um die Liquidität des Portfolios aufrechtzuerhalten, wie etwa bestimmte Derivate. Insgesamt unterstreichen die sich verändernden Markt- und Makrodynamiken die Bedeutung ausgewogener Portfolios.

Steigende Zinsen waren schlecht für die Bewertung von liquiden Bonds, aber gut für variabel verzinsliche Privatanleihen. Gilt umgekehrt, dass sinkende Zinsen gut für Anleihen und schlecht für private Credits sind?

Der Anstieg der Zinssätze hat zu attraktiven Renditen auf den öffentlichen Rentenmärkten geführt, die eine vielfältige Anlegerschaft anziehen, darunter Pensionsfonds, Versicherer und Privatpersonen. Dennoch bleibt die Nachfrage nach privaten Anleihen robust.

Das anhaltende Interesse an privaten Krediten deutet darauf hin, dass die Anleger nicht nur von den höheren Renditen angezogen werden, sondern auch von den Diversifizierungsvorteilen und der geringeren Volatilität. Diese eignen sich für langfristige Anleger, die sich weniger um die Liquidität der öffentlichen Märkte sorgen. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sowohl öffentliche als auch private Kredite eine wichtige Rolle in den Anlageportfolios spielen, wobei die Entscheidung von den Zielen und dem Anlagehorizont der Anleger abhängt.

Nachhaltigkeit kostet Rendite, wenn der Emittent einer nachhaltigkeitsbezogenen Anleihe aufgrund seiner positiven ESG-Performance den Kupon senken darf. Wäre es für Anleger nicht besser, Emittenten, die ihre ESG-Ziele voraussichtlich verfehlen, Kredit zu gewähren, um eine höhere Rendite zu erzielen?

Wir sind der Meinung, dass grüne, soziale und Nachhaltigkeitsanleihen wertvoll sind, da sie eine klare Transparenz hinsichtlich der Erlösverwendung haben. Anleger können die spezifischen Projekte und Aktivitäten, die durch diese Anleihen finanziert werden, nachverfolgen und ihre Auswirkungen durch eine detaillierte Berichterstattung bewerten. Im Gegensatz dazu fehlt es bei nachhaltigkeitsbezogenen Anleihen oft an genauen Angaben zur Verwendung der Erlöse, und sie bieten in der Regel eine geringere Bandbreite an Nachhaltigkeitsindikatoren auf der Ebene des Emittenten.

Darüber hinaus kann die Struktur nachhaltigkeitsbezogener Anleihen den Emittenten anfängliche Vorteile bieten, wie zum Beispiel niedrigere Kupons, ohne nachweisliche nachhaltige Auswirkungen. Emittenten können zwar mit höheren Kosten konfrontiert werden, wenn Nachhaltigkeitsziele verfehlt werden, aber diese Strafen sind in der Regel gering und bieten wenig Anreiz zur Zielerreichung. Auch besteht das Risiko eines Fehlanreizes, bei dem Anleger Anleihen von Emittenten bevorzugen könnten, die ihre Nachhaltigkeitsziele wahrscheinlich verfehlen, um von höheren Kupons zu profitieren. Idealerweise sollten Nachhaltigkeitsanleihen einen ähnlichen Preis wie herkömmliche Anleihen mit derselben Laufzeit haben und nur bei Erreichen der Nachhaltigkeitsziele den Kupon reduzieren, um so Fortschritte bei der Erreichung der Nachhaltigkeitsziele zu fördern. Insgesamt führen diese Überlegungen dazu, dass wir grüne und soziale Anleihen gegenüber nachhaltigkeitsbezogenen Anleihen bevorzugen.

Dieses Material dient ausschließlich zu Bildungszwecken und darf nicht als Anlageberatung oder als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren verstanden werden. Die geäußerten Ansichten und Meinungen dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Empfehlung von Goldman Sachs Asset Management zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers dar. Die Ansichten und Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt dieser Präsentation und können sich ändern. Sie sollten nicht als Anlageberatung verstanden werden. © 2024 Goldman Sachs. Alle Rechte vorbehalten. 372704-OTU-2036876



Bis zu 8%* im Investment- Grade-Bereich?

Stamatia Hagenstein,
Portfolio Management CLO

Entdecken Sie die
Möglichkeiten mit CLOs

Gute Bonität bei Anleihen muss nicht Renditeverzicht bedeuten: Investment-Grade-Tranchen von CLOs bieten strukturell **jederzeit die Chance auf Renditen im High-Yield-Bereich**. Wir sind überzeugt, dass CLOs durch Kupon, Kreditrisikoprämie und Kurschancen auch mit Blick auf das Jahr 2024 ein Renditepotenzial von 8% p. a. einlösen können*. Und das bei einer Ausfallrate von nahezu 0% seit Beginn der Aufzeichnungen für europäische CLOs selbst in Krisenzeiten. Entdecken Sie die Möglichkeiten: mit aktiv gemanagten CLOs.

www.clos-entdecken.de

Lupus alpha

*Renditepotenziale sind keine Renditeversprechen. Die Abschätzung eines Potenzials von bis zu 8% beruht auf folgenden Annahmen: Kupon von ca. 3,95% + Kreditrisikoprämie von ca. 3,1% + möglichem Aufholpotenzial bei Kursen von durchschnittlich 96% am Sekundärmarkt von CLOs (Stand: 31.10.2023). Entwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Es handelt sich hierbei um Fondsinformationen zu allgemeinen Informationszwecken. Die Fondsinformationen ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Die dargestellten Informationen stellen keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Sie enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität dieser Informationen wird keine Gewähr übernommen. Sämtliche Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sowie dessen Vertriebszulassung sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. dem Basisinformationsblatt, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Ausschließlich rechtsverbindliche Grundlage für den Erwerb von Anteilen an den von der Lupus alpha Investment GmbH verwalteten Fonds sind der jeweils gültige Verkaufsprospekt und das Basisinformationsblatt, die in deutscher Sprache verfasst sind. Diese erhalten Sie kostenlos bei der Lupus alpha Investment GmbH, Postfach 11 12 62, D-60047 Frankfurt am Main, auf Anfrage telefonisch unter +49 69 365058-7000, per E-Mail unter info@lupusalpha.de oder über unsere Homepage www.lupusalpha.de.

Nur für professionelle Anleger



Norbert Adam
Portfolio Management CLO, Lupus alpha

Renditeträchtige Alternative im Fixed-Income-Segment: CLOs

Als Investor geht es immer darum, vorhandene Risikobudgets bestmöglich zu nutzen. CLOs (Collateralized Loan Obligations) können einen entscheidenden Beitrag dazu leisten: Zum Beispiel mit mehr Rendite als vergleichbare Unternehmensanleihen – ohne ein fundamentales Risiko. Dazu bringen sie gleichzeitig ein Diversifikationspotenzial gegenüber einer schon bestehenden klassischen Anleiheexposition mit. In ihren Investment-Grade-Tranchen haben CLOs darüber hinaus selbst die größten Finanzmarktkrisen ohne Ausfälle überstanden. Durch ihre Aufteilung in Tranchen unterschiedlicher Bonität, bieten sie zudem hervorragende Möglichkeiten zur Anpassung an verfügbare Risikobudgets und regulatorische Vorgaben. Dieses Paket an Eigenschaften, macht sie zu einer äußerst attraktiven Alternative in Fixed-Income-Portfolios.

Mehr Rendite für eingegangene Risiken erhalten

Wer im eigenen Anleiheportfolio etwa ein Risikobudget für Unternehmensanleihen zur Verfügung hat, kann von CLOs

bei grundsätzlich geringen fundamentalen Risiken eine der Volatilität angemessene Rendite erwarten. Zieht man als Beispiel für ein Portfolio aus Investment-Grade-CLOs den fast 10-jährigen Track Record des Lupus alpha High Quality Invest heran, so lässt dieser seit Auflage im Jahr 2015 ein durchschnittliches Portfolio aus Unternehmensanleihen deutlich hinter sich. Besonders, seit die Zinsen zurück sind, werden äußerst attraktive Renditen erzielt. Und das, ohne die Risiken gegenüber dem klassischen Anleiheinvestment signifikant zu erhöhen.

Grund für höhere Kupons: 3-Monats-Euribor plus Spread

Die Kupons von CLOs können als Kurzfristzins plus Spread berechnet werden. Dabei enthalten die Spreads für Investment-Grade-CLOs eine „Komplexitätsprämie“. Mit ihr übertraf der durchschnittliche Kupon in der Investment-Grade-CLO-Strategie von Lupus alpha auch im ersten Quartal 2024 mit über sieben Prozent den von High-Yield-Unternehmensanleihen mit knapp sechs Prozent. Der Kupon von Investment-Grade-Anleihen mit unter vier Prozent lag deutlich darunter.¹

Rendite und Risiko im Vergleich: Corporate Bonds und CLOs seit 1.7.2015

Kennzahlen	CLO Investment Grade Lupus alpha CLO High Quality Invest A (DE000A1XDX38)	Corporate Bonds IBOXX € CRP NF OA TR (DE0006302144)
Wertentwicklung kumuliert	22,09	5,68
Wertentwicklung p. a.	2,27	0,62
Wertentwicklung seit Jahresanfang 2024	4,62	-0,41
Wertentwicklung 1 Jahr	11,47	5,22
Sharpe Ratio seit Auflage	0,52	0,12
Volatilität seit Auflage p. a.	4,01	3,52
Max. Drawdown	-15,62	-18,55

Betrachtungszeitraum: 01.07.2015 bis 29.02.2024. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung
Quelle: Bloomberg, Lupus alpha

Historische CLO-Ausfallraten bei null Prozent

CLOs sind Portfolios von Unternehmenskrediten (Loans) mit Ratings unterhalb von Investment Grade. Daher könnte man erhöhte Ausfallrisiken erwarten. Doch das Gegenteil ist der Fall. Das hat im Wesentlichen zwei Gründe: Zum einen besteht eine im Vergleich zu gewöhnlichen Anleihen höhere Recovery-Rate. Diese ist vor allem in der vorrangigen Besicherung der Unternehmenskredite (Senior Secured Loans) im CLO begründet:

Ansprüche aus diesen Loans haben Vorrang vor den Ansprüchen aus Anleihen oder gar Aktien. Zum anderen trägt die sogenannte Wasserfallstruktur im Aufbau eines CLO wesentlich zur Ausfallsicherheit bei. Die oberen Tranchen höchster Bonität werden in ihren Ansprüchen immer vorrangig aus den Einnahmen des Loan-Portfolios bedient, erst dann kommen die Ansprüche der untergeordneten Mezzanine- und Equity-Tranchen.

Das Resultat: Bei CLOs 2.0, die nach der globalen Finanzkrise geschaffen wurden, liegen die Ausfallraten bei null Prozent. Und zwar sogar bis hinunter zu einer Bonität von B, also bis in den High-Yield-Bereich. Zum Vergleich: Bei Unternehmensanleihen mit einem B-Rating liegen die historischen Ausfallraten bei signifikant über 15 Prozent.²

Investoren sollten Schwankungssensibilität beachten

In einer CLO Investment-Grade Strategie sollte der Investor mit Volatilitäten rechnen, die zwischen Investment-Grade-Anleihen und High-Yield-Anleihen liegen. Diese Ausschläge stehen jedoch nicht im Zusammenhang mit der Werthaltigkeit der enthaltenen Kredite. Daher konnten CLOs in der Vergangenheit Abschlüsse aufgrund von Marktverwerfungen recht schnell wieder aufholen. Mehr noch: Solche Marktphasen erwiesen sich als Gelegenheit, den CLO-Bestand im Portfolio weiter aufzustocken und von einer folgenden Wertaufholung zu profitieren.

Diversifikation durch Erweiterung des Credit-Spektrums

Ein wesentliches Plus von CLOs: Sie eröffnen einen Zugang zu weiteren Unternehmen im Credit-Markt. Denn in den zugrunde liegenden Loan-Portfolios finden sich auch – durchaus namhafte – Unternehmen, die nicht am Markt öffentlich gehandelter Anleihen präsent sind. Investoren schaffen sich mit Anlagen in CLOs somit eine breitere Exponierung im Credit-Spektrum.

Attraktive Korrelation zu Anleihen

Durch die variable Verzinsung von CLOs bieten sie Investoren ein interessantes Diversifikationspotenzial. Denn ihr Zinsänderungsrisiko ist im Vergleich zu den festverzinslichen Anlagen äußerst gering. Von Leitzinsänderungen und insbesondere wechselnden Spekulationen über mögliche Änderungen des Zinsniveaus zeigen sich die Kurse von CLOs deutlich weniger beeindruckt.

Die Rolle von CLOs in der strategischen Asset Allocation

Grundsätzlich können CLOs dem Anleihespektrum in der SAA zugeordnet werden. Je nach Auswahl der Tranchen und ihrer Bonität können sie dabei Anlagemöglichkeiten bieten, die von Investment-Grade bis zu High Yield oder gar zu aktienähnlichen Risiken reichen. Bezogen auf das zugrundeliegende Portfolio bieten CLOs Zugang zu einer weiteren Sub-Asset-Klasse im Fixed-Income-Bereich, die sich ansonsten nur schwer

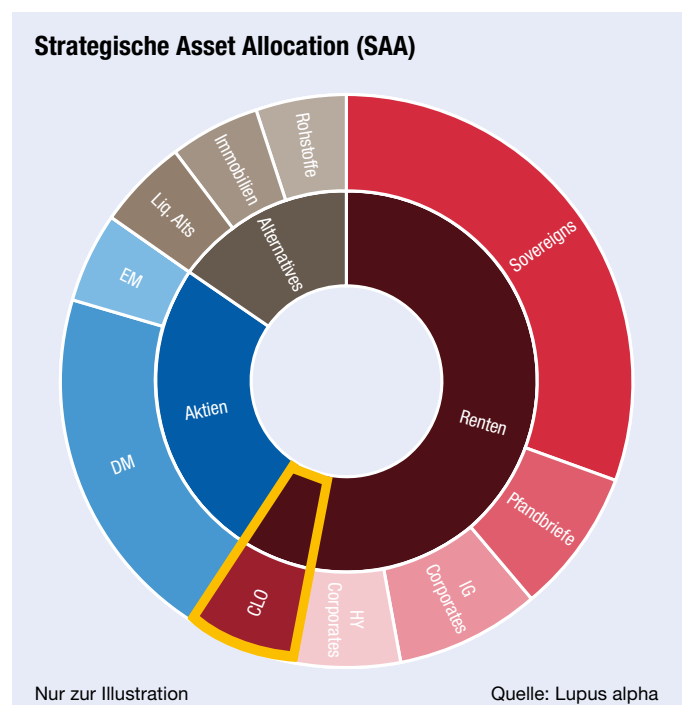
über börsengehandelte Vehikel abbilden lässt. Mit CLOs lässt sich somit im Anlagensegment „Corporate Debt“ eine deutlich breitere Diversifizierung im Rahmen der SAA herstellen.

Für unterschiedliche regulatorische Vorgaben

Die unterschiedlichen Tranchen von CLOs ermöglichen es versierten Managern, für Investoren gezielt CLO-Investments in den für sie geeigneten und im Rahmen ihrer regulatorischen Vorgaben zugänglichen Ratingsegmenten zu implementieren. Banken können gemäß Basel III (beziehungsweise Basel III/Reformpaket) auf CLOs der Ratingklassen AAA bis A zugreifen, um ihre Eigenkapitalverzinsung zu verbessern. Für Lebensversicherungen stellt sich das Segment AAA als besonders attraktiv dar, da bei dieser Bonitätsstufe die Belastung unter den Gesichtspunkten der Solvency-Verordnung (Segment Verbriefung) besonderes gering ist. Ähnlich – trotz größerer Freiheiten bei der Solvency – stellt sich die Situation bei Sachversicherern dar, wenn der EU-Standardansatz implementiert ist. VAG-regulierte Versorgungswerke genießen größere Freiheiten und können AAA- bis BBB-Tranchen einsetzen, um attraktivere Renditen zu erzielen. Wer mit Vermögensverwaltungsmandat investiert, kann die gesamte Bandbreite an CLO-Tranchen nutzen: Dann lassen sich zum Beispiel durch Equity-Tranchen mit aktienähnlichem Risiko Renditen erzielen, die Aktien in vielen Marktphasen sogar hinter sich lassen. Denn die Renditen aus CLOs sind nicht auf ein Wirtschaftswachstum und steigende Unternehmensgewinne angewiesen, wichtig ist allein die Existenz des Unternehmens am Ende der Laufzeit.

1) Stand: 29.02.2024

2) Quelle: Standard and Poor's; CLO-Ausfallraten per 31.08.2023. Ausfallraten der Unternehmensanleihen: Ø kumulative 10 Jahres-Ausfallraten von 1981 bis 2021. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.





Interview mit **Stamatia Hagenstein**
Portfolio Management CLO, Lupus alpha

CLOs: High-Yield-Renditen bei Investment-Grade-Bonität

Für den Rechnungszins reichen wieder Unternehmensanleihen. Warum sollten Anleger in CLOs investieren?

Jeder Investor ist grundsätzlich bestrebt, für sein eingesetztes Risikobudget die besten Renditen zu erhalten. Mit CLOs lassen sich High-Yield-Renditen erzielen – bei Investment-Grade-Bonität. Aktuell erwarten wir für 2024 in dieser Strategie eine Wertentwicklung von rund acht Prozent und wir liegen auf Kurs.

CLOs sind variabel verzinst. Wie stark drücken Zinssenkungen auf die Attraktivität von CLOs? Zinssenkungen erfolgen zudem oft bei drohenden Rezessionen ...

Aus Furcht vor wiederaufkeimender Inflation erwarten wir kein großes Tempo bei zukünftigen Zinssenkungen. Mit den Zinssenkungen ändert sich der Kupon nur marginal und er bleibt trotzdem deutlich über dem Kupon vergleichbarer Investment-Grade Unternehmensanleihen.

Rezessionsängste sind in Europa bereits seit einiger Zeit eingepreist und erwartet. Die europäische Wirtschaft hat sich Anfang 2024 zwar etwas erholt, aber die Risiken bleiben bestehen. Auch dafür könnten CLOs die bessere Wahl sein.

CLOs bieten zudem strukturelle Vorteile wie Diversifikation und aktives Management, die das Risiko weiter mindern. Auch in rezessiven Phasen der Vergangenheit, in denen die Ausfälle von Unternehmensanleihen ab einem Rating unter A deutlich zunahmen, zeigten

CLOs dank struktureller Schutzmechanismen und aktiver Verwaltung eine bemerkenswerte Resilienz. Die historisch kumulierten Ausfallraten der letzten zehn Jahre unterstreichen die Werthaltigkeit von CLOs: Für AAA- bis BBB-geratete CLOs lagen sie bei null Prozent.

Seit Auflage hat Lupus alpha mit CLOs zwei Prozent per annum erwirtschaftet, in den vergangenen zwölf Monaten aber über zwölf Prozent. Ein guter Einstiegszeitpunkt?

Ja, jetzt könnte ein sehr guter Zeitpunkt sein, in eine CLO-Strategie zu investieren. Seit der Auflage haben wir eine annualisierte Rendite von zwei Prozent – also zwei Prozent mehr, als vergleichbare Renten-Indizes – erzielt. Und in den letzten zwölf Monaten sogar über zwölf Prozent. Diese beeindruckende Performance ist auf die Markterholung nach der Covid-19-Pandemie und das aktive Management durch unser erfahrenes Team zurückzuführen.

Aktuell bieten CLOs deutlich höhere Renditen im Vergleich zu ähnlich gerateten Unternehmensanleihen. Die Spreads liegen derzeit deutlich über denen von Unternehmensanleihen mit vergleichbarer Bonität, was Investoren eine signifikant höhere Rendite ermöglicht. Um dies zu verdeutlichen: Die Spreads von CLOs sind etwa viermal so hoch wie die vergleichbaren Spreads von Unternehmensanleihen.

Ein weiterer Vorteil von CLOs ist ihre variable Verzinsung, die sie weniger

empfindlich gegenüber Zinsänderungen macht. Dies ist besonders vorteilhaft in einem Umfeld, in dem die Zinsentwicklung unsicher ist. Während viele festverzinsliche Anleihen in einem solchen Umfeld oft an Wert verlieren, können CLOs von höheren Kupons profitieren.

Wie diversifizierend wirken CLOs zu Corporate Bonds und High Yields?

CLOs bieten eine Diversifikation zu Unternehmens- und High-Yield-Anleihen, da sie eine geringe Korrelation zu diesen Anlageklassen aufweisen. Sie bestehen aus einem diversifizierten Pool von über 120 Krediten, was das Risiko weiter streut. Die variable Verzinsung von CLOs reduziert die Zinssensitivität und bietet Schutz in volatilen Zinsumfeldern. Diese Merkmale können dazu beitragen, das Risiko-Rendite-Profil eines Portfolios zu verbessern.

Lupus alpha managt die CLO-Pools und selektiert die Tranchen. Wer stellt aber die Portfolios zusammen?

Die Kredit-Portfolios von CLOs, in die wir investieren, werden von erfahrenen CLO-Managern zusammengestellt. Spätestens, seit es CLO 2.0 gibt, müssen sie ein „Skin in the game“ zeigen, also auch selbst in ihre Struktur investieren. Damit muss es ihnen darum gehen, positive Gewinne zu erzielen.

Hinzu kommt dann unser rigider Auswahlprozess, mit dem wir die Qualität für unsere Investoren sicherstellen. Bevor wir einen CLO-Manager als möglichen Kandidaten onboarden, durchläuft er bei uns einen kritischen Abgleich mit einem umfangreichen Kriteriensatz. Wir durchleuchten im Zuge dessen auch die Portfolio-Performance. Hinzu kommt bei jedem einzelnen CLO eine eingehende Prüfung der mehrere Hundert Seiten umfassenden Prospekte. Hier achten wir genau auf Aufbau und Struktur. Grundsätzlich unterziehen wir von den Fondsmanagern gemachte Aussagen einer Due-Diligence-Prüfung. Auch das ist ein wichtiger Teil des aktiven Managements unserer CLO-Portfolios, mit dem wir Mehrwert für Investoren schaffen.

ANLEIHEN IM FOKUS

Die Chancen bei Anleihen sind aktuell äußerst vielfältig.

Wir sehen das Potenzial auf höhere Renditen und neue Ertragsmöglichkeiten, sowie zusätzliche Diversifikationsmöglichkeiten.

Langfristiger Anlageerfolg hängt von einer ausgewogenen Mischung ab. Dynamische Lösungen in allen Märkten – von traditionellen bis zu alternativen Anlageformen.

Ausführlichere Informationen finden Sie auf gsam.com/fokus-auf-anleihen



Wichtige Informationen

Die hier vertretenen Meinungen dienen zu Informationszwecken und stellen keine Empfehlung von Goldman Sachs Asset Management dar, bestimmte Wertpapiere zu kaufen, zu verkaufen oder zu halten. Sie gelten nur ab Datum dieses Dokuments. Sie können sich ändern und sind nicht als Anlageberatung aufzufassen.

NUR ZUM GEBRAUCH DURCH INSTITUTIONELLE INVESTOREN ODER FINANZINTERMEDIÄRE – NICHT ZUR VERWENDUNG DURCH UND/ODER WEITERGABE AN DIE BREITE ÖFFENTLICHKEIT.

Diese Marketingmitteilung wird von Goldman Sachs Asset Management B.V. verbreitet, auch über seine Niederlassungen („GSAM BV“). GSAM BV ist von der niederländischen Behörde für Finanzmärkte (Autoriteit Financiële Markten, Vijzelgracht 50, 1017 HS Amsterdam, Niederlande) als alternativer Investmentfondsmanager („AIFM“) sowie als Manager von Organismen für gemeinsame Anlagen in übertragbare Wertpapiere („OGAW“) zugelassen und reguliert. Im Rahmen seiner Lizenz als AIFM ist der Manager berechtigt, die Anlagendienstleistungen (i) des Empfangs und der Übertragung von Aufträgen in Finanzinstrumenten, (ii) des Portfoliomanagements und (iii) der Anlageberatung zu erbringen. Unter seiner Lizenz als Manager von OGAW ist der Manager berechtigt, die Anlagendienstleistungen (i) des Portfoliomanagements und (ii) der Anlageberatung zu erbringen. Informationen zu Anlegerrechten und kollektiven Abhilfemechanismen finden Sie unter www.gsam.com/responsible-investing (Abschnitt Richtlinien und Governance). Kapital ist gefährdet. Alle Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen niederländischem Recht.

Anlagen in Anleihen unterliegen spezifischen Risiken, mit denen die Anlageklasse generell verbunden ist, darunter Kredit-, Liquiditäts-, Zins- und Prolongationsrisiken sowie das Risiko einer vorzeitigen Tilgung. Die Anleihekurse bewegen sich entgegengesetzt zu den Zinssätzen. Diversifikation schützt Anleger nicht vor Marktrisiken oder garantiert eine positive Rendite.

DIESES DOKUMENT STELLT KEIN ANGEBOT UND AUCH KEINE AUFFORDERUNG ZUR ANGEBOTSGABE IN LÄNDERN ODER AN PERSONEN DAR, IN DENEN BEZIEHUNGSWEISE DENEN GEGENÜBER ES UNZULÄSSIG ODER UNGESETZLICH WÄRE, EIN SOLCHES ANGEBOT ABZUGEBEN, BEZIEHUNGSWEISE EINE SOLCHE AUFFORDERUNG ZU ÄÜßERN.

Vertraulichkeit Die Unterlage oder Teile des Dokuments dürfen nicht ohne schriftliche Genehmigung durch Goldman Sachs Asset Management kopiert oder in jedweder Form in Umlauf gebracht werden, ausgenommen Angestellte oder autorisierte Personen des Empfängers.



Konstantin Leidman, CFA
Rentenportfoliomanager
Wellington Management

Bietet das neue Wirtschaftsumfeld Chancen für High-Yield-Anlagen?

Als aktiver High-Yield-Investor bin ich von den Anlagechancen begeistert, die das neue makroökonomische Umfeld mit seiner stärkeren Zyklizität und Streuung über Regionen, Sektoren und Vermögenswerte hinweg bietet. Gleichzeitig ist meiner Meinung nach Vorsicht geboten, da das Umfeld weiter unsicher ist und die Volatilität wahrscheinlich anhalten wird. Ich bin jedoch der Meinung, dass die derzeitigen laufenden Renditen den Anlegern ein recht gutes Polster bieten. Außerdem eröffnet die zunehmende Differenzierung zwischen Sektoren und Regionen am High-Yield-Markt meines Erachtens allmählich attraktive Möglichkeiten für Bottom-Up-orientierte Anleger, wobei Europa auf regionaler Ebene derzeit heraussticht.

Umfeld-Analyse und Chancen-Identifikation

Die Zentralbanken scheinen den Kampf gegen die Inflation zu gewinnen, auch wenn derzeit noch unklar ist, ob dies auf eine restriktive Geldpolitik oder auf das Nachlassen von Angebotschocks und die Tatsache, dass die Verbraucher allmählich ihre Ersparnisse aufgebraucht haben, zurückzuführen ist. Die Märkte haben mit einer deutlichen Einengung der Spreads reagiert, was aber etwas verfrüht sein könnte. Normalerweise sollte sich in dieser Phase des Konjunkturzyklus die vergleichsweise geringere Kaufkraft der Verbraucher in einer Verlangsamung der Investitionsausgaben niederschlagen. Ausgabenprogramme der öffentlichen Hand könnten das tatsächliche Bild jedoch verzerren. Betrachtet man die wichtigsten High-Yield-Märkte als Ganzes, so ist Europa meiner Ansicht nach derzeit besser positioniert als die USA, da sich die Verbraucher hier in einer robusteren Finanzlage befinden und die Region noch nicht von den Vorteilen einer expansiveren Fiskalpolitik profitiert hat. Zwar halte ich eine leichte globale Rezession nach wie

vor für recht wahrscheinlich, doch scheint sich das Gleichgewicht zunehmend zugunsten einer sanften Landung zu verschieben, auch wenn einige europäische Volkswirtschaften, insbesondere Deutschland, derzeit noch anfällig für eine Wachstumsverlangsamung sind.

Die höheren Zinsen haben sich zwar bisher nur begrenzt auf die Unternehmensgewinne ausgewirkt, aber ich rechne in den kommenden Quartalen mit einer weiteren Verschlechterung, während sich die Konjunktur abschwächt. Auch wenn eine ganze Reihe von Fälligkeiten bevorsteht, glaube ich nicht, dass höhere Zinskosten allein eine Welle von Zahlungsausfällen auslösen werden. Stattdessen gehe ich davon aus, dass sinkende Gewinne der Hauptgrund für schwächere Fundamentaldaten von Unternehmen sein werden. Dies deutet darauf hin, dass die Fundamentalanalyse und die Titelauswahl noch wichtiger werden, um Unternehmen mit stabilen bis sich verbessernden Kreditprofilen zu identifizieren.

Obwohl die Ausfallraten gestiegen sind, erwarte ich keinen vollständigen Ausfallzyklus. Stattdessen gehe ich davon aus, dass sich die Ausfälle in der Nähe des historischen Durchschnitts bewegen werden, den wir auf vier bis fünf Prozent schätzen, da der Markt für High-Yield-Anleihen im Vergleich zu früheren Zyklen eine höhere Qualität aufweist. Berücksichtigt man die Unterschiede in der Zusammensetzung der Märkte in den USA und Europa, zum Beispiel in Bezug auf Ratings und Sektoren, so ergibt sich ein klarer relativer Vorteil für Europa, insbesondere in Verbindung mit den bereits erwähnten positiven makroökonomischen Faktoren. Dementsprechend sehe ich kurzfristig eine Reihe attraktiver Möglichkeiten, das Risiko in Europa zu erhöhen.

Auf Sektorebene beobachte ich nicht den gleichen Aufbau von Fremdkapital wie in anderen spätzyklischen Phasen in der Vergangenheit. Ich glaube, dass dies zum Teil auf die solide Ausgangsbasis der Unternehmensbilanzen zurückzuführen ist, aber auch darauf, dass viele der risikoreicheren Transaktionen außerhalb des High-Yield-Marktes und stattdessen am Private-Credit-Markt stattfanden. Dieser Trend, dass Unternehmen mit hohem Fremdkapitalanteil der Zugang zum Markt für High-Yield-Anleihen verwehrt bleibt und sie sich anderweitig finanzieren müssen, ist meines Erachtens ein entscheidender Faktor dafür, dass – wie die Abbildung zeigt – die Private-Credit-Märkte so viel schneller wuchsen als ihre öffentlichen Pendanten. Auf der Grundlage von Daten von Bloomberg/ICE und der Bank of America zeigen unsere Analysen, dass die 7-jährige Wachstumsrate des Private-Credit-Marktes bei etwa 99 Prozent liegt, während sie für den High-Yield-Markt nur 13 Prozent beträgt.

Schutz von Portfolios in volatilen Zeiten

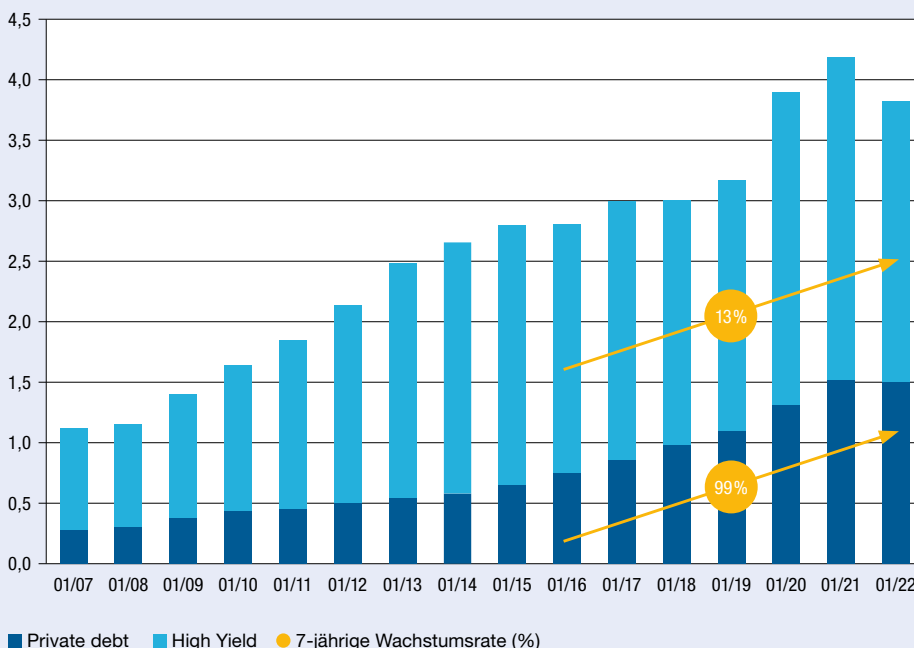
In einem derart unsicheren Umfeld ist es aus meiner Sicht umso wichtiger, Unternehmen mit nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen zu priorisieren und Sektoren mit einem erwarteten Angebotsüberhang zu meiden. Bei diesen dauerhaften Wettbewerbsvorteilen kann es sich beispielsweise um einen schwer nachzubildenden Kostenvorteil oder um hochwertige immaterielle Vermögenswerte wie eine Marke oder ein Patent handeln. Unternehmen, die keinen solchen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil haben, meide ich in der Regel, da ich bei ihnen eine langfristige Outperformance für unwahrscheinlich halte. Zum Beispiel habe ich eine negative Meinung über einen der führenden Streaming-Anbieter in den USA, vor allem weil sein

Wettbewerbsvorteil nicht so leicht zu verteidigen ist. Trotz der sehr niedrigen Verschuldung war das Unternehmen nicht in der Lage, stabile Free Cashflows zu erwirtschaften. Umgekehrt gefällt mir ein europäischer Telekommunikationsanbieter aufgrund seiner effizienten Größe und der Fähigkeit, kontinuierlich Free Cashflows zu generieren, sehr gut. Das Unternehmen sieht sich nur wenig Wettbewerb ausgesetzt, und die Kunden haben nur begrenzte Möglichkeiten, zu einem anderen Anbieter zu wechseln, während potenzielle neue Marktteilnehmer mit hohen Hürden für den Markteintritt konfrontiert sind.

Ich ergänze dieses Rahmenkonzept durch ein breites Spektrum weiterer Perspektiven – mit besonderem Schwerpunkt auf Kapitalzyklen. Konkret versuche ich, Sektoren oder Regionen zu meiden, in denen die freien Kapazitäten steigen. Aus meiner Sicht werden diese Bereiche höhere Defaults aufweisen, wenn der Zyklus in seine nächste Phase tritt. Beispielsweise betrachtet unser Team den Automobil- und den Versorgungssektor mit Vorsicht, da wir ein zunehmendes Angebot an Elektrofahrzeugen und Erneuerbaren Energien beobachten. Der europäische Immobiliensektor könnte hingegen interessante Chancen bieten, da wir eine zunehmende Divergenz beim Zugang zu Refinanzierungen zwischen den Unternehmen sehen.

Ich bin mir darüber im Klaren, dass der Konjunkturausblick mit zahlreichen Risiken behaftet und auf kurze Sicht mit weiterer Volatilität zu rechnen ist. Gleichzeitig sehe ich vor allem in Europa aber auch Chancen, insbesondere für Anleger, die bereit sind, den erforderlichen Analyseaufwand zu betreiben und sich zum richtigen Zeitpunkt in Marktsegmente zu wagen, die vorübergehend in Ungnade gefallen sind.

Wachstum von Private-Credit-Titeln und börsengehandelten Anleihen (in Bio. USD)



Quelle: Wellington Management ICE Data Indices, LLC („ICEDATA“), mit Genehmigung verwendet. ICE DATA, seine verbundenen Unternehmen und deren jeweilige Drittanbieter lehnen jegliche ausdrückliche und/oder stillschweigende Gewährleistung und Zusage ab, einschliesslich jeglicher Gewährleistung der Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck oder eine bestimmte Nutzung, einschliesslich der Indizes, Indexdaten und jeglicher Daten, die in den Indizes enthalten, mit ihnen verbunden oder von ihnen abgeleitet sind. Weder ICE DATA noch seine verbundenen Unternehmen oder deren jeweilige Drittanbieter können für Schäden oder Haftungsansprüche in Bezug auf die Angemessenheit, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Indizes oder Indexdaten oder deren Bestandteile haftbar gemacht werden. Die Indizes und Indexdaten sowie deren Bestandteile werden daher ohne Mangelgewähr zur Verfügung gestellt und deren Nutzung erfolgt auf eigenes Risiko. ICE DATA, seine verbundenen Unternehmen und deren jeweilige Drittanbieter sponsern, unterstützen oder empfehlen weder die Wellington Management Company LLP noch eines ihrer Produkte oder Dienstleistungen. Pitchbook Data, inc. die Daten wurden nicht von Pitchbook-Analysten überprüft. Bank of America Chartbook- alle Daten per Dezember 2022. Die historische Index- oder Drittanbieterperformance sagt keine zukünftigen Erträge voraus.



Interview mit **Tobias Ripka**
Investment Director, Wellington Management

„Die neue Ära mag beängstigend wirken, bietet aber auch viel Potenzial“

Warum sprechen Sie von einer neuen Investment-Ära?

Wir kehren zu einer Welt mit sehr viel häufigeren und kürzeren Zyklen und mit strukturell höherer und volatilerer Inflation zurück. Wir denken, dass die Entwicklung in den nächsten zehn Jahren ähnlich aussehen wird. Vor allem sehen wir dafür zwei Gründe: *Deglobalisierung* aufgrund von geopolitischen Rivalitäten, Besorgnis über die Fragilität von Lieferketten und der zunehmenden physischen Auswirkungen des Klimawandels. Zweitens die *Rolle von Fiskalpolitik und der Zentralbanken*, da die Regierungen die wachsende Einkommensungleichheit bekämpfen wollen und Zentralbanken ihre eigentliche Funktion der Inflationssteuerung vernachlässigen.

Beide Entwicklungen deuten darauf hin, dass die Inflation Bestand haben wird. Die Inflation ist dann nicht nur strukturell höher, sondern könnte auch volatil sein als in der jüngeren Vergangenheit.

Was heißt das jetzt für Anleger?

Dieses neue Paradigma hat vor allem Auswirkungen auf die Preise von und die Korrelation zwischen Vermögenswerten. Da die Zyklen immer kürzer und volatil werden, dürfte insbesondere die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen schwanken, wodurch die Zuverlässigkeit von Anleihen als Absicherungsinstrument in der Asset-Allokation abnimmt.

Diese neue Ära mag beängstigend wirken, da traditionelle Investmentprozesse überholt wären. Aber es bietet sich auch erhebliches Potenzial für Anleger.

Vor dem Hintergrund aggressiver Zinssteigerungen der Zentralbanken, einer Mini-Bankenkrise, eskalierender geopolitischer Spannungen und einer hartnäckig erhöhten Inflation lieferten die Rentenmärkte im Jahr 2023 mit der Erholung zum Jahresende robuste Erträge und profitierten von der hohen laufenden Verzinsung und Spread-Einengungen. Da die Zentralbanken auf eine lockere Geldpolitik umschwenken dürften und die laufenden Renditen nach wie vor hoch sind, bieten die Rentenmärkte unseres Erachtens attraktive Anlagechancen.

Welche Anlagechancen bieten sich hier nach ihrer Meinung im Rentenmarkt?

Das neue Paradigma spricht weiter für attraktive Renditen bei Unternehmensanleihen und ein gutes Umfeld für aktives Management. Die Opportunitäten zeigen sich damit über ein breites Spektrum: Investment Grade, High Yield und Short Duration.

Obwohl die Rentenmärkte Ende 2023 bereits eine starke Erholung zeigten, erwarten wir weiter attraktive Renditen mit dem hohen Zinsniveau und weiterem Potenzial für Wertsteigerungen, wenn die Zentralbanken zu einer expansiven Geldpolitik übergehen. Unter-

nehmensanleihen im Investment Grade können zudem Schutz in einem Abwärtsszenario bieten, falls sich die Wirtschaft stärker als erwartet verlangsamt und die Zinswende damit beschleunigt würde. Mit Short-Duration-Portfolios kann man hingegen von den hohen Zinsen am kurzen Ende der Zinskurve profitieren und zudem die Volatilität reduzieren.

Unsere Ausfallerwartungen liegen aktuell deutlich unter früheren Rezessionspitzen, und der Euro-High-Yield-Markt besitzt zudem im Vergleich zu den USA eine höhere Qualität und attraktivere Bewertungen. Damit haben wir einen attraktiven Einstiegspunkt für Kunden, die höhere Renditen wollen.

Das aktuelle Umfeld ist zudem attraktiv, um sich die hohen laufenden Renditen längerfristig zu sichern. Strategische Portfolios mit Buy-and-Maintain-Ansätzen eignen sich dafür besonders gut. Zudem gibt es beim Aufbau dieser strategischen Portfolios viele Möglichkeiten, kundenindividuelle Ziele und Vorgaben aufzugreifen – von individuellen ESG- oder Klima-Vorgaben bis hin zu regulatorischen oder buchhalterischen Themen. Die Umsetzung erfolgt dann mit Blick auf ein konkretes Renditeziel oder einer Ausrichtung an dem jeweiligen Verpflichtungsprofil. Mit Private Placements haben wir eine weitere, spezielle Umsetzungsoption mit privatem Charakter, die einen zusätzlichen Spread-Vorteil gegenüber den öffentlichen Märkten bietet. Zudem wird mit Blick auf die erwartete höhere Unsicherheit und Volatilität Diversifikation noch wichtiger.

Total-Return-Rentenstrategien mit weniger Benchmark-Orientierung sind gut positioniert, um so ein Umfeld zu meistern. Eine dynamische Rotation über ein breit gefächertes Anlageuniversum hat das Potenzial für höhere Erträge bei moderater Volatilität. Des Weiteren können Schwellenländer-Bonds sowohl Rendite-treiber als auch echter Diversifikator für die strategische Rentenallokation sein – insbesondere aus der Euro-Perspektive.

Die zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind diejenigen des Autors bzw. der Autorin zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Materials aktuell und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Andere Teams können andere Ansichten vertreten. Zukunftsgerichtete Aussagen sind nicht als Garantien oder Vorhersagen zukünftiger Ereignisse zu verstehen. Von externen Anbietern stammende Daten werden zwar als verlässlich erachtet, doch gibt es keine Garantie für ihre Richtigkeit. Nur für professionelle Anleger. Dies ist eine Marketingkommunikation.

Jeden Montag und Mittwoch **NEWSFLASH** Alles was wichtig ist für institutionelle Investoren



Newsletter kostenlos abonnieren

portfolio
institutionell



Jochen Hägele
Wirtschafts- und Finanzjournalist
portfolio institutionell

Grüne Anleihen: Hoffen auf den Wachstumsschub

Die Neuemissionen von Green Bonds sind nach starken Wachstumsjahren ins Stocken geraten. Aus Sicht der Emittenten sind die Zinsvorteile zuletzt gesunken, und auch die potenziellen Investoren sind durch die teils schwammigen Vorschriften verunsichert. Hier soll der Green Bond Standard der EU, der zum Jahresende in Kraft tritt, mehr Klarheit bringen.

Seit die Europäische Investitionsbank 2007 die erste grüne Anleihe weltweit auflegte, ist der Markt für Green Bonds und ESG-Anleihen dynamisch gewachsen. Inzwischen haben grüne Anleihen mit ihrer doppelten Zielsetzung von Rendite und Wirkung einen festen Platz in zahlreichen institutionellen Portfolios. So setzt etwa die Hannover Rück Green Bonds vor allem in der Direktanlage ein, erklärt Investmentchef Gerald Segler. Doch zuletzt kam das Wachstum des Marktes ins Stocken: Das Gesamtvolumen an neuen ESG-Anleihen – von denen grüne Anleihen bei weitem den größten Anteil ausmachen – sank 2023 auf rund 950 Milliarden Dollar. Auch der relative Anteil nachhaltiger Anleihen am globalen Anleihemarkt gab damit erstmals seit Jahren nach und liegt nun bei 1,8 Prozent – vergleichbar etwa mit dem Anteil von High-Yield-Anleihen.

Vor allem im Unternehmenssektor und ganz besonders in den USA – wo sich Emittenten auch Reputations- und regulatorischen Unsicherheiten gegenübersehen – gingen die Emissionen zurück. Florian Späte, Anleihen-Analyst bei Generali Asset Management, verweist auch darauf, dass der Boom bei ESG-Anleihen nach der Pandemie und den großen Förderprogrammen abgeebbt ist. Zudem litten grüne Projekte gerade im Bereich der Erneuerbaren Energien zuletzt unter den hohen Zinsen, Kosten und Lieferkettenproblemen.

Auf Emittentenseite dürfte auch das stark gesunkene „Greenium“ eine Rolle gespielt haben, vermutet Späte. Diese grüne Renditeprämie sorgt dafür, dass die Green Bonds in der Regel niedriger rentieren als konventionelle Anleihen desselben Emittenten. Damit bieten sie dem Schuldner eine günstigere Finanzierung. Wie deutlich diese Prämie zuletzt sank, zeigt etwa der Vergleich grüner Bundesanleihen mit ihren konventionellen Zwillingspapieren (Grafik). Die Austauschbarkeit grüner und nicht-grüner Bundesanleihen verhindert, dass der Kurs grüner Bunds unter den Kurs der konventionellen Titel rutscht. Steigt das Greenium, dann entwickelt sich die grüne Anleihe auf Grund der stärkeren Kursentwicklung besser als die konventionelle und umgekehrt. Zuletzt schmolz die Prämie aber fast auf null – nicht nur bei Bundesanleihen.

Grüne Prämie ist deutlich geschrumpft

Während geringere Zinskosten die Emission für Schuldner attraktiv machen, haben Investoren eine andere Perspektive: Sie erzielen potenziell eine leicht geringere Rendite zur Fälligkeit und sind im Default-Fall nicht besser gestellt als alle anderen Gläubiger. Allerdings finanzieren sie ein definiertes nachhaltiges Ziel: „Die klare Verbindung zwischen Investition und Wirkung ist ein großer Pluspunkt dieser Anleihen“, sagt Mathias Neidert, Leiter des Anleihen-Research-Teams bei Bfinance. Denn als Use-of-Proceeds-Bonds müssen Emittenten die aufgenommenen Mittel zu einem dezidiert umweltbezogenen Zweck verwenden. Doch die Standards sind teils noch im Entstehen: „Derzeit gibt es keine rechtliche oder regulatorische Standardisierung für grüne Anleihen“, so Neidert. Die Folge: Emittenten müssen selbst klassifizieren. Oft nutzen sie dazu eine externe Überprüfung, die allerdings je nach Anbieter in

Umfang und Methodik variiert. Mehr als 70 Firmen bieten entsprechende Services an. „Selbst mit diesem Heer von Bewertern bleibt ein erheblicher Spielraum für Greenwashing“, so Neidert. Zudem gebe es kaum Sanktionen etwa in Form von Strafzinsen, wenn die Vorgaben verfehlt werden.

Glaubwürdigkeit entscheidet über Zinsvorteil

Bei der Einstufung orientierten sich Emittenten und Prüfer meist an den freiwilligen Empfehlungen, etwa den Green Bond Principles der International Capital Market Association (ICMA) oder den Climate Bonds Standard der Climate Bonds Initiative (CBI). Im Jahr 2021 orientierten sich rund 98 Prozent der weltweiten Emissionen an der ICMA, die unter anderem eine Offenlegung über die Erlösverwendung, ein kommuniziertes Verfahren für Projektbewertung, -auswahl und Risikomanagement fordern. Die strengere und auf das Pariser Abkommen abzielende CBI-Zertifizierung wird seltener genutzt. Dieses Nebeneinander macht den Markt schwer durchschaubar.

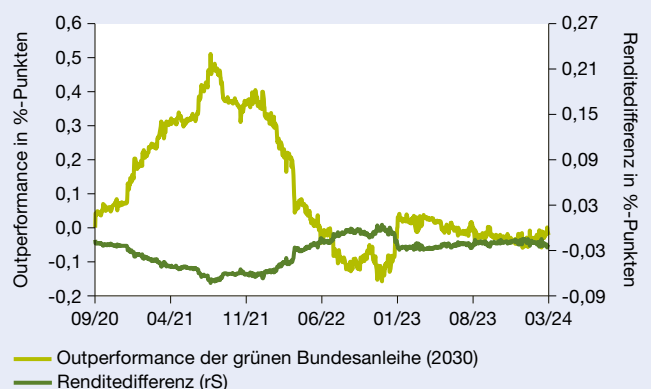
Neuen Schwung und mehr Klarheit erhoffen sich Investoren daher vom Green Bond Standard der EU (EUGBS), der im Herbst 2023 verabschiedet wurde und Ende 2024 in Kraft tritt. Er stellt einheitliche Anforderungen an grüne Anleihen und stellt sicher, dass sie bestimmte Umweltziele erfüllen und fortlaufend berichten. Dies wird nach Meinung von Florian Späte Anreize schaffen und die Emission grüner Anleihen erleichtern, für mehr Transparenz und Harmonisierung sorgen und letztlich die Glaubwürdigkeit auf dem Markt steigern. „Der EUGBS könnten der Goldstandard werden für Emittenten, die eine starke Ausrichtung auf ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten signalisieren wollen“, sagt auch Bfinance-Analyst Neidert. Davon würden die Emittenten profitieren: Denn für die grüne Prämie ist die Glaubwürdigkeit der einzelnen Anleihe entscheidend. Dilyara Salakhova, Volkswirtin bei der Banque de France, sagt: „Es hat sich gezeigt, dass das Greenium insbesondere mit der Glaubwürdigkeit einer Anleihe als legitime grüne Investition verbunden ist.“ Anleihen rentieren also niedriger, wenn ihnen eine breit anerkannte Verifizierung zu Grunde liegt oder sie von Unternehmen mit klarem Nachhaltigkeitsfokus und Zielen ausgegeben werden.

Auch die Bedeutung des Emittenten und dessen ESG-Rating sind entscheidend: Denn nach wie vor finanzierten manche Emittenten über Green Bonds einzelne klimarelevante Projekte, änderten aber sonst nichts oder nur sehr wenig am eigenen Geschäftsmodell. Hier sei die Greenwashing-Gefahr besonders groß. Andererseits tragen nicht alle nachhaltigen Anleihen ein grünes Siegel: Von den expliziten grünen Anleihen unterscheidet etwa Mathias Neidert die nicht explizit als „grün“ klassifizierten Bonds von Unternehmen, die sich in der Transition befinden oder deren Geschäftsmodelle sich auf nachhaltige Produkte oder Dienstleistungen beziehen. Die Climate Bonds

Initiative gab in einer Erhebung für das Jahr 2020 weltweit fast eine Billion Dollar an Anleihen solch „klimafreundlicher“ Emittenten an. Ob diese Anleihen in einer Anlagestrategie Aufnahme finden, hängt in Publikumsfonds von den Definitionen und Verfahren der Vermögensverwalter ab, erklärt Consultant Neidert. Bfinance zählt inzwischen mehr als 80 Angebote mit explizitem Fokus auf grüne, soziale und nachhaltige Anleihen, darunter seien durchaus attraktive Strategien. Eine genaue Prüfung sei essenziell. „Die Zusammenarbeit mit dem richtigen Investmentmanager ist in diesem Sektor entscheidend“, so Neidert. Denn Anleger sehen sich seiner Einschätzung nach vorerst weiter mit regulatorischen Unklarheiten, der geringeren Transparenz und Greenwashing-Risiken konfrontiert.

Nicht nur die EUGBS könnten für neuen Schwung am Markt sorgen: Profitieren würden die Anleihen auch davon, wenn sich die grüne Prämie wieder aufbaut. Bessere Kriterien, Glaubwürdigkeit und Nachfrage nach nachhaltigen Lösungen könnten ebenfalls dazu beitragen: „Da der regulatorische Druck zunimmt und die Nachfrage nach Transformationsinvestitionen steigt, könnten grüne Bonds mit längeren Laufzeiten bald ebenfalls zu niedrigeren Renditen gehandelt werden und ihre konventionellen Pendant outperformen“, so Marcio Costa, Portfoliomanager bei Bantleon. Die Folge: „Der grüne Status wirkt wie eine kostenlose Call-Option auf die potenzielle Outperformance grüner Staatsanleihen gegenüber ihren konventionellen Pendant“, erklärt Costa. Für aktive Ansätze sieht er daher insgesamt Potenzial für die Wertentwicklung grüner Anleihen, auch wenn diese tendenziell auf geringerem Niveau rentieren. Manche Kritiker argumentieren zwar, gerade die Käufe am Sekundärmarkt hätten keine Nachhaltigkeitswirkung. Dazu hat Hannover-Rück-CIO Segler eine klare Meinung: „Wir halten eine Primär- und Sekundärmarkt-Differenzierung für inhaltlich nicht sinnvoll.“ Letztlich komme es darauf an, dass nachhaltige Projekte finanziert werden: „Wenn es keinen Sekundärmarkt gäbe, könnte das für den Primärmarkt zur Folge haben, dass er sich verteuert oder unattraktiv wird.“ So gesehen bleibt das Investment in Green Bonds auch über Buy-and-Hold hinaus eine gute Sache.

Ach du grüne Neune: Die Prämie ist weg



Zeitenwende für Zinsträger

wird Ihnen überreicht durch portfolio institutionell mit freundlicher Unterstützung von:

Goldman Sachs Asset Management

Goldman Sachs Bank Europe SE
Marienturm
Taubusanlage 9–10
D-60329 Frankfurt am Main

Lupus alpha

Lupus alpha Asset Management AG
Speicherstraße 49-51
D-60327 Frankfurt am Main
T: +49 (0)69 36 50 58-70 00
E: info@lupusalpha.de

Kontakt

Dr. Markus Zuber, Partner, CSO, Mitglied Executive Committee
E: markus.zuber@lupusalpha.de

**WELLINGTON
MANAGEMENT®**

Wellington Management Europe GmbH
Bockenheimer Landstraße 43–47
D-60325 Frankfurt am Main
T: +49 (0)69 67 77 61-500

Margot Mittler, CFA
Head of Northern Europe Client Group
E: MMittler@wellington.com

Gino George, CFA
Business Development Manager
E: GGeorge@wellington.com

Herausgeber:

portfolio Verlagsgesellschaft mbH
Kleine Hochstraße 9–11
D-60313 Frankfurt am Main

Kontakt:

Oneeba Sammi
T: +49 (0)69 8570 8152
o.sammi@portfolio-verlag.com

Druck:

Silber Druck oHG
Otto-Hahn-Straße 25
34253 Lohfelden

Autoren:

Norbert Adam, Jochen Hägele, Kay Haigh,
Konstantin Leidman CFA, Niels Raabe, Whitney Watson

Bildnachweis:

Titel, Seite 19: Stockphoto

© Copyright: portfolio Verlagsgesellschaft mbH. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger, schriftlicher Genehmigung des Verlages. Den Artikeln, Empfehlungen und Grafiken liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag allerdings nicht übernehmen.

Rechtliche Hinweise:

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Wir empfehlen Ihnen vor Erwerb ein eingehendes Beratungsgespräch mit Ihrem Anlageberater. Alle Angaben und Einschätzungen sind indikativ und können sich jederzeit ändern. Bei dieser Information handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse nach aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, sondern um eine Werbemitteilung, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt und nicht einem Verbot des Handels vor Veröffentlichung von Finanzanalysen unterliegt.

NEXT

Weitere Themen für 2024:

ESG

Emerging Markets

Real Estate

ALM

bAV

Factor Investing

Alternatives

Multi Asset

Um ein Thema und einen Erscheinungstermin zu vereinbaren,
kontaktieren Sie Frau Oneeba Sammi: o.sammi@portfolio-verlag.com

portfolio
institutionell

portfolio
institutionell