

Wissen entscheidet.

Highlights

*aus dem Asset Management –
Märkte & Meinungen*

04

AUSGABE 09/23

Helaba *Invest*

Inhalt



01

Seite 4

Märkte

Weltbild	5
Renten & FX	6
Credit	7
Aktien	8
Multi Asset	9
Immobilien & Infrastruktur	10
Fazit – Assetklassen	11

02

Seite 12

Meinungen

Gestiegener Zins, inverse Zinstruktur – Warum es gerade jetzt sinnvolle Alternativen zur Geldmarktverzinsung gibt	13
Währungsmanagement – Aktives Hedging liefert Mehrwert	19
Optimierung von Infrastruktur-Portfolios durch den Einsatz von Co-Investments	22





Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer



Editorial

Liebe Investorinnen und Investoren,

während die vergangenen Quartale bei den Notenbanken ganz im Zeichen der Inflationsbekämpfung standen, dürfte der Sturm in Richtung Zinsgipfel zunehmend zu einer Gratwanderung werden. Die Kunst der Geldpolitik wird in den kommenden Monaten darin liegen, die gewollt konjunkturdämpfenden Effekte der Zinserhöhungskaskade kontrollierbar zu halten. Insofern verwundert es kaum, dass die Wachstumsaussichten für die großen Volkswirtschaften in Summe trüb bleiben. Dass damit nicht automatisch eine schwache Wertentwicklung an den Kapitalmärkten einhergehen muss, zeigt ein simpler Blick auf die bisherige Performancebilanz 2023: So hat ein klassisches 20/80-Portfolio, welches zu 20% aus europäischen Aktien und zu 80% aus europäischen Rententiteln besteht, bis dato rund 3,5% verdient. Wer risikoreicher allozierte, konnte eine noch höhere Rendite erzielen. Mit einer reinen Geldmarktanlage konnten seit Jahresbeginn lediglich gut 2% vereinnahmt werden. Das zeigt, dass nicht „Cash“ sondern „Carry“ im aktuellen Marktumfeld „King“ ist.

Getreu diesem Motto beschäftigen wir uns in unserer aktuellen Ausgabe zum einen mit der Frage, warum es gerade jetzt - trotz der attraktiven Geldmarktsätze - sinnvoll ist, sich strategisch zu positionieren und längerfristige Anlagen einzugehen. Zum anderen werden wir einen Ausflug in die Welt des Währungsmanagements unternehmen. Zwar locken im US-Dollarraum noch höhere Kupons und Renditen als in der Eurozone, allerdings sind hierfür entweder Wechselkursrisiken einzugehen oder aber FX-Absicherungskosten zu tragen.

Aus diesem Grund beleuchten wir, wie ein aktives FX-Hedging hier einen echten Mehrwert stiften kann. Unseren dritten Themenschwerpunkt widmen wir dem Wachstumsmarkt „Infrastrukturinvestments“ und zeigen auf, wie sich Infrastrukturportfolios durch den Einsatz von Co-Investments weiter optimieren lassen.

Otmar Emminger, Präsident der Deutschen Bundesbank Ende der 70er Jahre, prägte den Satz „Wer mit der Inflation flirtet, wird mit ihr verheiratet“. Umso beruhigender ist es festzustellen, dass nicht nur die FED sondern mittlerweile auch die EZB einen glaubhaften preispolitischen Stabilisierungskurs beschreitet. Wenngleich damit zweifelsohne Konjunkturrisiken verbunden sind, so bieten sich auch vielfältige Anlagechancen: hohe Renditen an den Bondsmärkten, interessante Unternehmen, die Preiserhöhungen durchsetzen und Margen zum Teil sogar ausbauen können sowie ein Korrelationsverhalten zwischen Assetklassen, welches sich auf Kurs in Richtung Normalisierung befindet.

In diesem Sinne wünsche Ihnen nicht nur viel Spaß beim Lesen, sondern vor allem Zuversicht und Entschlossenheit beim Nutzen der strategischen Anlagechancen, die das aktuelle Kapitalmarktumfeld bietet.

Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer





01

Märkte

Unsere Einschätzungen zu
den Kapitalmärkten





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM
Abteilungsleiter
Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX



Zwischen den Wellen der Inflation ist Geduld gefragt.

Der Konjunkturzyklus dauert länger als normal, eine Folge der Unterstützungsmaßnahmen von Staaten und Notenbanken infolge der Pandemie. Zur Bekämpfung der Inflation, die typischerweise in Wellen auftritt, werden längere Zeit höhere Leitzinsen erforderlich sein. Wir befinden uns gerade zwischen den Wellen, aber die Inflation ist noch nicht besiegt – im Kern ist sie weiterhin zu hoch. Höhere Zinssätze und eine restriktive Kreditvergabe werden die Konjunktur bremsen, das unterstützt letztendlich Anleiheinvestments. Das Timing bleibt allerdings herausfordernd.



KONJUNKTUR: Wachstumsbild bleibt mau

Nach schwachen, teils negativen Quartalen in Q4/22 und Q1/23 entwickelte sich das Wachstum in der Eurozone auch im zweiten Quartal mau, wenngleich mit 0,1% noch leicht positiv. Sorgenkind bleibt Deutschland, das weiter unter hohen Energiekosten und einer Schwäche des Welthandels leidet. In den kommenden Monaten wird die Dynamik der Konjunktur nicht wesentlich zulegen. Dazu sind die Stimmungsindikatoren bei Industrie und Verbrauchern zu schlecht. Die konjunkturellen Abwärtsrisiken bleiben somit bestehen und haben sich angesichts der Daten aus China (u.a. Deflationstendenzen) und der restriktiveren Geldpolitik, dies- und jenseits des Atlantiks, noch vergrößert. Positiv hervorzuheben ist die robuste U.S. Wirtschaft, die zuletzt von den vergleichsweise niedrigen Energiekosten, dem Technologie-Boom und der expansiveren Haushaltspolitik profitiert hat. Im Jahresschnitt erwarten wir für den Euroraum ein Wachstum von 0,7%, Deutschland wird wohl die schwarze Null nicht ganz erreichen. Die USA wachsen in diesem Jahr mit knapp 2% noch sehr auskömmlich, allerdings erwarten wir auch dort nach vorne heraus schwächere Konjunkturdaten.



INFLATION: Kernraten sind weiterhin hoch

Die Inflationsrate fällt derzeit so stark wie zuletzt nach der großen Finanzkrise, was v.a. auf das Abklingen früherer angebotsseitiger Schocks zurückzuführen ist. Im Jahresverlauf ging der Preisauftrieb im Euroraum deutlich von 9,2% auf 5,3% zurück. Auch in den USA sank die Inflationsrate um über 2,8% auf mittlerweile 3,7%. Sinkende Energie- und Rohstoffpreise waren ursächlich für den Rückgang. Die Disinflation ist also in vollem Gange, jedoch bleibt die Kerninflation in den Industrieländern hartnäckig hoch. Mittlerweile liegen die Kernraten sowohl in der Eurozone als auch in den USA über der Gesamtinflation (inkl. Energie und Nahrungsmittel). In den kommenden Monaten dürfte der Rückgang etwas weniger ausgeprägt ausfallen, die Basiseffekte laufen aus. Wir prognostizieren im Jahr 2023 im Schnitt eine Teuerungsrate von ca. 5,5% für die Eurozone, in den USA ca. 4,3%. Letztere wurde von uns aufgrund der überraschend positiven U.S. Konjunkturdaten angehoben.



NOTENBANKEN: Leitzins-Peak wohl nahezu erreicht

Nach der zehnten Zinsanhebung in Folge glaubten viele Marktteilnehmer (uns eingeschlossen), dass die Fed aufgrund ihrer Guidance („Data dependency“) ihren Zinsgipfel erreicht hätte. Aufgrund robuster Konjunkturdaten, einem extrem starken Arbeitsmarkt und der hartnäckigen Kerninflation wurde aber noch ein weiterer Zinsschritt Richtung 5,5% (oberes Band) nachgeliefert. Das von der US-Notenbank beschlossene Tagesgeldzielband von 5,25% – 5,5% sollte den Leitzinsgipfel darstellen. Die EZB hat im September ihre zehnte und damit vorerst letzte Zinsanhebung in Folge beschlossen und scheint nun erst einmal abzuwarten. Ungeachtet dessen ist die Inflation, gemessen am Notenbankziel, weiterhin zu hoch. Die Gefahr für weitere Schritte ist somit noch nicht gebannt.



KAPITALMÄRKTE: Gutes Jahr dürfte einen Dämpfer erhalten

Die schlechte Stimmung und verhaltene Positionierung zu Jahresbeginn sowie ein disinflationäres Umfeld waren die Hauptgründe für die beeindruckende Performance der europäischen Aktienmärkte, die im Wesentlichen im ersten Quartal vereinnahmt wurde. Seitdem sucht der Markt nach Orientierung. Im letzten Quartal 2023 und auch mit Blick auf 2024 dürften Rezessionssorgen und straffere finanzielle Bedingungen zu einer angespannten Liquidität führen. Deshalb würden wir hier erst nach (deutlicheren) Marktkorrekturen Einstiegschancen sehen.

Im Fixed Income-Markt existieren bei der weiterhin hartnäckigen Kerninflation in Verbindung mit einem sehr robusten Arbeitsmarkt kurzfristig Aufwärtsrisiken hinsichtlich der Renditeentwicklung. Nichtsdestotrotz erwarten wir bei den zinstragenden Anlageklassen nach vorne heraus eine positive Entwicklung, v.a. wegen der hohen Carry, der weiterhin existenten Konjunktursorgen, dem bevorstehenden Zinsgipfel der Notenbanken und wieder besserer Korrelationseigenschaften. Wir erachten besonders kurze Rentenpapiere, die einen erträglichen Renditepuffer bei geringem Risiko bieten, weiterhin als sehr attraktiv. Langlaufende Papiere werden interessanter, je wahrscheinlicher das Rezessionsszenario am Kapitalmarkt eingepreist wird.

Im Multi Asset-Kontext sehen wir in der Beurteilung der relativen Attraktivität der Assetklassen zins- und spread-tragende Wertpapiere vor Aktien. ■





Michael Merz
Gruppenleiter und Senior Fondsmanager
Asset Management RentenFX

Bundesanleihen / Zinskurve: Zinsgipfel in Sichtweite?

Seit dem vergangenen Quartal ist die Bundrendite unter Schwankungen von 2,40% auf ca. 2,65% angestiegen und verharrt bisher beständig unter dem Jahreshoch von 2,75% im März 2023. Der Anstieg erfolgt aber ohne eine ausgeprägte Trendstärke und der Markt schwankte zwischen Wachstums- und Inflations Sorgen. Für die Notenbank ist dies ein Dilemma. Die Inflation entwickelt sich rückläufig, aber die Kerninflation erweist sich als äußerst zäh. Dementsprechend hat die EZB die Zinsen im September erneut erhöht und sorgt weiter für Gegenwind an den Rentenmärkten. Auch wenn wir bereits seit längerem mit einem Rückgang der Renditen Richtung 2% rechnen, sind wir weiterhin überzeugt, dass dies mit Verzögerung noch eintritt. Zum einen glauben wir, dass die EZB den Leitzins nun nicht mehr weiter erhöht und dass das sich abschwächende Konjunkturmilieu in Europa - und insbesondere in Deutschland - sichere Rentenanlagen begünstigen dürfte. Zum anderen erwarten wir, dass sich Bundesanleihen im Fall von größeren konjunkturbedingten Rückschlägen bei riskanteren Anlagen als der gewohnt sichere Hafen erweisen sollte. Die Zinskurve (10-2 Jahre) hat sich in den letzten Monaten etwas normalisiert und die Rekordstände bei der Inversion wohl hinter sich gelassen. Kurzfristig ist nicht auszuschließen, dass es Rückschläge geben und die Zinskurve nochmals etwas inverser wird. Auslöser dafür könnte ein längeres als von den Marktteilnehmern erwartetes Zinsplateau der EZB sein. Längerfristig halten wir den „Curve Steepener“ aber weiterhin für sehr attraktiv. Historisch betrachtet waren inverse Zinskurven nie von langer Dauer und selten (siehe Abbildung). Versüßt wird das Halten der Position durch eine positive „Carry“.

Staaten Euroland: In Summe zu teuer, Relative Ideen gefragt

Europäische Staatsanleihen verzeichnen im Jahresverlauf bisher eine gute Performance, die insbesondere auch von den südlichen Staaten der europäischen Peripherie geprägt war. Aufmerksamen Lesern unserer Publikation ist dabei nicht entgangen, dass wir unsere Übergewichtung für Italien auf neutral zurückgenommen und zuletzt von stärkeren Neuengagements abgeraten haben.

Zinskurve BRD 10-2 Jahre



Quelle: Bloomberg; Stand: 01. September 2023

In den vergangenen Wochen ist der Rückgang aber zum Erliegen gekommen und die Spreads - insbesondere für italienische Staatsanleihen - beginnen langsam zu steigen. Für Neuengagements vs. Bundesanleihen halten wir es weiterhin für zu früh und können uns vorstellen, dass die bevorstehende Kommunikation der EZB zum weiteren Umgang mit dem Ankaufprogramm PEPP europäische Staatsanleihen belasten dürfte. Zudem könnten ein negatives Wachstumsumfeld oder politische Störfeuer negative Impulse liefern. Derzeit bevorzugen wir Relative Value-Positionen und empfehlen, beispielsweise 10-jährige Spanien- vs. Portugal-Anleihen überzugewichten, bei der wir c.p. eine positive Renditedifferenz von ca. 0,3% vereinnahmen können.

Covered Bonds: Die Dauerbrenner-Assetklasse

Im Renten-Anlageuniversum bleiben Covered Bonds der Favorit. Insbesondere den vorderen Bereich der Kurve erachten wir weiterhin als besonders attraktiv. Covered Bonds weisen nicht nur attraktive Risikoprämien gegenüber Bundesanleihen und Swap-Sätzen auf, sondern stellen auch eine aussichtsreiche Anlagealternative zu europäischen Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen mit guten bis sehr guten Bonitäten dar. Haupttreiber der Performance bleibt unverändert die hohe „Carry“, welche auch einen starken Puffer gegenüber steigenden Renditen bietet und somit insbesondere risikoaversen Kunden mit einem absoluten Ertragsziel eine rentierliche Anlagealternative liefert. Mittelfristig erwarten wir darüber hinaus noch einen weiteren Rückgang der Risikoprämien. Dieser fußt auf der Erwartung, dass sich mit dem Erreichen des Zinsgipfels auch die Bund-/Swap-Spreads noch weiter zurückbilden sollten.

EUR/USD: Der USD bleibt teuer, aber für Shorts (noch) zu früh

Nach wie vor bleibt die Zinsdifferenz ein wichtiger Treiber des USD. Zudem sprechen die im Vergleich zu Europa besseren konjunkturellen Aussichten weiterhin für den „Greenback“. Mögliche Verwerfungen an den internationalen Kapitalmärkten aufgrund von Konjunktursorgen und damit einhergehender zunehmender Risikoaversion dürfte den USD zusätzlich stützen. Mittelfristig könnten EUR/USD-Niveaus nahe der Parität aber einen aussichtsreichen Einstiegszeitpunkt in eine EUR Long-Position ermöglichen. ■





Thorsten Lang, CCrA
Abteilungsleiter
Asset Management Credit

Spreadprodukte im Jahr 2023 performancestark

Für Anleger von Spreadprodukten bleibt 2023 ein erfreuliches Jahr. In allen Teilssegmenten sind zum Ende des Sommers positive Renditen zu verzeichnen, wobei weiterhin der überwiegende Teil des Ertrags aus der Credit-Komponente stammt. Dementsprechend erzielten die Teilssegmente mit den höchsten Creditspreads auch die höchsten Renditen, wie ein Blick auf die Returns von High Yield- und Emerging Markets-Anleihen verdeutlicht.

Segment	Gesamtertrag (%)	Credit Return (%)	Spreadveränderung (bp)
Investment Grade Corporates (EUR)	3,23	1,95	-0,12
High Yield (EUR)	6,04	4,86	-0,45
High Yield (Global)	5,71	4,48	-0,68
EM Staatsanleihen (USD)	4,48	4,02	-0,31
EM Corporates (USD)	4,19	2,91	-0,16

Quelle: ICE BofA; Stand: 31.08.2023

An beiden Teilmärkten kam es im zweiten Quartal zu einer deutlichen Spreadeinengung von bis zu 1%. Während wir in High Yield-Portfolios aus Vorsichtsgründen nur neutral positioniert waren, profitierten wir in EM Debt-Mandaten von unserer offensiven Ausrichtung, die wir im April aufgesetzt hatten.

Corporates IG long, Emerging Markets und High Yield neutral

Auch im weiteren Jahresverlauf werden Spread-Assetklassen vom Spannungsfeld aus mäßigem Konjunkturausblick, Inflation und der resultierenden Geldpolitik bestimmt werden. Der Konjunkturausblick bereitet uns für Investment Grade (IG)-Unternehmen aktuell nur wenig Sorgen.

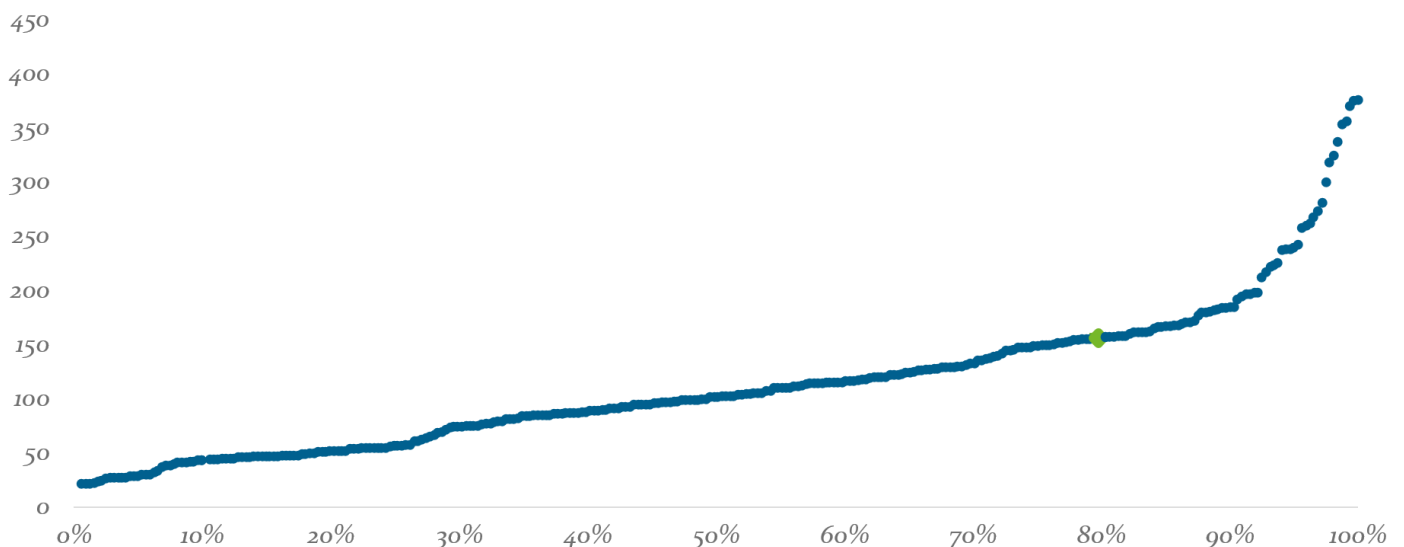
IG-Unternehmen sind gut finanziert, berichten überwiegend positiv und konnten teilweise ihre Margen in den letzten Quartalen sogar ausweiten. Gleichzeitig befinden sich Risikoprämien noch auf relativ hohen Niveaus. Ordnet man monatliche Index-Spreads nicht nach der Zeit, sondern nach der Größe, zeigt sich, dass der aktuelle Spread von etwa 155 Basispunkten (bp) etwa auf dem 77sten Perzentil liegt (siehe Abbildung). Damit sind die konjunkturellen Risiken für diesen Teilmarkt aus unserer Sicht gut kompensiert. Wir bleiben daher bei unserer Empfehlung, im Euro IG Corporates-Segment offensiv positioniert zu sein.

Unsere „Long“-Empfehlung für Emerging Markets haben wir dagegen zurückgenommen und stellen uns hier derzeit neutral auf. Zum einen ist die Bewertung nach der Spreadrallye im zweiten Quartal weniger attraktiv. Zweitens hat der Faktor „China“ für Emerging Marktes größere Relevanz und die aktuelle Lage ist derzeit diffus. Und zu guter Letzt sind am aktuellen Rand vor allem in Afrika politische Spannungen aufgekommen, so dass das Chance-/Risikoverhältnis in Summe nicht für eine klare Positionierung in die eine oder andere Richtung spricht.

Auf High Yield-Anleihen bleiben wir weiterhin bei unserer neutralen Einschätzung. Hier gelten die Argumente nach wie vor unverändert: Konjunkturelle Abschwächung und höhere Finanzierungskosten können einzelne Emittenten in Schwierigkeiten bringen und an irgendeinem Punkt das Sentiment nachhaltig eintrüben. Dass es so kommt, sehen wir keineswegs als sicher an. Aber das Spreadniveau reicht uns derzeit nicht, um offensiver in der Positionierung zu werden. ■

Government OAS Euro IG Corporates

in bp



Quelle: ICE BofA, eigene Berechnung; Stand: 31. August 2023





Ralph Karels
Abteilungsleiter
Asset Management Aktien

Positiver Gewinntrend intakt, Inflationsentwicklung entscheidend

Die europäischen Aktienmärkte laufen seit zwei Quartalen in einem schmalen Korridor seitwärts, während die U.S.-amerikanischen Märkte auf dem Rücken der Trendthemen „AI“ und „Tech“ nochmal deutlich zulegen konnten. Aktien spielt dabei weiterhin in die Karten, dass wir aus einer Hochinflationphase kommend aktuell rückläufige Teuerungsraten sehen - eine historisch sehr gute Konstellation für Aktien. Allerdings sehen die Marktteilnehmer weiterhin als eines der größten Tail-Risiken einen Rebound der Inflation und damit verbunden (a) mögliche weitere Zinserhöhungsschritte der Zentralbanken auf einem Falkenkurs und (b) eine historisch schwache Konstellation für Aktien. Da die Unternehmensgewinne bzw. das Momentum des prognostizierten Gewinnwachstums weiterhin intakt ist und die restriktive Geldpolitik der Notenbanken bisher keinen nachhaltig negativen Impact auf die Unternehmen hatte, wird eine mögliche Rezession frühestens 2024 erwartet. Zusätzlich stützend wirkt die generelle Robustheit der Märkte: Kleinere Rücksetzer werden sofort als Einstiegsgeschichte identifiziert, da viele Marktteilnehmer den starken Jahresauftakt mangels Risikokapitals aufgrund der Draw-downs 2022 verpasst haben und noch untergewichtet bzw. zumindest noch nicht übergewichtet sind. Gleichzeitig haben die rückläufigen Inflationszahlen auch den positiven Nebeneffekt, dass die Korrelation zwischen Aktien und Renten sich wieder dem Niveau von vor 2021 nähert.

Performancetreiber U.S. Mega Caps

Die Basis der starken Performance des U.S.-Marktes sind in diesem Jahr weiter die sogenannten Mega Caps, also große Technologie- bzw. Wachstumstitel, angetrieben durch den „AI“-Boom. Hinzu kommt, dass die Marktkonzentration weiter sehr hoch ist, wengleich sie am aktuellen Rand etwas zurückgekommen ist. In Q1 und Q2 2023 waren die Top 10-Performer des MSCI ACWI

Index für 53% der Gesamtpformance des Index verantwortlich, im Juli immerhin noch für 45%. Außerdem macht die Summe der Marktkapitalisierung der Top 10-Mega Caps bereits insgesamt 18% der Marktkapitalisierung des Index aus. Das ist der höchste Wert seit der Tech Bubble 1998. Spannend wird es auch, wenn man die Outperformer in den einzelnen Branchen näher betrachtet: Während 2023 nur ca. ein Drittel aller Aktien den MSCI ACWI Index outperformen konnten, liegt die Trefferquote mit bis zu zwei Drittel in Trend-Branchen, wie „Blockchain“, „Tech“, „Robotics“ oder „Space Exploration“ deutlich höher. Selektion zahlt sich also weiterhin aus. Die Bewertung für diese Titel ist, gemessen am KGV, allerdings sehr hoch: Eine NVIDIA ist 2023 beispielsweise bereits um ca. 200% im Kurs gestiegen.

Globaler Rebound der Investmentstile?

Die überragende Performance der U.S. Mega Caps sorgte auf Jahressicht bis dato auch für eine Entkopplung der Faktorperformance in den USA und Europa. Während in den USA im wesentlichen nur Growth performte (Ausnahme: Low Risk und Momentum neutral), konnten in Europa sowohl Dividenden, Value als auch Low Risk überzeugen, während Growth underperformte. Hierbei handelt es sich genau um die defensiv ausgerichteten, risikoärmeren Investmentstile, die speziell in den USA auch weiterhin attraktiv bewertet sind (siehe Abbildung) und Performancepotenzial bieten. Obwohl die hohe und rückläufige Inflation erstmal weiter ein freundliches Marktumfeld für Aktien suggeriert, empfiehlt sich für risikoaverse Anleger, die vor dem richtigen Timing zurückschrecken, eine Allokation in genau diese risikoarmen Substantitel mit Qualität, um gegen einen möglicherweise stürmischen Herbst an den Märkten gewappnet zu sein. Perspektivische Chancen bietet auch die Small Cap-Risikoprämie, allerdings historisch erst ca. 12 Monate nach einer Rezession mit deutlicher Outperformance gegenüber Large Caps. ■

Faktorbewertung



Quelle: MSCI, eigene Berechnungen; Stand: August 2023

*Basierend auf dem Durchschnitt der standardisierten Bewertungsgrößen P/E, P/B und Dividendenrendite





Dr. Christian Schwarz
Abteilungsleiter
Asset Management Multi Asset & Overlay

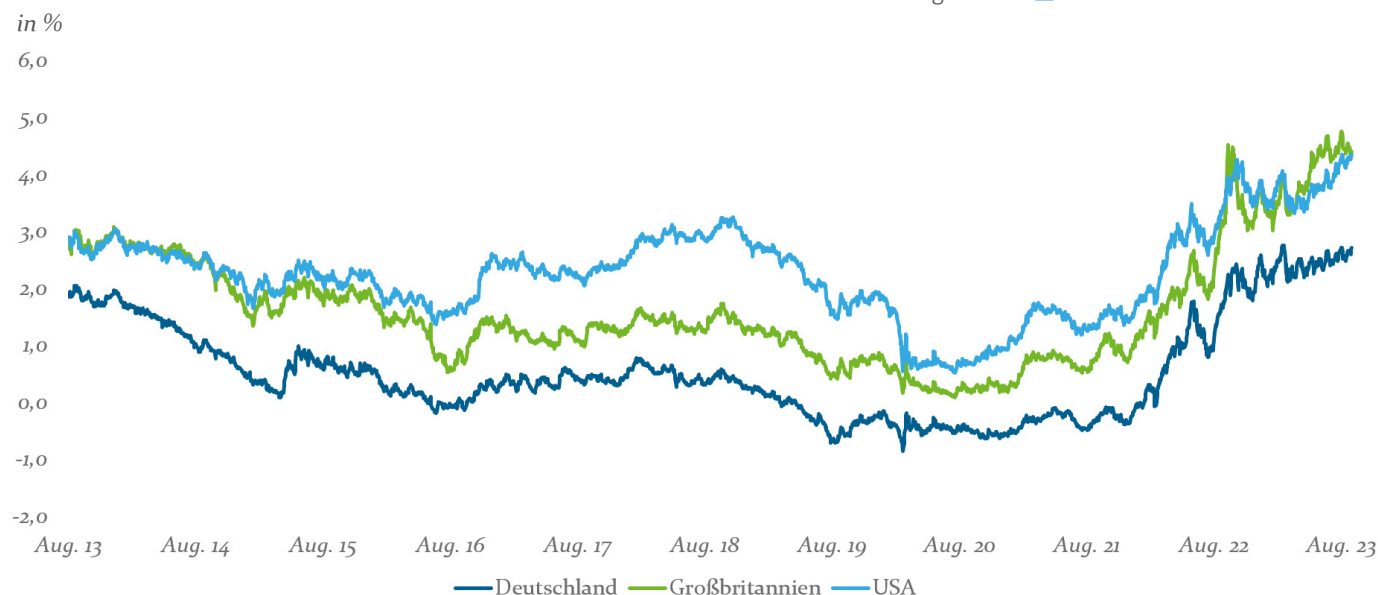
Warten auf das Zinsplateau

In den zurückliegenden Monaten zeigten sich die Kapitalmärkte in Summe wenig verändert. Zwischenzeitlich konnten Aktien, getrieben durch viel Euphorie um das Thema „AI“, zwar deutlich zulegen, verbuchten danach allerdings wieder Rückgänge. Es hält sich weiterhin ein fragiles Gleichgewicht zwischen Sorgen um die Konjunktur, getrieben durch die sehr schnellen und ausgeprägten Zinserhöhungen der FED und EZB, und positiven Nachrichten, wie z.B. den weiter sehr robusten Arbeitsmärkten. In diesem Umfeld haben sich die Zinsen an den meisten Märkten leicht nach oben bewegt, während sich die Aktien seitwärts bzw. leicht positiv entwickelt haben. Waren zu Beginn des Jahres noch viele Investoren sehr vorsichtig positioniert, wurde diese Position im Laufe des Jahres deutlich reduziert, auch wenn wir in Summe weiterhin von einer leicht defensiven Positionierung am Markt ausgehen. Die weiteren Entwicklungen bei Zinsen und Inflation bleiben auch im Multi Asset-Kontext das beherrschende Thema, denn die Ausrichtung der Zinsduration, Kurvenpositionierung und letztendlich des Risikogrades hängen maßgeblich von der Bewertung dieser (erwarteten) Größen ab.

Balanceakt

Im aktuellen Umfeld hängt vieles in der Schwebe. Es ist bis jetzt nicht eindeutig, ob die Notenbanken den Kampf gegen die Inflation gewonnen haben und mittelfristig mit Zinssenkungen beginnen können oder ob wir ein zweites Aufbäumen der Inflation erleben werden. Ohne Frage stehen viele dunkle Wolken, insbesondere in Europa, am Horizont und gerade aus der Industrie kommen wenig erbauliche Nachrichten (z.B. Auftragseingänge oder Baugenehmigungen). Gleichzeitig zeigen sich die Unternehmen und Konsumenten vielerorts resistenter als erwartet. Auch in unser Portfoliostruktur spiegelt sich dieses temporäre Gleichgewicht wider. In Summe sind Portfolios aus Risikosicht daher derzeit neutral ausgerichtet. Im Vergleich zum letzten Quartal haben wir den Risiko-grad durch eine Anhebung der Aktienquote und der Allokation in Investmentgrade-Unternehmensanleihen leicht erhöht.

10-jährige Zinssätze im Vergleich



Quelle: Bloomberg; Stand: September 2023

Chancen und Risiken bis Jahresende

Chancen bieten aus unserer Sicht eine (stärker) rückläufige Inflation sowie eine robuste wirtschaftliche Entwicklung. Dieses Szenario, oft als „no landing“ zusammengefasst, wird in einigen Marktbe-
reichen bereits eingepreist (z.B. in Teilen des Technologiesektors). Risiken bestehen aus unserer Sicht in überraschend steigenden Inflationsszahlen bei einer sich abschwächenden Wirtschaft, die auf zum Teil bereits sportliche Bewertungen treffen könnte. In diesem Zusammenhang können Risiken auch in einer eher konzentrierten „Marktstruktur“, wie z.B. ausgeprägten Consensus-Trades liegen (z.B. wegen noch vorhandenen Beta Short-Positionen).

Was bei der Positionierung wichtig wird

Mit Blick auf die Positionierung legen wir in diesem Umfeld im Multi Asset-Portfolio einen Schwerpunkt auf relative Positionen, beispielsweise sehen wir relative Zinsentwicklungen und entsprechende Positionierungen (z.B. UK/U.S. vs. Eurozone) als attraktiv an (siehe Abbildung). Daher haben wir auf Sicht der nächsten Monate eine Präferenz für marktneutrale, relative Positionen. Eine globale Ausrichtung, insbesondere im Zins- und Rentenbereich, ist mit Blick auf die erwartete zeitliche Staffelung der globalen geldpolitischen Entscheidungen eine wichtige Maßnahme zur Diversifikation des Portfolios. Wir sehen zudem mit Blick auf das Jahr 2024 eine höhere Zinssensitivität als durchaus attraktiv an. Auch hier könnten Zinsräume außerhalb des Euro Raums attraktiver sein, gerade im Hinblick auf die divergierenden Wachstumsperspektiven in den Währungsräumen - ein weiterer Vorteil für international ausgerichtete Mandate.

Am Ende bleibt bei Überquerung von Plateau und Grat Vorsicht geboten

Als Fazit lässt sich festhalten, dass sich der Markt aktuell in einem wackligen Balanceakt befindet. Die nächsten Monate werden zeigen, in welche Richtung sich die Weltwirtschaft und damit der Kapitalmarkt bewegen wird. In diesem Umfeld zeigt sich in unseren Augen die Qualität eines aktiven Managers mit stabilen Prozessen und langjähriger Erfahrung sowie einem Fokus auf Risikomanagement. ■





Axel Drwenski
Head of Research
Transactions & Strategy – Real Assets

Die Krise der US-amerikanischen Büromärkte ist keine Blaupause für uns

Büroimmobilien haben es derzeit nicht leicht. Die Wahrnehmung als Anlageform vor dem Hintergrund des Homeoffice hat sich merklich eingetrübt und besonders die Auswirkungen auf den US-amerikanischen Büromarkt sähen Zweifel am Sinn einer Investition. Homeoffice ist nichts neues, doch fanden sich Anfang 2020 von heute auf morgen Millionen von Bürobeschäftigten mit ihrem Rechner daheim an ihrem Küchentisch wieder. Die Büroflächen blieben verwaist zurück. Die Geschwindigkeit, mit der Beschäftigte nach Aufhebung der Beschränkungen ins Büro zurückkehrten, verlief allerdings sehr unterschiedlich: Während beispielsweise in Shanghai, Seoul oder Singapur die Büros nahezu genauso gut ausgelastet sind wie vor der Pandemie, liegt die Belegung in New York und Washington bei weniger als der Hälfte. Dies hat Auswirkungen auf die Büronutzung, der Leerstand in den USA ging von 2019 bis heute um fast 9%-Punkte nach oben (siehe Abbildung). In Europa (+2%) und Asien (+3%) fällt er zwar deutlich geringer aus, es wird aber in Gesprächen immer wieder die Vermutung geäußert, dass der rapide Anstieg des Leerstandes in den USA eine Blaupause für Europa und Asien sei.

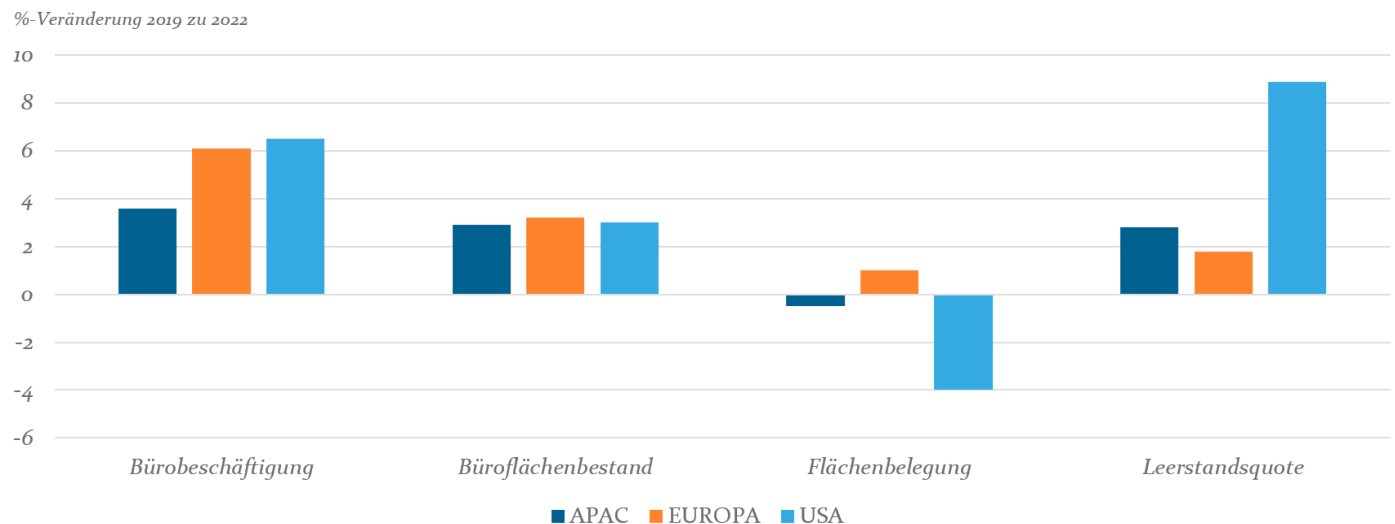
Nicht nur das Homeoffice, sondern auch der Wohnmarkt sorgt für leere Büros

Es lohnt, sich tiefer mit den Ursachen, die zu der Entwicklung in den USA führten, zu beschäftigen, um zu sehen, dass sie sich nicht als Vorlage für andere Länder eignet. Ein gewichtiger Grund ist nicht im Büro-, sondern im Wohnimmobilienmarkt zu finden. Bereits vor Corona waren die Preise und Mieten in den großen Städten der USA so hoch, dass Normalverdiener kaum noch in der Lage waren, eine bezahlbare Bleibe zu finden. Dank der Möglichkeit, von zuhause aus zu arbeiten, gewannen weiter entfernte Orte mit günstigeren Preisen oder Mieten an Attraktivität. Große Städte, wie z.B. Los Angeles oder New York, verzeichneten von 2019 bis 2022 einen Bevölkerungsrückgang, während ländliche Countys in den großen Agglomerationen und günstigere größere Städte einen Bevölkerungszuzug erlebten¹. Bereits vor Corona hatten die US-Amerikaner mit durchschnittlich 79 Minuten² einen spürbar längeren Arbeitsweg als z.B. Deutsche

¹ So sank zwischen 2019 und 2022 beispielsweise in Los Angeles die Anzahl der 25- bis 34-jährigen um 9%. In San Jose waren es -5% und in New York -4% weniger Einwohner in dieser jungen Bevölkerungsgruppe. Quelle: Oxford Economics, 2023.

² Statista, 2017

Parameter der Büroimmobilienbewertung im weltweiten Regionenvergleich



Quelle: PMA und Helaba Research; Stand: August 2023

(60 Minuten) oder Japaner (39 Minuten). Es ist deshalb kein Wunder, dass in den USA die Bereitschaft, in die jetzt noch weiter entfernten Downtown-Büros zurückzukehren, geringer ist als in anderen Ländern.

Zum starken Anstieg des Leerstandes in den USA kommt hinzu, dass ein Pfeiler der Büroflächennachfrage wankt: Die U.S.-Techunternehmen, welche vor Corona einen Anteil von 35% am Vermietungsmarkt hatten (Europa ca. 15%), entlassen im großen Stil. Der Jobmotor der Techbranche stottert und nach rund 100.000 Entlassungen im Vorjahr waren es im laufenden Jahr weitere 170.000. Damit fällt eine wichtige Stütze der Büroflächennachfrage weg, die in Europa und Asien nie dieselbe Dominanz hatte wie in den USA.

Büromärkte sind komplex, eine fundierte Analyse für Investmentstrategie vonnöten

Machen wir uns nichts vor: Auch in Europa und in vielen asiatischen Städten füllen sich die Büros nicht mehr so wie 2019 und die Scheu vor Investitionen in den Büromarkt ist nicht unbegründet. Aber die Fundamentaldaten sind besser als in vorherigen Krisen. Büroflächen werden weiterhin von Unternehmen gesucht, wenn auch weniger Vermietungen registriert werden als vor 2020. Aber ist das nicht vollkommen normal, wenn die Wirtschaft nicht mehr rund läuft? Allerdings darf man die globalen Märkte auch hier nicht über einen Kamm scheren: In Europa beispielsweise ist derzeit in den zentralen Lagen der Flächenumsatz robust und der Leerstand niedrig, während in den dezentralen Lagen der Umsatz schwach ist und die Leerstände höher sind. In den USA hingegen ist es genau umgekehrt und die Bürostandorte außerhalb des Zentrums schlagen sich deutlich besser als das Zentrum selbst. Eine gute Lage in Europa ist offensichtlich etwas anderes als eine gute Lage in den USA. Dies gilt es, in einer Investmentstrategie zu berücksichtigen.

Büromärkte, ihre Strukturen und ihre Dynamiken sind komplex. Es ist wichtig, sich mit den Details zu beschäftigen und sich von einer oberflächlichen und schlagzeilenträchtigen Betrachtung zu lösen. Besonders die laufenden Struktur- und Marktveränderungen eröffnen für strategisch handelnde Investoren interessante Opportunitäten. ■





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM
 Abteilungsleiter
 Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

Bundesanleihen und Covered Bonds attraktiv

Für 10-jährige Bundesanleihen bleiben wir strategisch übergewichtet, da sich die großen Notenbanken so langsam dem Zinsgipfel nähern und das maue europäische Konjunkturbild dafür spricht, dass Inflationsrisiken perspektivisch weiter abnehmen sollten. Die deutsche Zinskurve (10y – 2y), die sich in den letzten Wochen von den Tiefstständen lösen konnte, erachten wir weiterhin als sehr gute Investitionschance („Curve Steepener“). Im EUR-Staatenbereich (inkl. Italien) allokierten wir neutral gegenüber Bunds. Covered Bonds, insbesondere im kurzen Laufzeitbereich, präferieren wir im Rentenuniversum weiterhin aufgrund eines überdurchschnittlichen Total Return-Potenzials bei insgesamt hervorragender Bonität.

IG-Segment relativ am interessantesten

Im Credit-Segment halten wir eine Long-Position im Corporates IG-Bereich weiterhin aufrecht, im EM-Segment (Staaten und Unternehmen) haben wir nach einer ordentlichen Spreadeingang Gewinne mitgenommen und sind angesichts der gestiegenen Risiken (u.a. China) neutral aufgestellt. Selbiges gilt für HY-Anleihen. Für den Rest des Jahres möchten wir aufgrund der Carry nicht untergewichtet sein, auch wenn es mit Blick auf schwelende Risiken nochmal zu Spreadausweitungen kommen kann.

Aktien mit Korrekturpotenzial

Die starke Performance bei den Aktienmärkten seit Jahresanfang sowie die zu erwartenden Konjunktur- und Liquiditätsprobleme im weiteren Jahresverlauf sind der Hauptgrund, warum wir bei den Aktienmärkten strategisch nach wie vor nur neutral allokiere-

ren. Für die noch vorhandenen Risiken scheint uns der Markt zu weit gelaufen zu sein. Im weiteren Jahresverlauf ist eine defensivere Ausrichtung bei Sektoren und Stilen angemessen.

Multi Asset bevorzugt zinstragende Anlageklassen

Im Multi Asset-Kontext sehen wir die zinstragenden Anlageklassen Renten und Credit im Vorteil, wobei kurze Laufzeiten noch bevorzugt werden. Bei Aktien stellen wir uns neutral. Eine Internationalisierung des Portfolios wird zunehmend wichtiger. Marktneutrale, relative Strategien werden bevorzugt. Der Euro bleibt im Korrekturmodus, Niveaus um Parität sind interessant für Long-Positionen vs. US-Dollar.

Infrastruktur- weiter vor Immobilieninvestments

Aufgrund der Zinsentwicklung stehen die Immobilienmärkte und im Besonderen das Segment der Büroimmobilien unter Druck. Demgegenüber stehen robuste Mieteinnahmen und eine gesunde Nachfrage insbesondere nach Logistik- und Wohnimmobilien. Infrastruktur hingegen bleibt Investors „Darling“. Die Nachfrage nach Infrastruktur ist weiterhin sehr hoch. Gründe sind u.a. das zunehmende Nachhaltigkeitsbewusstsein und der massive Investitionsbedarf zum Erhalt und Aufbau von Infrastruktur. Zudem locken im Vergleich zu Immobilien höhere Renditen.

Risiken nehmen eher zu

Die Risiken für unseren Ausblick sehen wir bei den Themen Finanzmarktstabilität (durch die restriktive Notenbankpolitik), einer schlechter werdenden Konjunktur in China sowie eine mögliche Preis-Lohn-Spirale (dauerhaft hohe Kerninflation). Wie ein Damoklesschwert hängen auch die geopolitischen Krisen (Taiwan/China oder Russland/Ukraine) über den Märkten. ■

Perspektiven der weltweiten Immobilien- und Infrastrukturmärkte

Strategisches Bild

Renten	--	-	#	+	++
Deutschland (10J Bund)					
Eurozone Staatsanleihen (Index vs. Bunds)					
Int. EUR Covered Bonds (1-10J vs. Bunds)					
U.S. Staatsanleihen (10J T-Note vs. Bunds)					
Credit	--	-	#	+	++
IG EUR (Index OAS)					
HY EUR (Index OAS)					
EM (je 50% EUR / 50% USD Index vs. Staat)					
EM Corporates (CEMBI Broad Div. OAS)					
Aktien	--	-	#	+	++
Welt (MSCI World)					
Euroland (EuroStoxx 50)					
USA (S&P 500)					
EM (MSCI EM)					
Währungen	--	-	#	+	++
EUR vs. USD					

August 2023

Zielkorridor (Jahresende)

2,55%	2,40% bis 2,60%
70 bp	65 bp - 75 bp
95 bp	55 bp - 65 bp
145 bp	135 bp - 160 bp
140 bp	120 bp - 140 bp
420 bp	400 bp - 430 bp
330 bp	320 bp - 340 bp
320 bp	310 bp - 340 bp
3.050	2.950 - 3.150
4.400	4.250 - 4.550
4.600	4.450 - 4.700
1.050	1.000 - 1.075
1,10	1,07 - 1,13

Strategisches Bild

Immobilien	--	-	#	+	++
Büro					
Logistik					
Wohnen					
Einzelhandel					

Infrastruktur

	--	-	#	+	++
Energie					
Versorgung					
Kommunikation					
Transport					

Quelle: Helaba Invest, Stand: September 2023





02

Meinungen

Sonderthemen





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM

Abteilungsleiter
Kapitalmarktresearch &
Asset Management RentenFX

Warum es gerade jetzt sinnvolle Alternativen zur Geldmarktverzinsung gibt.

Um die stark gestiegene Inflation einzudämmen, haben die Federal Reserve (Fed), die Europäische Zentralbank (EZB) und viele andere Notenbanken der Welt ihre Leitzinsen sehr deutlich angehoben. Die drastischen Zinserhöhungen haben dazu geführt, dass die Renditen der Staatsanleihen und damit sämtlicher Subassetklassen im Fixed Income-Universum rasant angestiegen sind. Viele Anleger haben als Konsequenz im Jahr 2022 hohe Verluste hinnehmen müssen, so dass die Risikobudgets sehr angespannt waren und teilweise auch immer noch sind. Am Markt hat sich bei vielen die Meinung etabliert, dass bei einem Zinsniveau von 5,5% in den USA und 4,0% in der Eurozone die risikofreie Anlage am Geldmarkt noch vorne heraus das beste Investment darstellt. Dass diese Meinung populär geworden ist, sieht man auch an den hohen Zuflüssen, die kurzfristige Anlagen im Allgemeinen und Geldmarktfonds im Speziellen in den letzten Monaten verzeichnen konnten (siehe Abbildung 1). Nach den Ereignissen rund um die Silicon Valley in den USA sowie der Credit Suisse in Europa spielte dabei, neben den attraktiven Renditen, auch die Flucht in Qualität eine bedeutende Rolle.

Doch stimmt diese Meinung noch oder ist dieser Gedanke schon wieder obsolet? Um das zu analysieren, lohnt ein Blick auf den Reifegrad des Zinserhöhungszyklus inklusive einer Einordnung des makroökonomischen Umfelds und die Form der Zinskurve.

Reifegrad des Zinserhöhungszyklus

Da die Bestimmung des Reifegrades des Zinserhöhungszyklus elementar für die weitere Performanceentwicklung der Fixed Income-Assetklasse ist, lohnt ein Blick auf den Zinsmodusverlauf der weltweiten Notenbanken (siehe dazu Abbildung 2). Mitte des Jahres 2021 haben eine Vielzahl von Notenbanken angefangen, die Inflation mit schnellen Zinserhöhungen zu bekämpfen. Den Höhepunkt erreichte die Zinserhöhungswelle dann Ende des letzten Jahres. Am aktuellen Rand erkennt man, dass nur noch vereinzelt Zinserhöhungen durchgeführt werden, und die ersten Notenbanken aus den Emerging Markets-Ländern bereits wieder Zinssenkungen anstreben, um deren Konjunktur anzuschieben.

Von daher ist es aus technischer Sicht valide zu argumentieren, dass wir uns nah am Ende des Zinserhöhungszyklus bei den entwickelten Ländern befinden, auch wenn es noch vereinzelt Zinserhöhungen bis zum Jahresende geben kann.

Aus makroökonomischer Sicht lässt sich ebenfalls ein zeitnahes Ende des Zinserhöhungszyklus ausmachen. Das Wachstumsumfeld ist weltweit, aber speziell in den Industrieländern schwach. Strukturell zeigt sich die Wachstumsschwäche speziell beim Welt-handel sowie anhand der beständig schlechten Stimmung bei Industrie und Verbrauchern. Im verarbeitenden Gewerbe sind die Aktivität und das Volumen der Auftragsbestände in Deutschland auf ein Niveau zurückgegangen, das normalerweise nur in ausgeprägten Rezessionen zu beobachten ist. Hochgehalten wird das getrübe Wachstumsbild durch den robusten Arbeitsmarkt sowie die hohe Nachfrage im Dienstleistungssektor. Darüber hinaus bereitet das Reich der Mitte große Sorgen, das u.a. mit strukturellen Problemen im Immobiliensektor, einer sehr hohen Jugend-

Zuflüsse nach Assetklasse

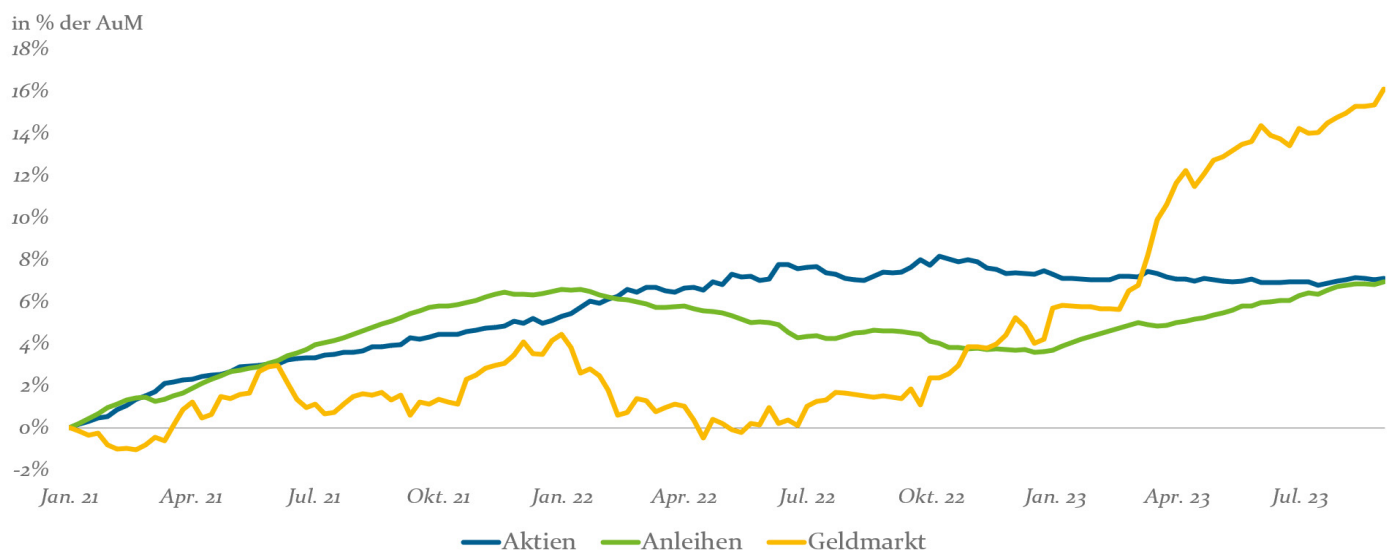


Abbildung 1: Kapitalzuflüsse in Fonds nach Assetklasse in % der Asset under Management (AuM) seit 2021; Stand: September 2023, Quelle: EPFR.



Notenbanken – Zinsmodus

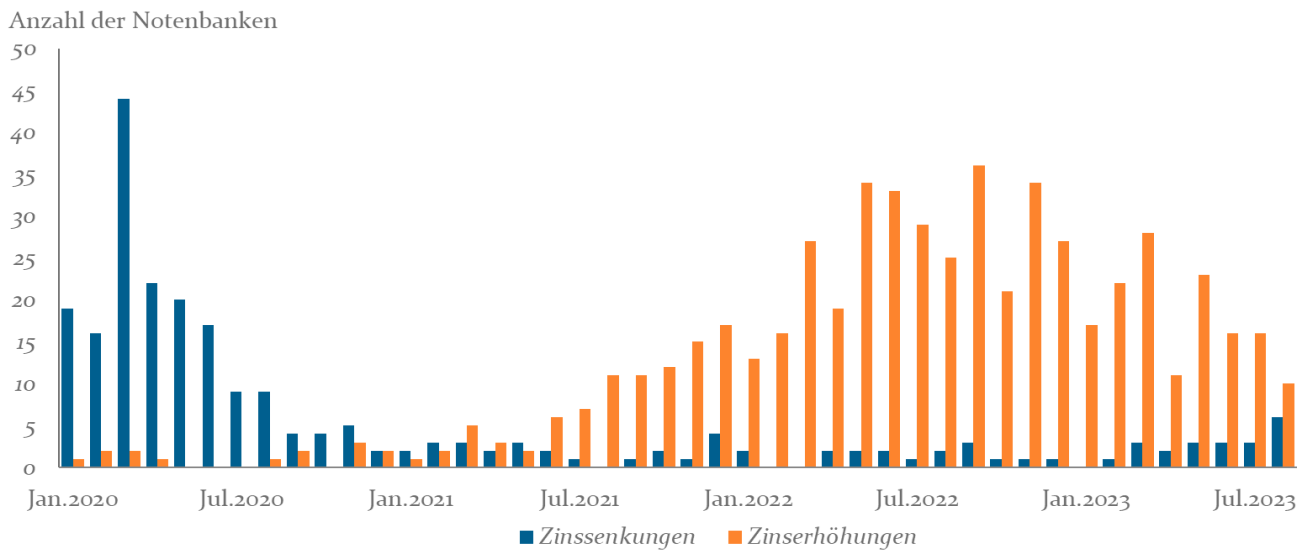


Abbildung 2: Entwicklung des Zinsmodus der Notenbanken; Stand: August 2023, Quelle: Nationale Notenbanken, Bloomberg.

arbeitslosigkeit und einer rückläufigen Weltmarktnachfrage zu kämpfen hat. Einen Hoffnungsschimmer stellen die USA dar, die trotz der noch restriktiveren Geldpolitik vor allem wegen der relativ niedrigen Energiekosten, dem Technologie-Boom und der expansiveren Haushaltspolitik („Bidenomics“)¹ im G7-Vergleich positiv herausstechen.

Was die Preisentwicklung angeht, kann man erfreulicherweise konstatieren, dass die Disinflation nach den vielen Zinserhöhungen in vollem Gange ist. Der zugrunde liegende Preisdruck bleibt in den Industrieländern jedoch hartnäckig hoch, da inländische Faktoren mittlerweile die Haupttreiber der Inflation sind. So ist es kein Zufall, dass die Kerninflation dies- und jenseits des Atlantiks mittlerweile höher ausfällt als die Gesamtinflation. Die hohe Kerninflation gekoppelt mit einem engen Arbeitsmarkt und weiterhin hohen Lohnabschlüssen (speziell im Dienstleistungssektor) gibt Anlass zur Sorge, allerdings ist das als nachlaufender Effekt eines Inflationsschubs nicht ungewöhnlich. Es dauert lediglich länger, bis die vollständige Bremswirkung der Geldpolitik in den USA und der Eurozone ankommt. Eine wesentliche Ursache für den Zeitverzug ist, dass viele Unternehmen und Haushalte das Niedrigzinsumfeld genutzt haben, um Kredite und Hypotheken mit einem festen statt einem variablen Zinssatz abzuschließen und damit ihre Verschuldung umzustrukturieren. Eine weitere Ursache sind Sonderfaktoren am Immobilien- und Arbeitsmarkt. Bei Ersterem erweisen sich die niedrigen Leerstandsquoten und geringen Neubauvolumina als stabilisierender Faktor. Bei Letzterem bleiben bei bestehendem Fachkräftemangel und niedrigen Entlassungsquoten die Erfahrungen aus der Corona-Krise prägend, so dass das Fachpersonal auch bei schlechteren Konjunkturbedingungen, ggf. über Kurzarbeit, gehalten werden soll. Nichtsdestotrotz werden bereits erste Bremsspuren am Immobilien-, Arbeits- und Kreditmarkt sichtbar. Als Fazit bleibt also im Sinne der makroökonomischen Erwartungskomponente festzuhalten,

dass es bei einer fortgesetzten Konjunkturschwäche wohl auch zu einem Anstieg der Arbeitslosenquote und dann auch zu einer Rezession kommen dürfte. Wie stark diese ausfällt und wie lange sie andauert, hängt nicht zuletzt auch davon ab, wie sehr die Notenbanken den Bogen hinsichtlich der Zinserhöhungen und der Kreditvergabebedingungen noch überspannen.

Weitere Argumente für einen Zinsgipfel in der Eurozone sind die Abmilderung der „hawkischen“ Rhetorik seit Mitte Juli sowie ein wohl letzter Zinsschritt in der Septembersitzung, der im EZB-Gremium angesichts der Datenlage umstritten war („dovisher Hike“). Bei der Fed sehen wir uns, aufgrund der US-Preisentwicklung und dem nachlassenden Tempo beim Stellenaufbau, in unserer Erwartung eines Leitzinsgipfels bei 5,50% bestärkt. Nichtsdestotrotz macht die Robustheit der Konjunkturdaten ein „high(er) for longer“ beim Leitzins realistischer, so dass erste Leitzinssenkungen – abgesehen exogenen Schocks – wohl erst im zweiten Halbjahr 2024 zu erwarten sind.

Mit dem auslaufenden Zinserhöhungszyklus dürfte auch der Aufwärtsdruck auf die langlaufenden Renditen nachlassen - sie sollten sich auf den aktuellen Niveaus einpendeln und perspektivisch eher noch einmal nach unten korrigieren, speziell wenn die konjunkturelle Lage sich zusehends verschlechtert und erste Zinssenkungen am Markt eingepreist werden. Schaut man sich die Zinserhöhungszyklen der Fed in den letzten 50 Jahren an, so existieren zwar nur wenige Phasen, die mit dieser vergleichbar sind (in Ansätzen 1974 und 1981), jedoch haben alle eines gemeinsam: Nach dem Zinsgipfel war die Performanceentwicklung von U.S. Staatsanleihen sowohl in den am ehesten vergleichbaren Zinserhöhungszyklen als auch in allen anderen Zyklen deutlich positiv (vgl. dazu Abbildung 3). Das war im Übrigen auch in der Eurozone so, allerdings sind die Datenbasis (seit 1999) und die Anzahl der Zinserhöhungszyklen statistisch weniger aussa-

¹ Siehe zum Thema „Bidenomics“ den von Jörg Bartenstein veröffentlichten Artikel, abrufbar unter: [Bidenomics - Helaba-Invest](#), Stand: 13.09.2023.



Rentenperformance vor und nach dem letzten Zinsgipfel (FED)

Index (Tag der letzten Zinserhöhung = 100)

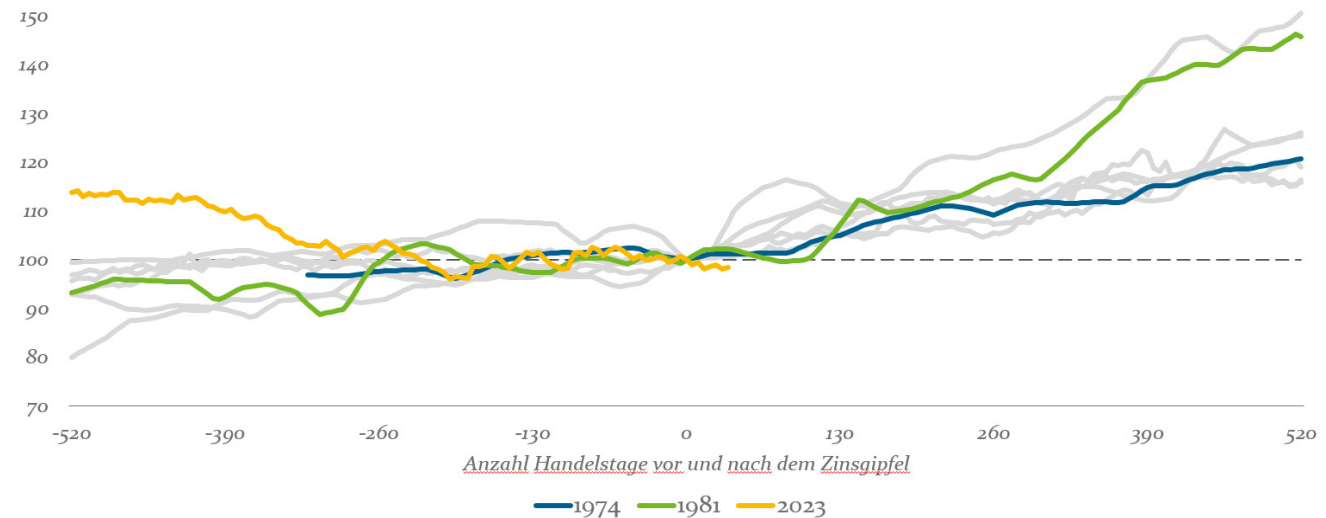


Abbildung 3: Performanceentwicklung von U.S. Staatsanleihen vor und nach dem Zinsgipfel; Stand: September 2023; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

gekräftigt. Ursächlich für diese Entwicklung waren die hohen Einstandsrenditen, aber im Mittel auch ein Rückgang der Renditen. Im Mittel waren nach einem Jahr sogar Gesamterträge von ca. 10% zu verzeichnen. Untersucht haben wir das Ganze im Übrigen auch für das gesamte U.S. Fixed Income-Universum. Die Ergebnisse von Nicht-Staatsanleihen (z.B. Covered Bonds oder Industrieanleihen) waren sogar noch vielversprechender. Hier kommt zum Tragen, dass diese Assetklassen gegenüber Staatsanleihen einen Risikoaufschlag preisen, der am Zinsgipfel zumeist höher ist als in Niedrigzinsphasen. Unabhängig davon, ob sich die historische Performanceentwicklung für diesen Zinszyklus wiederholt - Bondinvestments übertrafen nach dem Erreichen des Zinsgipfels statistisch gesehen Geldmarktengagements auf Sicht von einem Jahr!

Form der Zinskurve

Die Form der Zinskurve ist ebenfalls wichtig, um die Attraktivität von Geldmarktinvestments zu beurteilen. Aufgrund der von Notenbanken im Zuge der Inflationsbekämpfung verhängten immensen Leitzinserhöhungen handeln langlaufende U.S. Staatsanleihen mittlerweile bei ca. 4,4% und ihre europäischen Pendanten, allen voran deutsche Bundesanleihen, bei ca. 2,7% (als Referenz dient der zehnjährige Zins). Noch stärker angestiegen sind die Renditen kurzlaufender Staatsanleihen (Referenz ist hier der zweijährige Zins), da diese fast ausschließlich von den aktuellen Leitzinsen der Zentralbank und den Markterwartungen hinsichtlich deren Entwicklung in den nächsten ein bis zwei Jahren bestimmt werden. Im Ergebnis sind nun die Zinskurven in den meisten entwickelten Volkswirtschaften invers. Ein Zustand, der im Zeitverlauf eher zur Ausnahme gehört. Er fällt normalerweise mit einer sich verlangsamenden Wirtschaft zusammen.

USA – Kurve

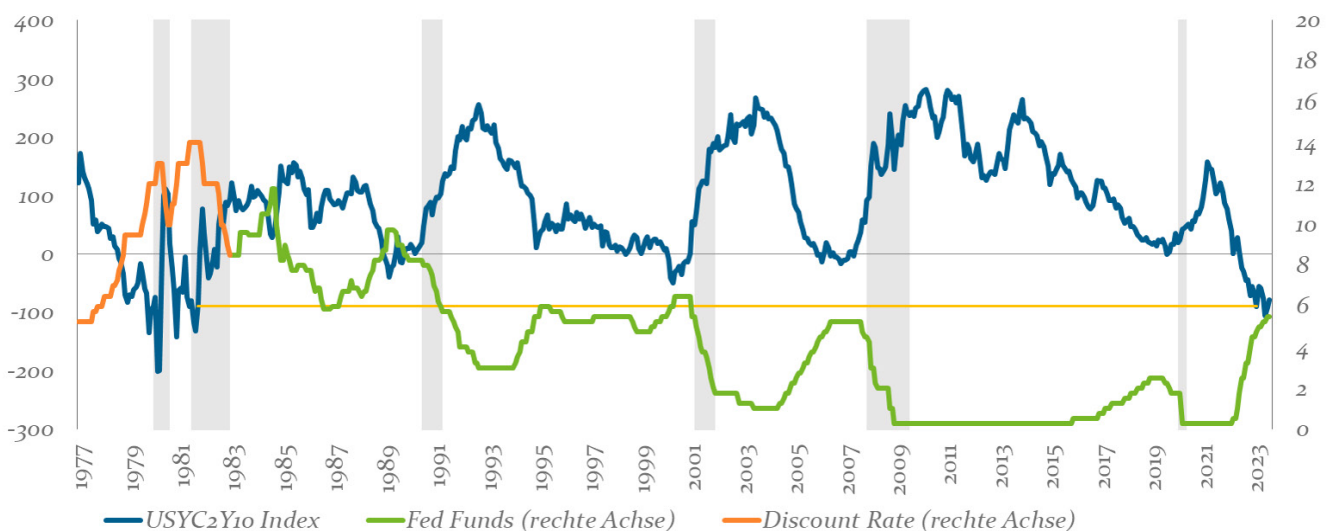


Abbildung 4: Entwicklung der U.S. Zinsstrukturkurve 10-2 Jahre vs. U.S. Leitzins (erst Discount Rate, später Fed Funds) - Rezessionen grau schraffierte Balken; Stand: August 2023, Quelle: Fed, Bloomberg.



Wie in Abbildung 4 beispielhaft für die USA zu erkennen ist, ging wirtschaftlichen Rezessionen schon immer eine Inversion der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen voraus, allerdings führt nicht jede invertierte Zinsstrukturkurve zu einer Rezession (obwohl dies bei den meisten der Fall ist).

Das Timing einer Normalisierung ist weniger einfach, da sich die Inversion der Zinskurve länger hinziehen kann und die Notenbanken zunächst am Ende des Zinserhöhungszyklus angelangt sein müssen. Was die Dauer der Inversion betrifft, kann man historisch festhalten, dass diese im Mittelwert in den USA ca. 1,5 Jahre anhielt, wobei in den Zinserhöhungszyklen 1974 und 1981 die Inversion deutlich länger Bestand hatte. Mittlerweile dauert der Zustand der Inversion bei U.S. Staatsanleihen bereits 16 Monate an, so dass wir vom Mittelwert nicht mehr weit entfernt sind. Eine Umkehr des eher abnormalen Zustands sollte zumindest aus strategischer Sicht eingeplant werden.

Die Inversion indiziert, dass sich die Notenbanken auf einem schmalen Grat zwischen notwendiger Inflationsbekämpfung und dem „Abwürgen“ der Konjunktur bewegen. Länger laufende Anleihen zeigen an, dass die aggressiven Leitzinsanhebungen nur von kurzer Dauer sein könnten, wenn die Notenbanken die Volkswirtschaften in eine Rezession treiben und die Inflation dadurch wieder sinkt. Das lange Ende der Zinskurve hat also die Konjunkturertrübung und den Rückgang der Inflation ein Stück weit vorweggenommen, indem es langfristig wieder fallende Zinsen einpreist. Die viel prognostizierte Rezession ist jedoch noch nicht eingetreten, da die Arbeitsmärkte weiterhin stark sind und auch die Reallöhne zu steigen begonnen haben. Dies ist in erster Linie auf das Ausmaß der Konjunkturimpulse zurückzuführen, die die Notenbanken und Regierungen während der COVID19-Pandemie losgetreten haben. Während die geldpolitischen Anreize so gut wie zum Stillstand gekommen sind, haben sich die fiskalischen Anreize (Staatsausgaben), speziell in den USA, nur geringfügig verlangsamt.

Stand Mitte September 2023 beträgt die Renditedifferenz zwischen zehnjährigen und zweijährigen U.S. Staatsanleihen -0,75%, bei ihren deutschen Pendanten -0,55%. Beides sind historisch extreme Werte, allerdings war die Inversion vor wenigen Wochen noch deutlich ausgeprägter. Dabei ist interessant, dass in Deutschland 95% der Inversion zwischen zwei und fünf Jahren zu beobachten ist, nach hinten heraus wird die Zinskurve flach. Schaut man auf alle wesentlichen Subassetklassen im Fixed Income-Bereich, fällt auf, dass mit zunehmender Rating-Verschlechterung die Inversion nicht mehr ganz so ausgeprägt ist (siehe Abbildung 5). Bei den Industrie- und Bankanleihen ist sogar gar keine wirkliche Inversion mehr sichtbar. Das liegt daran, dass die Zentralbankmaßnahmen auf Staatsanleihen (speziell deutsche Bunds) unmittelbarer wirken als auf Corporates, die mit der Spread-Komponente noch eine zusätzliche Dimension beinhalten. Beim Blick auf die Zinskurven wird ersichtlich, dass auch aufgrund der Inversion am kurzen Ende der Zinskurve alle Fixed Income-Subassetklassen ex Staatsanleihen höhere Einstandsrenditen haben als der Geldmarkt. Selbst eine konservative Multi Credit-Mischung aus allen dargestellten Assetklassen kann diesem Vergleich standhalten.

Was muss aber geschehen, damit sich eine Normalisierung der Zinskurve am Rentenmarkt einstellt? Hier gibt es zwei denkbare Szenarien: a) Die Renditen am kurzen Ende fallen (sog. „Bull Steepener“) und b) die Renditen am langen Ende steigen (sog. „Bear Steepening“).

Normalerweise kommt es zu einer steileren Kurve, weil die Notenbank die kurzfristigen Zinssätze wieder unter die langfristigen Zinssätze senkt (Szenario a). Dies geschieht zumeist nach einem wirtschaftlichen Tiefpunkt und einer abrupten Verlangsamung der Wirtschaft, die stark genug ist, um den Inflationsdruck zu neutralisieren. Diesen Zustand erleben wir aktuell noch nicht. Bisher ist die, wenngleich noch unwesentliche, Versteilerung darauf zurückzuführen, dass sich das lange Ende der Zinskurve nach oben bewegt, während das kurze Ende gleichbleibt (Szenario b). „Bear Steepeners“ sind selten und halten zumeist nicht lange an.

Renditestrukturkurven (% p.a.)

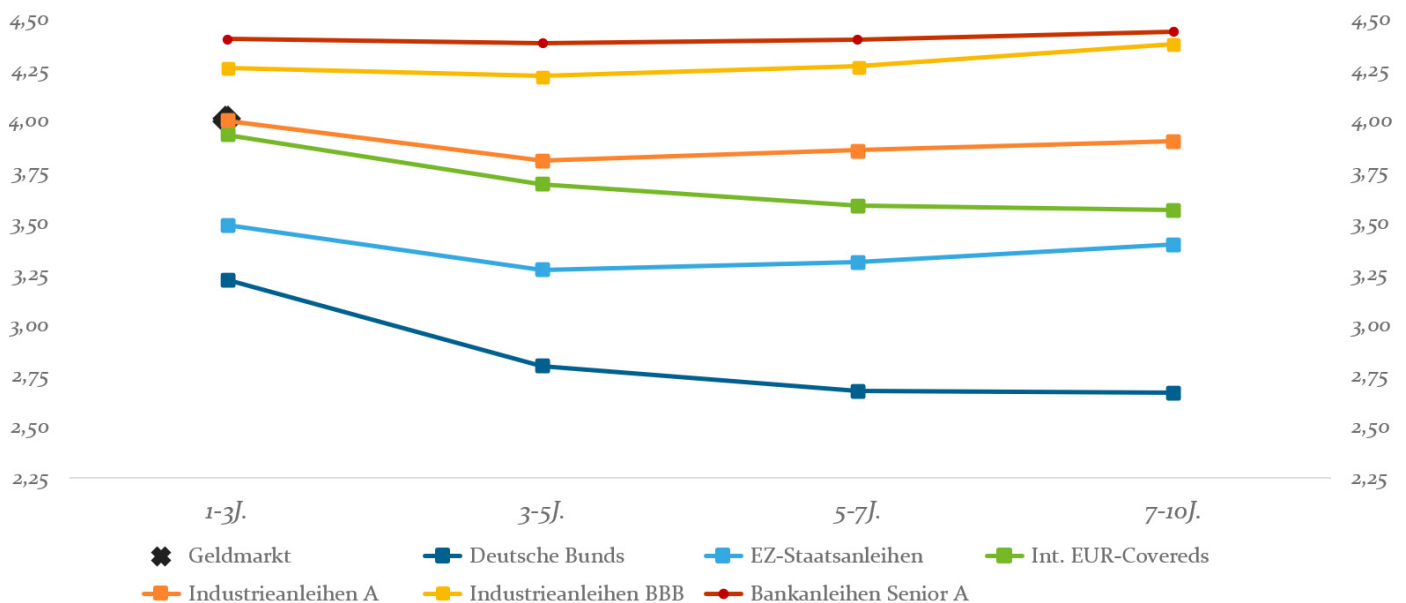


Abbildung 5: Renditestrukturkurven für ausgewählte Subassetklassen im Fixed Income-Universum; Stand: August 2023; Quelle: iBoxx



Sie gehen zumeist mit einer Verbesserung der Wirtschaftstätigkeit einher, können aber auch Ausdruck für ein zu hohes Angebot an Anleiheemissionen sein sowie mit einer Verschlechterung der Kreditqualität einhergehen. Insgesamt bleibt festzuhalten, dass höhere Renditen nicht förderlich für das Wirtschaftswachstum oder die Margenausweitung bei Unternehmen sind. Wenn die Refinanzierungskosten weiter steigen, leiden sowohl die Unternehmensgewinne als auch der Verbraucher, so dass dieser Zustand i.d.R. nur von kurzer Dauer ist und oftmals im Zuge einer Wirtschaftsabschwächung in das „Bull Steepening“ übergeht. In solchen Phasen braucht man einen Durationshebel, der bei Geldmarktinvestments fehlt. Auch dieser Aspekt unterstützt die These, dass es perspektivisch bessere Investments gibt als den Geldmarkt!

Simulation von Marktszenarien

Bei all der Analyse muss man leider konstatieren, dass die Wahrscheinlichkeit falsch zu liegen, nicht bei Null ist. Sonst würden wir keine Entscheidungen unter Unsicherheit treffen, die am Kapitalmarkt normal sind und zum täglichen Brot gehören. Von daher ist es wichtig, verschiedenste Szenarien zu analysieren, um eine Idee davon zu bekommen, wie sich die Fixed Income-Subassetklassen gegenüber einem Geldmarkt-Investment schlagen – und zwar sowohl im positiven als auch im negativen Szenario. Hierzu dient eine Simulation der Renditeentwicklung bei gleichzeitiger Simulation des Zinskurvenverlaufs auf Sicht der nächsten zwölf Monate (siehe dazu Abbildung 6, dargestellt als Index mit einer 1-10-jährigen Restlaufzeit).

Man kann deutlich erkennen, dass der größte Effekt vom Rendite- oder Kurvenniveau ausgeht (vertikale Achse der Tabellen). Steigen die Zinsen im 1-Jahres-Zeitraum, wird ein Investment zwar gegenüber dem Geldmarkt uninteressanter, aber in allen Fällen – selbst bei einem 50 Basispunkte (bp)-Anstieg – fällt der Ertrag immer noch positiv, teils sogar sehr positiv aus. Nur beim eher unwahrscheinlichen Szenario, dass sowohl die Zinskurve flacher wird als auch die Zinsen deutlich steigen (beides um je 50 bp,

hier in orange dargestellt) schlagen bei deutschen Bunds leicht negative Erträge zu Buche. Bei den Nicht-Staatsanleihen reicht auch dieses adverse Szenario nicht aus, um die Performance absolut negativ werden zu lassen. Im positiven Fall hingegen, dass die Renditen um 50 bp fallen, haben alle Assetklassen weitaus höhere Performances als eine Investition im Geldmarkt (ca. 4%). Selbst deutsche Bundesanleihen, die geringere Einstandsrenditen haben, übertreffen Geldmarkt-Investments bei weitem. Im Idealfall (steilere, normalisierte Zinskurve und sinkende Renditen, jeweils 50 bp, hier in grün dargestellt) sind je nach Risikobereitschaft im Fixed Income-Universum Erträge von knapp 6% bis 7,6% möglich. Letzteres würde fast eine Verdopplung der Geldmarkt-Performance bedeuten.

Bei der vorgestellten Analyse ist zu berücksichtigen, dass in dieser Simulation explizit keine Spread-Veränderung (gegenüber Staatsanleihen) berücksichtigt wurde. Diese ist implizit im Renditeniveau enthalten. Diese Komponente kann aber bei sich positiv entwickelnden Risikoaufschlägen, welche am aktuellen Rand aus Investorensicht historisch gesehen eher attraktiv sind, noch zusätzlichen Ertrag generieren. Ebenfalls zu berücksichtigen ist die Tatsache, dass hier nur ein Index (1-10 Jahre) analysiert wurde. Ist man als Investor nur am kurzen Ende der Zinskurve (z.B. 1-3 Jahre) investiert, hat man einen deutlich höheren Renditepuffer, teilweise sind dort je nach Assetklasse (allen voran im Staatsanleihenbereich und bei Covered Bonds) Zusatzerträge von 30-50 bp möglich, die hier nicht gesondert simuliert wurden. Die kurze Duration schützt auch vor weiteren Renditeanstiegen und Veränderungen bei der Zinskurve haben noch weniger Einfluss auf die Performanceentwicklung.² Von Nachteil ist allerdings, dass man für den Fall einer Rezession mit rückläufigen Renditen bei einer gleichzeitigen Normalisierung der inversen Zinskurve nur unterproportional profitieren kann. Da fehlt dann einfach der Durationseffekt! ■

² Siehe zum Thema „Mit Kurzläufnern von der inversen Zinskurve profitieren“ den von Thorsten Lang veröffentlichten Artikel, abrufbar unter: [Mit Kurzläufnern von der inversen Zinskurve profitieren – Helaba-Invest](#), Stand: 13.09.2023.

Geschätzte 1-Jahres-Performance in % für:

Deutsche Bunds mit 1-10J Restlaufzeit							EZ-Staatsanleihen mit 1-10J Restlaufzeit							Int. EUR-Covereds mit 1-10J Restlaufzeit						
Veränderung in bp	Steilheit der Kurve						Veränderung in bp	Steilheit der Kurve						Veränderung in bp	Steilheit der Kurve					
	50	25	0	-25	-50	50		25	0	-25	-50	50	25		0	-25	-50			
Niveau der Kurve	-50	5,9	5,3	4,7	4,1	3,5	-50	6,8	6,2	5,6	5,0	4,4	-50	6,7	6,1	5,5	4,9	4,2		
	-25	4,8	4,2	3,6	3,0	2,4	-25	5,7	5,1	4,5	3,9	3,3	-25	5,7	5,1	4,5	3,9	3,3		
	0	3,8	3,1	2,5	1,9	1,3	0	4,6	4,0	3,4	2,8	2,2	0	4,7	4,1	3,5	2,9	2,3		
	25	2,7	2,1	1,5	0,9	0,3	25	3,5	2,9	2,3	1,7	1,1	25	3,8	3,1	2,5	1,9	1,3		
	50	1,6	1,0	0,4	-0,2	-0,8	50	2,4	1,8	1,2	0,6	0,0	50	2,8	2,2	1,5	0,9	0,3		

Industrieanleihen A mit 1-10J Restlaufzeit							Industrieanleihen BBB mit 1-10J Restlaufzeit							Bankanleihen Senior A mit 1-10J Restlaufzeit						
Veränderung in bp	Steilheit der Kurve						Veränderung in bp	Steilheit der Kurve						Veränderung in bp	Steilheit der Kurve					
	50	25	0	-25	-50	50		25	0	-25	-50	50	25		0	-25	-50			
Niveau der Kurve	-50	7,2	6,6	6,0	5,4	4,8	-50	7,6	7,0	6,4	5,8	5,2	-50	7,5	6,9	6,3	5,7	5,1		
	-25	6,1	5,5	4,9	4,3	3,8	-25	6,6	6,0	5,4	4,8	4,2	-25	6,6	6,0	5,4	4,7	4,1		
	0	5,0	4,4	3,9	3,3	2,7	0	5,6	5,0	4,4	3,8	3,2	0	5,6	5,0	4,4	3,8	3,2		
	25	4,0	3,4	2,8	2,2	1,6	25	4,5	3,9	3,3	2,7	2,1	25	4,7	4,1	3,5	2,9	2,3		
	50	2,9	2,3	1,7	1,1	0,6	50	3,5	2,9	2,3	1,7	1,1	50	3,8	3,1	2,5	1,9	1,3		

Abbildung 6: 1-Jahres-Performanceszenarien für ausgewählte Fixed Income-Subassetklassen; Quelle: iBoxx, Bloomberg; Stand: September 2023



Fazit und Strategie

Geldmarkt-Investments waren angesichts eines Ausblicks auf weiter steigende Zinsen ein nachvollziehbares Investment, Neuengagements sind allerdings vor dem Hintergrund sinnvollerer Investmentalternativen im Fixed Income-Universum nicht die erste Wahl. Begründet werden kann dieses Analyseergebnis vor allem mit sich konkretisierenden Rezessionsgefahren, mit Notenbanken, die sich dem Zinsgipfel nähern sowie einer bald anstehenden Normalisierung der Zinskurve.

Auch wenn die Zinsen aufgrund der anhaltenden wirtschaftlichen Widerstandsfähigkeit bei gleichzeitig erhöhter Kerninflation wohl noch eine Weile erhöht bleiben, zeigt die Geschichte, dass steigende 10 Jahres-Renditen am Ende des Zinserhöhungszyklus nichts Ungewöhnliches, aber kaum nachhaltig sind. Statistisch gesehen war auf 1-Jahressicht bei allen Zinsgipfeln im Durchschnitt ein Investment in den U.S. Anleihemarkt vorteilhafter als ein Geldmarktengagement. Selbige Aussage gilt für Europa, wenngleich weniger aussagekräftig. Nach einem Zinsplateau, das im Schnitt ein gutes halbes Jahr andauert,³ kommen dann zumeist Zinssenkungen, die der Markt bereits vorab einpreist. Unterstützt wird das Bondinvestment somit durch die Zinskurve, getrieben vom kurzen Ende („Bull Steepening“). Ein „Bear Steepening“ der Zinskurve, bei dem längerfristige Renditen stärker steigen als kurzfristige Renditen, ist nach dem Zinsgipfel historisch gesehen nicht von Dauer.

Können die 10-Jahres-Renditen von hier aus noch weiter steigen? Ja, aber höchstwahrscheinlich wäre eine Wiederbelebung der Wirtschaft, einschließlich eines anhaltenden Anstiegs des Lohnwachstums sowie einer Verlängerung der hohen Zinssätze erforderlich. Auch wenn dies möglich ist, glauben wir, dass die Aufwärtsbewegung der Renditen begrenzt ist. Ein Großteil der geldpolitischen Straffung des aktuellen Zyklus hat bereits stattgefunden, und wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum weiter verlangsamen wird, auch in den USA. Das unterstützt letztendlich Bondinvestments!

Strategisch ist es aus unserer Sicht sinnvoll, sich an beiden Enden der Kurve zu positionieren. Durch Kurzläufer-Strategien können Anleger auch in guten Bonitäten und bei vergleichsweise geringem Marktrisiko Ertragspotenziale realisieren, die in den letzten Jahren nur mit sehr großem Durationshebel oder deutlich schwächeren Bonitäten zu erzielen waren. Der Aufbau von Durationsrisiken ist aber für den Fall einer anstehenden Rezession trotzdem sinnvoll, so dass sich auf Portfolioebene eine Barbell-Strategie anbieten könnte. Mit Multi Credit Short Term-Konzepten könnte die Kurzläufer-Strategie beispielsweise über alle Fixed Income-Subassetklassen hinweg allokiert werden. Bei langlaufenden Anleihen sind vor allem Subassetklassen interessant, deren Zinskurve am langen Ende noch eine gewisse Steilheit bei gleichzeitig verlässlicher Bonität aufweist (u.a. EZ-Staaten oder Industrieanleihen). ■

³ Siehe zum Thema „Kommt nach dem Zinsgipfel bald der Zinsrutsch?“ den von Jörg Bartenstein veröffentlichten Artikel, abrufbar unter: [Kommt nach dem Zinsgipfel bald der Zinsrutsch? – Helaba-Invest, Stand: 13.09.2023.](#)





Adam Traczyk
Kapitalmarktresearch &
AM RentenFX



Joachim Alt
Strategisches Vertriebs-
und Produktmanagement

Viele institutionelle Anleger haben in den letzten Jahren bedingt auch durch die Niedrigzinspolitik der Notenbanken ihre Anlagen breiter diversifiziert und sehr häufig auch internationalisiert. Dies geschah sowohl in den liquiden Portfolios als auch in den illiquiden Anlagen. Aufgrund der Internationalisierung kamen damit verstärkt Währungsrisiken in die Portfolios. Mit nunmehr steigender Inflation und Anhebung der Zinsen durch die Zentralbanken erhöhte sich die Schwankungsbreite deutlich und damit auch der Einfluss der Fremdwährungen auf die Performance der Investments. Den Fremdwährungsrisiken sind viele Anleger mit einer systematischen Vollabsicherung begegnet. Häufig hat man diese Aufgabe direkt den einzelnen Managern in die Anlagerichtlinien geschrieben oder innerhalb eines Masterfonds an die Verwahrstelle übertragen.

Wir möchten mit diesem Artikel einen Impuls geben, darüber nachzudenken, ob die systematische Vollabsicherung zum einen und die Delegation dieser Aufgabe an einzelne Manager oder die Verwahrstelle zum anderen, immer die beste Form ist, um mit diesen Risiken umzugehen. Ein erfolgreiches Management von Währungspositionen wird durch einige grundsätzliche Fragestellungen bestimmt. Diese entscheiden maßgeblich über die Möglichkeiten und Erfolg eines Währungsmanagements:

Gibt es passende Sicherungsinstrumente?

Die Absicherung erfolgt im Normalfall mittels Devisentermingeschäften (DTGs), sogenannten Forwards. Der Vorteil dieser Absicherungsinstrumente liegt in der flexiblen Ausgestaltungsmöglichkeit hinsichtlich der Laufzeit und des Nominals. Devisen-Forwards benötigen keine Vorauszahlungen, sind günstig in der Ausführung und eignen sich gut für eine langfristige Planung einer Sicherungsstrategie. Dort, wo der Zugang zum Kapitalmarkt jedoch eingeschränkt und eine Währung nicht frei handelbar ist, stehen sogenannte Non-Deliverable Forwards (NDFs) zur Verfügung. Sie ermöglichen die Sicherung der Währungsrisiken in vielen Emerging Markets und zeichnen sich durch eine effiziente Handhabung des Settlements aus. NDFs funktionieren wie herkömmliche Forwards, mit dem Unterschied, dass am Ende der Laufzeit kein Nominalumtausch, sondern lediglich eine Cash-Abrechnung stattfindet. Im Falle sehr liquider Währungen der Industrieländer können

Anleger auch Devisen-Futures verwenden. Hier liegen die Vorteile vor allem in der Eliminierung des Kontrahentenrisikos sowie in der standardisierten Ausführung und Abwicklung.

Sind die Absicherungskosten akzeptabel?

Devisen-Forwards weisen eine transparente und nachvollziehbare Quotierung auf, die maßgeblich die Kalkulation der Absicherungskosten bestimmt. Die Forward-Kurse – und damit auch die Kosten einer Absicherung – setzen sich aus der Zinsdifferenz beider Länder eines Währungspaares sowie der Prämie für die Bereitstellung einer Fremdwährung (sog. Basis-Swapsatz) zusammen. Da beide Faktoren, je nach Währungspaar, unterschiedlich ausfallen und sich im Laufe der Zeit verändern, müssen Investoren mit variierenden Kosten rechnen (siehe Abbildung 1) und somit auch mit einer gewissen Unsicherheit in der Planung des Sicherungsbudgets sowie der -kosten.

Im vorstehenden Beispiel einer Absicherung des USD in EUR schwanken die Kosten zwischen 3,5% p.a. im November 2018 und einem Ertrag von etwas über 2% p.a. im März 2008. Hätte ein Investor in dieser Zeit eine 3% U.S. Treasury-Anleihe gehalten und abgesichert, hätte der Ertrag zwischen 5% und 0,5% geschwankt. Gleichzeitig stellen hohe Sicherungskosten die Wirtschaftlichkeit der Fremdwährungssicherung in Frage, denn sie reduzieren oder nivellieren gar den Ertragsvorteil, den ein Euro-Investor erzielt, der sein Geld in ausländische Assets anlegt.

Perspektiven der weltweiten Immobilien- und Infrastrukturmärkte

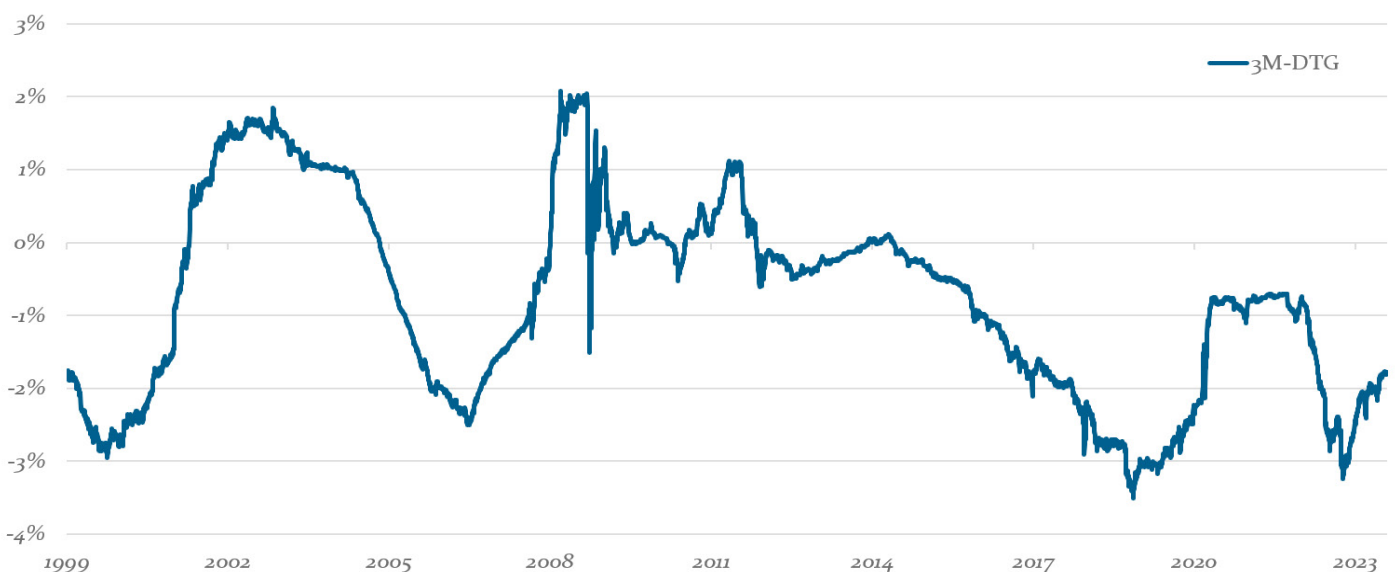


Abbildung 1: Sicherungskosten p.a. für USD/EUR, Stand: August 2023, Quelle: Bloomberg.



Verändert die Steuerung der Währung das Risiko-/ Ertragsprofil der Anlage?

Jede Anlage verfügt über bestimmte Zahlungsströme, die das jeweilige Risiko-/Ertragsprofil determinieren. Werden die Anlagen außerhalb der eigenen Basiswährung getätigt, so beeinflusst die entsprechende Währungsentwicklung dieses Profil zusätzlich. Je nach Anlageform können diese Wertschwankungen den eigentlichen Ertrag dominieren. Während diese zusätzliche Volatilität bei volatileren Anlageklassen (z.B. Aktien) weniger ins Gewicht fällt, verhält es sich bei Anleihen anders. Hier können die Volatilitäten der Währungen das Schwankungsrisiko einer Anleihe deutlich übersteigen (siehe Abbildung 2) und somit das Risikoprofil der Anlage verändern.

Somit stellt sich für Anleger die Frage, ob eine Vollsicherung von Währungs-Exposures das Risiko-/Ertragsprofil einer Anlage nicht zeitweise nachteilig verändern könnte.

Auf welcher Ebene erscheint ein Management von Währungsrisiken sinnvoll?

Einem Investor mit Anlagen in Fremdwährungen stehen zwei grundsätzliche Vorgehensweisen im Umgang mit Absicherungen offen. Der intuitiv naheliegendste Ansatz ist, den Managern, die Fremdwährungsanlagen im Rahmen ihrer Strategie einzusetzen, auch die Aufgabe der Absicherung zu übertragen (vgl. Abbildung 4, linke Seite). Dies ist für den Investor organisatorisch sehr einfach aufzusetzen und die Manager sind für die konkrete Umsetzung verantwortlich. Der Anleger kann die Leistungen des Managers direkt in der Basiswährung abgelesen werden. Die Beurteilung der erbrachten Leistung ist in diesem Fall jedoch etwas komplexer. So könnte z.B. ein Manager für U.S.-Staatsanleihen in seinen Kernkompetenzen Duration und Kurvenpositionierung sehr gute Ergebnisse erzielen, bei einer ineffizienten und teuren Umsetzung der Währungssicherung aber bspw. im Endergebnis nur durchschnittlich sein. Wie soll ein Anleger dieses Resultat bewerten? Gehört die Fähigkeit zur effizienten Absicherung von USD-Anlagen zur Expertise eines guten Managers für U.S.-Staatsanleihen, der grundsätzlich in USD denkt und handelt?

Volatilität

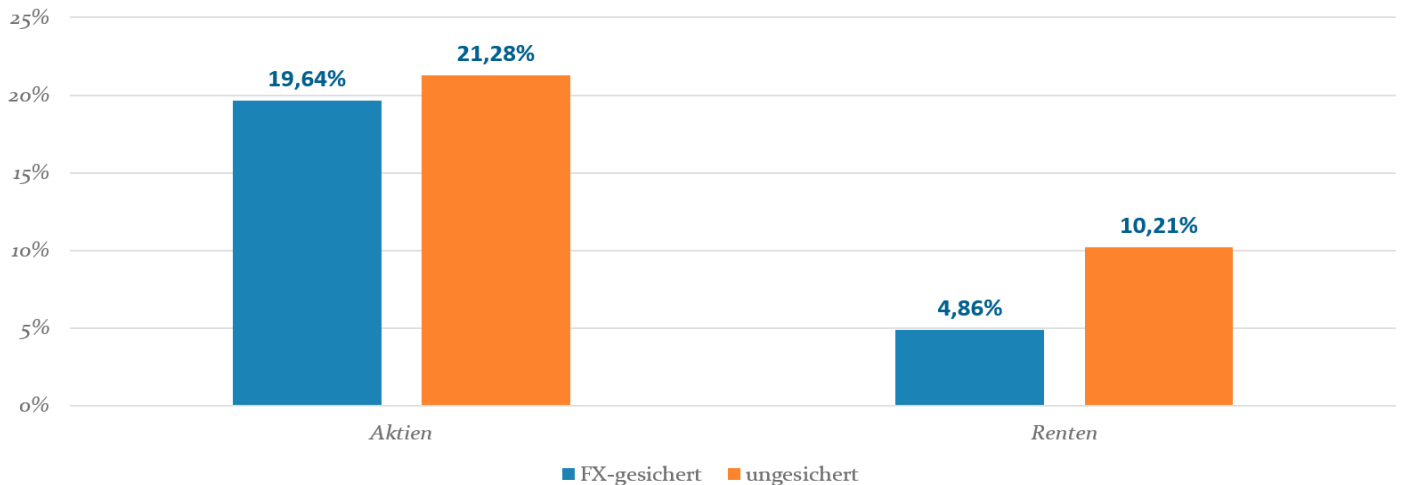


Abbildung 2: S&P 500 Total Return Index, Daten/Stand: Dezember 1998 bis Juni 2023, Quelle: ICE BofA US Treasury Index.

Performance

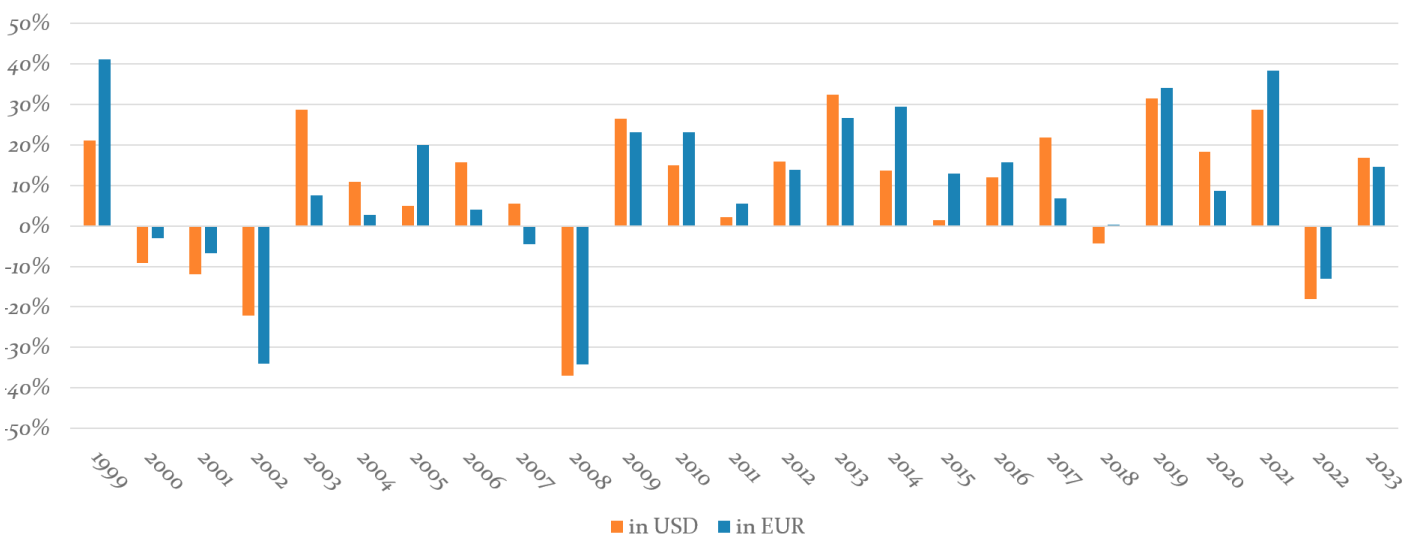


Abbildung 3: S&P 500 Total Return Index; Stand: 30. Juni 2023, Quelle: Bloomberg



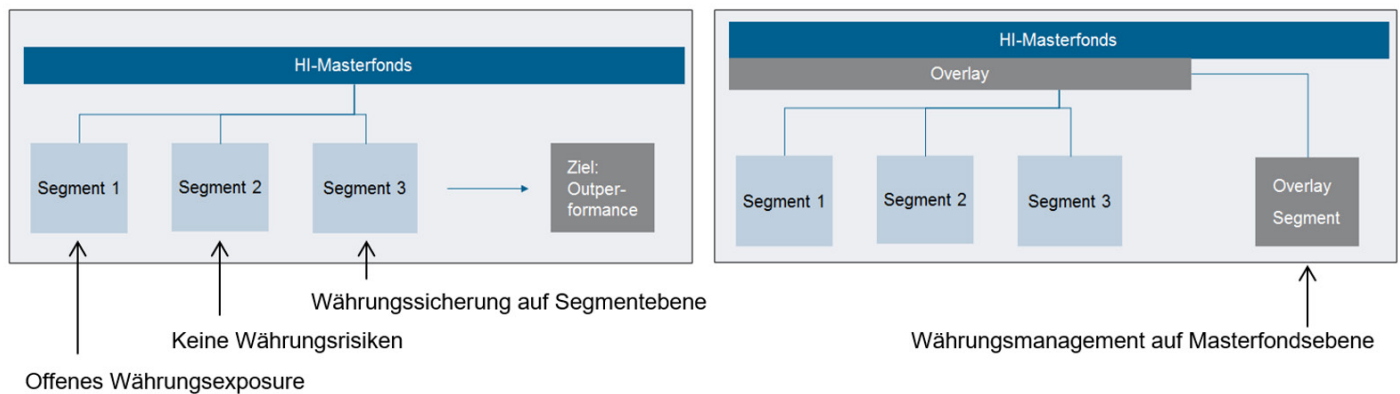


Abbildung 4: Währungsmanagement im Rahmen eines Masterfonds; rechts die Lösung mit einem zentralen Overlay-Segment.

Die zweite Möglichkeit wäre, das Management der Fremdwährungen zentral auf Ebene der Gesamtanlagen vorzunehmen, wie in der Abbildung 4 dargestellt. Gerade für Investoren, die für die Implementierung ihrer Anlagestruktur einen Masterfonds nutzen, stellt dies eine sinnvolle Alternative dar. Auf Ebene der Gesamtanlagen können sich einzelne Positionierungen von Managern gegenseitig ausgleichen. Somit reduziert sich der Anteil des abzusichernden Währungs-Exposures. Auch die Leistungsbeurteilung der Manager vereinfacht sich, da die Verantwortlichkeiten klar getrennt sind. Im vorgenannten Beispiel der U.S.-Staatsanleihen würde der Einfluss der Währungssicherung entfallen und die Kernkompetenz des Managers wäre klar ersichtlich. Für den Anleger entsteht bei dieser Variante ein gewisser Mehraufwand für die Auswahl und Implementierung eines separaten Währungsmanagements sowie für die Steuerung der Liquidität für die Sicherung auf Masterfondsebene.

Aktives Hedging liefert Mehrwert

Ein aktiver Ansatz, Währungspositionen zu managen, stellt für uns in diesem Zusammenhang ein geeignetes Mittel dar, die vorstehend aufgezeigten Spannungsfelder aufzulösen oder zu reduzieren. Versteht man Fremdwährungsbestände nicht allein als Risikoquelle, sondern auch als Bausteine für die Erwirtschaftung von Zusatzerträgen, lassen sich einerseits langfristige Fremdwährungssicherungskosten senken und andererseits Chancen durch die Partizipation an einer positiven Währungsentwicklung nutzen. Ein aktives Währungsmanagement, also in diesem Sinne eine dynamische Steuerung der Sicherungsquoten, sollte aus unserer Sicht somit integraler, ertragsorientierter Bestandteil eines jeden international ausgerichteten Gesamtportfolios sein.

Um der Komplexität des Währungsmarktes gerecht zu werden, ist es unserer Meinung nach wichtig, eine möglichst breite Plattform an Modellen für die Prognose von Kursentwicklungen zu nutzen. Im Mittelpunkt der Analyse muss die Einschätzung der vier relevanten Themen stehen, die für Währungen entscheidend sind: die Bewertung anhand makroökonomischer Fundamentaldaten, die Analyse des Momentums und der Zinsdifferenzen sowie des kurzfristigen Marktsentiments. Eine Multi-Modell-Architektur sollte für die Erstellung von Hedging-Signalen auf Basis von diesen Fundamentaldaten- und marktstimmungsorientierten Bausteinen der Analyse zum Einsatz kommen. Hierzu bietet sich ein regelbasiertes

System an, in dem auf Basis eines rein mathematisch-statistischen Verfahrens Handelssignale erzeugt und das Währungsrisiko aktiv gesteuert wird. Dabei wird die Wahrscheinlichkeit künftiger Kursentwicklungen in einem datenintensiven Verfahren mit verschiedenen Modellen in unterschiedlichen Betrachtungszeiträumen prognostiziert und täglich eine Sicherungsquote ermittelt.

Eine solche Modellkombination hat sich in der Vergangenheit als äußerst stabil erwiesen und hilft, Drawdowns signifikant zu reduzieren. Gleichzeitig sorgt die quantitative Ausrichtung für die Erzielung replizierbarer und konsistenter Resultate in vergleichbaren Marktphasen. Die effiziente und kostengünstige Steuerung der Absicherungsquote trägt dazu bei, die Kosten der Währungssicherung zu reduzieren und das Risikoprofil einer Währungsposition zu verbessern bzw. das der zugrundeliegenden Anlage zu erhalten. Gerade bei größeren Allokationen mit einer internationalen Ausrichtung, erscheint es aus unserer Sicht sinnvoll, das Management von Fremdwährungen aus den einzelnen Anlageaufträgen herauszulösen und in einem eigenen Managementauftrag auf Ebene des Gesamtportfolios zu bündeln. Wir denken, dass die Vorteile eines spezialisierten Währungsmanagements die Mehraufwände für den separaten Aufsatz und einen spezialisierten Manager deutlich überkompensieren. ■





Markus Floren
Fund Manager
Real Assets



Max-Fabian Glöckner
Produktmanager Alternatives
Strategisches Vertriebs- und
Produktmanagement

Optimierung von Infrastruktur-Portfolios durch den Einsatz von Co-Investments

Die Nachfrage nach Infrastruktur-Investitionen durch institutionelle Investoren ist in den letzten 10 Jahren stark angestiegen. Das von Zielfondsmanagern eingeworbene Kapital in dieser Anlageklasse stieg von 10,7 Mrd. USD im Jahr 2012 auf 76,7 Mrd. USD bis Ende 2022 an.¹ Mit der zunehmenden Professionalisierung von Investoren konnte in den letzten Jahren auch eine sich ändernde Portfoliostruktur in dieser Anlageklasse beobachtet werden. Investitionen in Infrastruktur-Primärfonds stellen dabei weiterhin den soliden Grundbaustein eines Portfolios dar, jedoch binden Investoren darüber hinaus verstärkt Co-Investments zur Optimierung der Portfoliostruktur ein.

Definitionen und Besonderheiten von Co-Investments

Bei Co-Investments handelt es sich um Investitionen in einzelne Anlagen oder Infrastruktur-Portfolios an der Seite erfahrener General Partner (GPs). Dabei kann sowohl hinsichtlich des Einstiegszeitpunktes (Pre-Bid oder Syndizierungen) sowie der Zugangswege (Direct Co-Investment, Side-Car oder Co-Investment-Vehikel) unterschieden werden.

Unterschiedliche Zugangswege

Bei direkten Co-Investments erwerben GPs zusammen mit weiteren Investoren Anteile an einem Unternehmen bzw. einer Projektgesellschaft. Investoren sind dabei tief in die Transaktion und das Management der Zielgesellschaft involviert. Side-Car Vehikel hingegen bündeln Kapital verschiedener Investoren und der Manager verfügt oftmals über ein diskretionäres Entscheidungsrecht bei der Umsetzung. Meist werden mehrere Investitionen in einem Side-Car Vehikel getätigt und so ein Portfolio aus Co-Investments aufgebaut.

Demgegenüber steht die Möglichkeit, in ein dediziertes Co-Investment-Vehikel zu investieren, in dem nur je ein Infrastruktur-Asset enthalten ist. Vorteilhaft ist hierbei, dass Investoren über ein diskretionäres Entscheidungsrecht in der eigenen Portfolio-konstruktion verfügen.

¹ Preqin Global Report 2023: Infrastructure, Mai 2023

Pre-Bid Co-Investments vs. Syndizierungen

In Abhängigkeit des Einstiegszeitpunkts werden verschiedene Arten von Co-Investment-Prozessen unterschieden. Bindet ein GP die Investoren vor Abgabe eines Kaufangebotes in den Due Diligence Prozess mit ein, so handelt es sich um ein sog. „Pre-Bid“ Co-Investment. Insbesondere das kurze Zeitfenster für die Transaktionsumsetzung stellt Investoren vor Herausforderungen, da sowohl die kommerzielle als auch die steuerliche und rechtliche Due Diligence über einen Zeitraum von wenigen Wochen erfolgen muss. Die Transaktionssicherheit stellt das wichtigste Kriterium bei der Auswahl von Co-Investoren durch GPs dar. Generell handelt es sich bei Pre-Bid Transaktionen um einen kleineren Anteil des Gesamtmarktes, denn nur wenige Investoren haben die Kapazität, die entsprechende Due Diligence in der vorgegebenen Zeit umzusetzen. Hieraus ergibt sich die Möglichkeit für Investoren, als verlässlicher Transaktionspartner, einen proprietären Deal-Flow zu generieren.

Erfolgt die Einbindung von Co-Investoren erst nach Unterzeichnung einer Transaktion, so handelt es sich um eine Syndizierung. Da sich die Transaktion nicht akut in der Umsetzung befindet, können Investoren die notwendigen Due Diligence Schritte über einen längeren Zeitraum durchführen. Syndizierte Co-Investments stellen daher niedrigere Anforderungen an die Kapazität von Investoren. Insgesamt sind Syndizierungen weniger proprietär, denn GPs gewähren Investoren bei Zeichnung ihrer Primärfonds i.d.R. Co-Investment Rechte (siehe Abbildung 1).

Exemplarische Darstellung des Co-Investment Prozesses

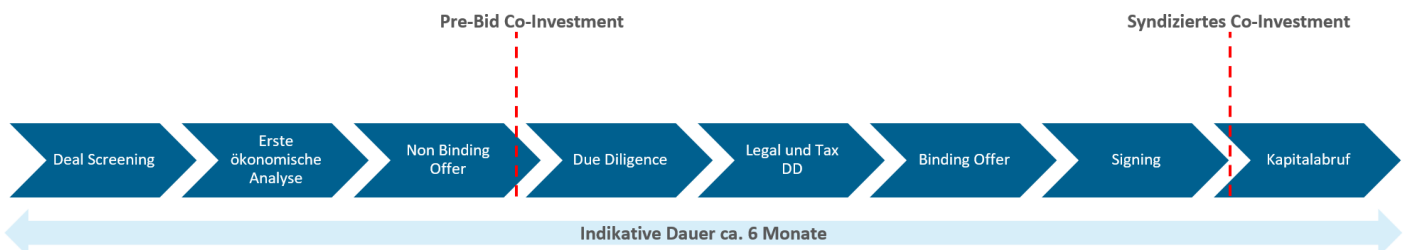


Abbildung 1: Exemplarische Darstellung des Co-Investment Prozesses; Stand: September 2023; Quelle: Eigene Darstellung.



Prequin investor surveys

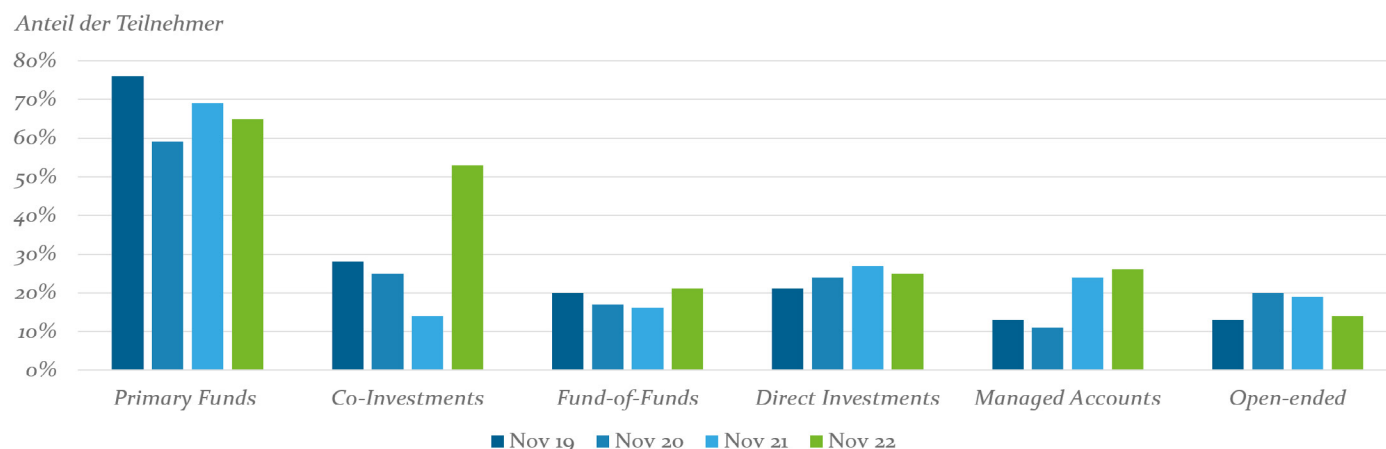


Abbildung 2: Co-Investments mit zunehmender Beliebtheit bei institutionellen Investoren; Quelle: Prequin investor surveys, November 2017 - 2022

Attraktivität von Co-Investments aus Sicht eines GPs

Co-Investments bieten auch für GPs zahlreiche Vorteile. Neben der Realisierung von Transaktionen, die ohne das zusätzliche Kapital nicht umsetzbar wären, kann durch die Reduktion des investierten Volumens eine optimale Steuerung der Portfoliodiversifikation von Infrastrukturfonds erreicht werden. Weiterhin erfolgt eine stärkere Bindung zwischen GPs und Investoren, die durch die intensive Zusammenarbeit geprägt wird. Die zuvor genannten Gründe haben in den letzten Jahren zu einer erhöhten Beliebtheit von Co-Investments bei institutionellen Investoren geführt (siehe Abbildung 2).

Darum sind Co-Investments ein wertvoller Bestandteil institutioneller Portfolios

Durch die Einbindung von Co-Investments in der Konstruktion institutioneller Infrastruktur-Portfolios lässt sich für Investoren ein signifikanter Mehrwert realisieren. Nachfolgend eine Erläuterung der wesentlichen Werttreiber bei Co-Investments.

Effizienter Kapitaleinsatz und reduzierter J-Curve-Effect

Üblicherweise erfolgen Kapitalabrufe von Primärfonds im Zuge der Investitionsphase über einen Zeitraum von 5 Jahren, Rückflüsse und Erträge aus Fondsinvestitionen fallen jedoch meist erst nach Abschluss der Investitionsphase an. Das hieraus resultierende Cash Flow-Profil, die sog. J-Curve, beschreibt die zeitliche Diskrepanz zwischen Ein- und Auszahlung bzw. Erträgen. Bei Co-Investments hingegen erfolgen, in Abhängigkeit der durchgeführten Transaktion, Kapitalabruf und (erste) Ertragsausschüttungen zeitnah nach der Zeichnung. Hierdurch kann der J-Curve-Effect verkürzt und ein insgesamt effizienterer Kapitaleinsatz erzielt werden. Weiterhin kann das Cash Flow-Profil von Infrastruktur-Portfolios und insbesondere das Ausschüttungsverhalten gezielt angesteuert werden.

Fokussierung auf attraktive Regionen und Sektoren

Aufgrund des Blind-Pool Charakters indirekter Fondsinvestitionen lässt sich die regionale und sektorale Ausrichtung eines Infrastrukturportfolios nur bis zu einer gewissen Granularität steuern. Hier bieten Co-Investments einen erhöhten Mehrwert,

da die unterliegenden Anlagen und die damit verbundenen Risikoparameter analysiert und bewertet werden können, wodurch das Blind-Pool Risiko klassischer Fondsinvestitionen kompensiert wird. Investoren können zudem gezielt in einzelne Weltregionen oder Sektoren investieren, die sich durch ein besonders attraktives Investitionsumfeld auszeichnen.

Mehrwerte durch aktives Deal-Sourcing

Aktives Deal-Sourcing ermöglicht Investoren den Zugang zu Investmentopportunitäten, die nicht über klassische Zugangswege oder nicht in der gewünschten Ausprägung erzielt werden können. Bei Co-Investments herrscht grundsätzlich ein knappes Angebot hochwertiger Transaktionen, so dass Investoren, die über ein globales Netzwerk zu Infrastrukturmanagern verfügen sowie ihre Fähigkeiten als verlässlicher Co-Investment Partner unter Beweis gestellt haben, einen präferierten Zugang haben. Aus diesem Grund ist ein aktiver Deal-Sourcing Prozess unverzichtbar.

Schwierigkeiten bei der Umsetzung von Co-Investments

Die Umsetzbarkeit von Co-Investments im Kontext institutioneller Portfolios muss durch Investoren vor Auflage eines Co-Investmentprogramms analysiert werden. Nur so lassen sich zu erwartende Mehraufwände abbilden und potenzielle Risiken minimieren. Im Folgenden wird auf die wesentlichen Hürden bei Co-Investments eingegangen.

Erhöhte idiosynkratische Risiken

Da es sich bei Co-Investments meist um einzelne Infrastruktur-Assets bzw. Asset-Portfolios handelt, weisen diese, verglichen mit diversifizierten Fondsinvestments, höhere idiosynkratische Risiken auf. Neben einem höheren Gewicht im Portfolio zeichnen sich diese Investitionen durch eine höhere Dispersion der Performance-Kennzahlen aus. Vor der Auflage eines Co-Investment-Programms müssen Investoren daher den Risikoappetit sowie Co-Investment-Anteil im Portfoliokontext definieren. Eine erhöhte Risikoexposition kann durch die Investition in ein diversifiziertes Co-Investment-Portfolio minimiert werden.



Vor- und Nachteile von Co-Investments

VORTEILE	NACHTEILE
Reduzierte Gebührenbelastung	Erhöhte Einzelrisiken im Portfolio
Effizienter Kapitaleinsatz	Erhöhte Komplexität der Due Diligence
Reduzierter J-Curve Effect	Enge Transaktionsdeadlines
Reduzierung des Blind-Pool Risikos	Spezielles Know-How benötigt
Akzentuierung des Portfolios	
Aktives Deal-Sourcing	

Abbildung 3: Vor- und Nachteile von Co-Investments; Stand: September 2023; Quelle: Eigene Darstellung.

Erhöhte Komplexität der Due Diligence und enge Deadlines im Transaktionsprozess

Im Vergleich zu Investitionen in Infrastruktur-Primärfonds ist bei Co-Investments eine komplexe Due Diligence auf Ebene des einzelnen Assets notwendig. Dabei müssen die ökonomischen Werttreiber sowie Risiken vollumfänglich analysiert und verstanden werden, um dem erhöhten Einzelrisiko entgegenzutreten. Weiterhin ergeben sich rechtliche und steuerliche Fragestellungen, die im Zuge der Strukturierung eines Investments auf die Investorenbedürfnisse abgestimmt werden müssen. Die damit verbundenen Aufwände übersteigen jene klassischer Fondsinvestments. Generell sind Co-Investment-Transaktionsprozesse mit engen Deadlines versehen, die eine rasche Handlungs- und Entscheidungsfähigkeit voraussetzen. Das Investment-Team muss daher über ausreichend Know-how, Kapazität sowie Flexibilität verfügen, um die notwendige Transaktionssicherheit zu generieren. Bei gewissenhafter Implementierung können institutionelle Investoren für GPs verlässliche Partner bei der Umsetzung von Co-Investments darstellen.

Die Attraktivität von Co-Investments anhand eines Praxisbeispiels dargestellt

Anhand des nachfolgenden Praxisbeispiels lassen sich neben der Attraktivität von Co-Investments auch potenzielle Risiken für institutionelle Investoren aufzeigen. Gegenstand der Investition ist

die unmittelbare Beteiligung an einer europäischen Autobahn sowie der Betreibergesellschaft der Mautstraße (siehe Abbildung 4). Sie ist eine der wichtigsten Ost-West-Transitstrecken in Europa und Teil einer Hauptstadtverbindung. Das Co-Investment wurde durch die Übernahme eines Gesellschafteranteils von einem institutionellen Investor umgesetzt und erfolgte an der Seite eines erfahrenen GPs mit einem Track Record von mehr als 15 Jahren. Nur durch die aktive Pflege des GP-Netzwerkes lassen sich derartige Transaktionen umsetzen.

Die Erlösströme der Teilabschnitte weisen sowohl verfügbarkeits- als auch nachfragebasierte Komponenten mit historisch geringer Variabilität auf. Das Asset profitiert insbesondere in einem inflationären Wirtschaftsumfeld von einer Indexierung der Mauteinnahmen. Hieraus ergibt sich ein hochattraktives Risiko-/Ertragsprofil mit einer hohen laufenden Ausschüttungsrendite. Da es sich hier um ein bestehendes Brownfield Asset handelt, erfolgt ein effizienter Kapitaleinsatz durch sofortigen Kapitalabruf.

Den zuvor beschriebenen Vorteilen stehen die erhöhte Komplexität, gestiegene Einzelrisiken sowie eine kurze Transaktionsdeadline gegenüber. Diese Nachteile lassen sich durch ein erfahrenes Transaktionsteam sowie ein breit diversifiziertes Co-Investment Portfolio minimieren. ■

Eckdaten Co-Investment im Transport-Sektor

KEY FACTS	
Region	Europa
Sektor / Sub-Sektor	Transport / Mautstraße (Autobahn)
Projektreife	Brownfield
Risikoprofil	Core / Core+
Investment	EUR 20.000.000
Art des Investments	Co-Investment
Kapitalabruf	Plangemäß 100% im Jahr 2023
Vertragsstruktur	Konzession
Inflationsschutz	Einnahmen sind zu 100% inflationsgebunden

Abbildung 4: Eckdaten Co-Investment im Transport-Sektor; Stand: September 2023; Quelle: Eigene Darstellung.



Fazit

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass eine Vielzahl von Gründen für Co-Investments im Rahmen der Optimierung der Portfoliostruktur sprechen. Insbesondere der effizientere Kapitaleinsatz, die Reduzierung der Gebührenbelastung sowie die akzentuierte regionale und sektorale Portfolio-Ausrichtung sprechen für eine verstärkte Einbindung von Co-Investments in der Portfoliozusammenstellung. Die mit der Umsetzung erhöhten Due Diligence-Aufwände lassen sich durch ein Investment Team, welches über ausreichend Know-How und Kapazität verfügt, bewältigen. Daraus potenziell resultierende Einzelrisiken, können durch den Aufbau eines breit diversifizierten Portfolios minimiert werden. ■





Das Triple der institutionellen Kapitalanlage.

Als Full-Service-Manager und starker Partner an Ihrer Seite unterstützen wir Sie mit unserem Wissen entlang der gesamten Wertschöpfungskette: vom Asset Management über Alternative Investments bis zum Asset Servicing Ihrer gesamten Kapitalanlagen.

Nutzen Sie unser Wissen, um Ihre Ziele zu erreichen.

[helaba-invest.de](https://www.helaba-invest.de)

Helaba *Invest*
Wissen entscheidet.

Die Helaba Invest gehört in Deutschland zu den führenden Kapitalverwaltungsgesellschaften im institutionellen Asset Management. Unsere Unternehmensstrategie basiert dabei auf den drei Geschäftsbereichen Asset Management für liquide Wertpapiere, Asset Management für illiquide Assetklassen sowie unsere Administrationsdienstleistung (Master-KVG). Als Brücke zwischen Master-KVG und Asset Management bieten wir darüber hinaus seit mehreren Jahren ein Overlay Management an.

Unser umfassendes Wissen über die Kapitalmärkte nutzen wir, um für unsere Anleger gute und stetige Anlageergebnisse bei kontrolliertem Risiko zu erzielen.

ANSPRECHPARTNER



Olaf Tecklenburg

Mitglied der Geschäftsführung

✉ Olaf.Tecklenburg@helaba-invest.de

☎ (+49) 69/29970-189



Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch &

Asset Management RentenFX

✉ Jens.Bies@helaba-invest.de

☎ (+49) 69/29970-386

Copyright © 2023 Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

Dieses Dokument wurde von der Helaba Invest mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Eine Haftung für allfällige Schäden, die direkt oder indirekt mit den vorliegenden Informationen zusammenhängen, ist ausgeschlossen. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken für professionelle Anleger gem. § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB bzw. professionelle Kunden gem. § 67 Abs. 2 WpHG und ist nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Dieses Dokument bildet insbesondere keine Offerte zum Kauf von Anteilen. Auf der Grundlage dieses Dokuments darf kein Kaufauftrag entgegengenommen werden. Ferner stellen die in diesem Dokument gemachten Angaben keine Anlageberatung dar.

Das vorliegende Dokument ist ohne die dazugehörigen mündlichen Erläuterungen nur von eingeschränkter Aussagekraft. Eine Garantie für die Aktualität und Vollständigkeit der Angaben wird nicht übernommen.

Die Vervielfältigung, Weitergabe oder Veröffentlichung der Unterlage oder auch nur in Teilen ist ohne ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung der Helaba Invest nicht gestattet.

Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklären Sie sich mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

