



# Carry, Kupon und Corporates: Fixed Income im Jahr 2026

Beim Roundtable diskutierten **Loki Zanini**, Abteilungsleiter Kapitalanlage bei der Deutschen Familienversicherung, **Arno Hofmann**, Leitung Liquide Assets bei der Evangelischen Ruhegehaltskasse Darmstadt, **Thorsten Lang**, Leiter Asset Management Credit bei Helaba Invest, **Peter Becker**, Investment Director bei Capital Group, und **Jörg Bungeroth**, Senior Portfolio Manager bei Deka Investment, über die Perspektiven für das Anleihenjahr 2026 zwischen normalisierter Zinskurve und Eskalation in Nahost. **Dr. Guido Birkner** und **Arrian Correns** moderierten.

---

## SPONSOREN



**Helaba** *Invest*



„Von mir gibt es ein klares Ja zu Anleihen. Es gibt wieder Kupons, und auch wenn die Spreads nicht allzu hoch sind, können sie gut vereinnahmt werden.“

**Wir leben in bewegten Zeiten, und jeder Tag bringt neue, unerwartete Nachrichten, die auch Sie als Kapitalanleger unmittelbar betreffen. Zum Einstieg in die Diskussion eine persönliche Frage: Worauf schauen Sie morgens zuerst, wenn Sie die Nachrichtenlage verfolgen, auf Finanznews oder auf den Irankrieg?**

**Thorsten Lang:** Der erste Blick gilt iTraxx, Zinsen, Treasuries, Bund und Aktien-Futures, um ein Gefühl dafür zu bekommen, wie der Markt auf die Nachrichten reagiert. Das lief nach den ersten Kriegsnachrichten aus der Golfregion tatsächlich fast nach Playbook ab. Interessant ist, dass Treasuries nicht als Safe Haven fungierten, wie man es in solchen Situationen normalerweise erwarten würde. Inflationssorgen wegen der Energiepreise sind eine mögliche Erklärung. Grundsätzlich war die Reaktion nicht chaotisch, sondern eher geordnet.

**Loki Zanini:** Neben Aktien- und Renten-Futures, Renditen von Staatsanleihen und Spreads schaue ich zunehmend auch auf Rohstoffe und Währungen. Das sind Märkte, die sich in Krisenzeiten oft zuerst und stärker als andere Asset-Klassen bewegen. Der Ölpreis hat sich mit den Ereignissen im Nahen Osten ab dem 28.

Februar wie erwartet stark bewegt. Nach meiner Einschätzung ist das nur die erste Reaktion und macht vielleicht ein Drittel von dem aus, was noch kommen kann. Sollte die Eskalation von längerer Dauer sein, ist ein Ölpreis bei über 100 Dollar denkbar. In diesem Szenario ist mit entsprechenden Effekten auf Inflation und Aktienmärkte zu rechnen. Die europäischen Märkte haben aufgrund der veränderten Energielage von Europa – Erdgas, Abhängigkeit von Lieferungen – stärker reagiert als die US-Märkte. Ich gehe davon aus, dass wir neben steigenden Spreads zunächst auch kurzfristig fallende Aktienmärkte und mehr Volatilität auf ausgewählten Rohstoffmärkten sehen werden. Fraglich wird sein, wie langfristig diese Effekte sein werden. Dann können auch politische Antworten mehr ins Gewicht fallen.

**Jörg Bungeroth:** Das eigentlich Spannende ist die Frage nach den „Unknown Unknowns“ – also nach Ereignissen, die von den Märkten noch nicht antizipiert worden sind. Die aktuelle Situation fällt zunächst in die Kategorie der „Known Unknown“. Es war bekannt, dass US-amerikanische und israelische Angriffe auf den Iran möglich sein könnten. Was aktuell schwer eingeschätzt werden kann, ist das Ausmaß des




---

**ARNO HOFMANN**  
**LEITUNG LIQUIDE ASSETS,**  
**EVANGELISCHE RUHEGEHALTS-**  
**KASSE DARMSTADT**

Arno Hofmann vertritt einen langfristigen strategischen Ansatz mit starkem Fokus auf aktives Management. Die Pensionskasse setzt auf eine strukturierte Managerselektion mit externen Partnern. Hofmann empfiehlt einen Mix aus sicheren Staatsanleihen, Pfandbriefen, Corporates bis zu High Yield mit US-Dollar und Emerging Markets als Beimischungen.

Eskalationspotentials. Ein wesentliches Problem sehe ich jedoch in der zunehmenden Informationsflut. Aus der Vielzahl an Informationen und Schlagzeilen gilt es, die wirklich relevanten Aspekte herauszufiltern. Dies stellt den ersten Schritt dar, gefolgt von einer fundierten Interpretation und der anschließenden Umsetzung.

**Peter Becker:** Der Punkt mit dem Filtern der Informationen ist zentral. Das hatten wir letztes Jahr auch schon. Wir sind langfristige Investoren und denken deshalb über die längerfristigen Implikationen nach: Was sind die Folgen für die Ölmärkte, für Inflation, für Wachstum? Bei einem anhaltenden Konflikt und dann, wenn Ölpreise längere Zeit über 100 Dollar liegen würden, würde das wahrscheinlich die globale Wirtschaft in eine Rezession ziehen. Ob das eintritt, ist in diesem Moment noch nicht klar. Also gilt es, Ruhe zu bewahren, zu beobachten und nicht reflexartig auf Basis von Wochenendnachrichten zu handeln.

**Arno Hofmann:** Als Pensionskasse denken wir sehr langfristig strategisch und setzen stark auf aktives Management. Das erlaubt uns, solche Situationen anders zu betrachten als vielleicht ein kurzfristig orientierter Portfoliomanager. Ich war

auch überrascht, dass es am Montag nach dem Ausbruch des Irankriegs keine stärkeren Bewegungen an den Finanzmärkten gab. Letztes Jahr bei den ersten Zollankündigungen von Donald Trump haben wir ähnlich reagiert. Wir beobachten und warten, wie sich die Lage langfristig entwickelt.

**Sehen Sie seit dem vergangenen Jahr insgesamt eine höhere Resilienz bei Marktteilnehmern?**

**Peter Becker:** Ich glaube schon, dass man dazulernt. Man war sich bewusst, dass es im Laufe des Jahres volatiliter werden würde. Auch deshalb, weil die Art, wie Politik heute betrieben wird, neu ist. An diesen Stil war man vorher nicht gewöhnt. Die Ausschläge beim Liberation Day waren noch massiv. Aber auch bei uns hat ein Umdenken stattgefunden. Ankündigungen, die eine Woche später wieder revidiert werden, haben uns gelehrt, durch den Informationslärm hindurchzuschauen und zu beurteilen, was das für die Portfolios langfristig wirklich bedeutet.

**Jörg Bungeroth:** Die Marktreaktionen auf ein „Known Unknowns“ fallen in der Regel moderat aus. Spannend wird es jedoch bei einem echten Überraschungsmoment.

---

**THORSTEN LANG**  
**LEITER ASSET MANAGEMENT CREDIT, HELABA INVEST**

Lang sieht Credit als unverzichtbaren Bestandteil jeder strategischen Asset Allocation institutioneller Portfolios an. Gerade im Schwellenlandsegment ließe sich dieses Jahr der Carry gut verdienen.



Die entscheidende Frage lautet: Wie lange bleiben die Märkte in einem solchen Fall stabil? Ich bin der Ansicht, dass die kommenden Wochen aufzeigen werden, wo die tatsächlichen Gefahrenpunkte liegen – insbesondere solche, die auf den ersten Blick nicht erkennbar sind. Mit Blick auf die Signalwirkung hat sich der Begriff „TACO Trade“ im Marktvokabular etabliert, ein Akronym für „Trump always chickens out“. Die Halbwertszeit seiner Ankündigungen hat sich zunehmend verkürzt. Dies hat viele Marktteilnehmer dazu veranlasst, zunächst abzuwarten, ob angekündigte Maßnahmen tatsächlich umgesetzt werden, bevor sie darauf reagieren.

**Loki Zanini:** Langfristigkeit ist neben Verlässlichkeit auch für Versicherungsunternehmen das zentrale Wort. Ausgewählte geopolitische Ereignisse wie der Liberation Day vor einem Jahr haben das Potential für starke, kurzfristige Bewegungen von zeitweise minus 20 Prozent im Aktienmarkt. Gleichzeitig fiel die damalige, breite Bewegung in Credit Spreads gegenüber ähnlichen Ereignissen vergleichsweise moderat aus. Da hat eine Veränderung im Markt stattgefunden, die wir genau beobachten. Für uns heißt das aktuell, dass wir vor allem die Aktienvolatilität managen müssen. Auf der Rentenseite mit einer Mischung aus

Staatsanleihen und Unternehmensanleihen war die Reaktion im mittleren und langfristigen Bereich der Kurve deutlich ruhiger. Wir handeln also nicht auf kurze Sicht, sondern fragen uns: Ist das wirklich eine mittelfristige Veränderung unseres Bildes? Wenn ja, passen wir unsere Positionierung an und prüfen mögliche weitere Schritte.

**Wie ist die Deutsche Familienversicherung derzeit im Fixed-Income-Bereich allokiert?**

**Loki Zanini:** Wir legen, passend zum Asset-Liability-Management und den Unternehmenszielen, mit einer gemischten Allokation aus Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit Fokus auf dem Euro-Raum an. Wir investieren vor allem in große, liquide Emissionen mit attraktivem Chance-Risiko-Verhältnis, weil Liquidität für uns die Flexibilität bietet, auf Krisen wirksam reagieren zu können und gegebenenfalls taktisch umzuschichten. Hinsichtlich der Spreads in Unternehmensanleihen beobachten wir den Markt interessiert. Derzeit sind die Credit Spreads historisch gering. Wenn diese sich wieder in Richtung Median bewegen, sehen wir vermehrt attraktive Chancen, um die Mischung aus guten Staatsanleihen und Unternehmensanleihen über die Zeitachse zu optimieren und für die



„Ich finde die Emerging Markets am spannendsten – egal ob High Yield oder Investment Grade. Allein mit Blick auf die Einstandsrendite sind die Segmente einfach sehr attraktiv.“

Versicherten und Stakeholder stabile und attraktive Ergebnisse zu erzielen.

**Jörg Bungeroth:** Wir sehen aus dem institutionellen Bereich zunehmend Anfragen zu Buy-and-Maintain-Mandaten. Es geht dabei weniger um die relative Risikoprämie als um den absoluten Kupon, der möglichst lange gesichert werden soll. Um ein Beispiel zu geben: Wenn eine Pensionskasse eine Ausschüttungsverpflichtung von 3,25 Prozent hat und ich Kupons von 3,5 bis 3,75 Prozent in Staatsanleihen mit 15- bis 20-jähriger Laufzeit bekomme, dann ist das eine attraktive Anlagealternative. Daneben sehen wir große institutionelle Investoren, die sortenreine Investment-Grade-Körbe wollen und ihre Asset Allocation intern selbst zusammenstellen. Und wir sehen eine zunehmende Nachfrage nach aktiv-quantitativen Strategien. Viele Investoren denken noch, quantitativ bedeute passiv, doch das ist nicht der Fall. Es gibt viele aktiv gesteuerte quantitative Mandate mit Faktoranalyse.

**Wie sehen Sie die Nachfrage nach aktiven Strategien im Fixed-Income-Bereich insgesamt?**

**Peter Becker:** Wir sind ein rein aktiver Manager. Ganz grundsätzlich ist das Fixed-Income-Segment deutlich schwieriger zu passivieren als Aktien. Eine

Minimierung des Tracking Errors hinzubekommen, ist erheblich komplexer. Die Passivierung, die wir auf der Aktienseite seit Jahren beobachten, läuft auf der Fixed-Income-Seite deshalb deutlich langsamer. Wir sehen aber nach wie vor ein robustes Interesse an aktiven Strategien, weil es in vielen Strategien tatsächlich möglich ist, im Zeitablauf einen stabilen Zusatzertrag zu erzielen.

**Thorsten Lang:** Ich sehe das genauso. Hinzu kommt, dass die Preise für aktives Management im institutionellen Fixed-Income-Bereich heute nicht mehr so hoch sind. Die frühere Haltung mancher Investoren, es lieber günstig und passiv machen zu wollen, fällt damit weg. Ich kann Strategiebausteine implementieren, die mit hoher Konfidenz relativ konstante Zusatzerträge generieren. Das ist im Aktienbereich deutlich schwieriger. Das wieder höhere Renditeniveau lockt außerdem Investoren allgemein stärker in Fixed Income. Wir hatten eine Phase, in der illiquide Assets das Einzige waren, was Anleger noch kaufen wollten. Diese Zeit ist vorbei. Das aktuelle Renditeniveau ist für viele als Kern der Anlagestrategie ausreichend.

**Viele Prognosen gehen von tendenziell steigenden Spreads aus. Rechnen Sie kurzfristig mit einer Ausweitung?**



„Fixed Income  
ist bei uns die  
Asset-Klasse mit  
den größten Zu-  
wachsen bei Neu-  
allokationen.“

**Peter Becker:** Wir sind mit der Einschätzung in das laufende Jahr hineingegangen, dass sich fundamental nicht so viel geändert hat. Die Unternehmensfundamentaldaten sehen über die Bank hinweg recht gut aus, was der Markt auch technisch bestätigt. Die ganzen AI-Emissionen bringen etwas Supply-Druck auf Fixed Income, aber die Nachfrage ist weiterhin stabil. Das zeigen auch die Überzeichnungen bei großen Emissionen. Die Spreads können noch sehr lange auf engem Niveau bleiben, solange keine Rezession oder eine andere Krise eintritt. Wir waren und sind der Meinung, dass 2026 ein Carry-Jahr werden kann, in dem der Spread auf relativ niedrigem Niveau verdient wird. Das Tail Risk, dass sich Spreads in Krisensituationen signifikant ausweiten können, bleibt zwar bestehen, doch das ist nicht unser Basisszenario. Grundsätzlich herrscht ein gutes Umfeld, um in diesem Jahr auch Risikoprämien zu vereinnahmen.

**Loki Zanini:** Wir werden als Haus neben der Frage nach attraktiven Renditen durch die Solvenzeffektivität beeinflusst. Das hat uns im letzten Jahr dazu gebracht, die Rating-Qualität über das gesamte Portfolio leicht zu verbessern. Den Doppel-B- und High-Yield-Bereich finden

wir jedoch unter Solvenzkriterien weniger attraktiv. Wir haben deshalb ausgewählte Unternehmensanleihen reduziert und diese bei gleichen Einstandsrenditen und Kupons gegen Staatsanleihen ausgetauscht. Somit kann die Versicherung vermehrt von der steileren Zinskurve profitieren. Das Portfolio wird damit etwas in Richtung längeres Ende positioniert, aber das sehen wir im aktuellen Umfeld als eine gute Abwägungsentscheidung unter Beachtung von zukünftigen Chancen und Risiken an. Unser Ziel ist, uns dauerhaft stabil aufzustellen mit einem Fokus auf die nächsten zehn bis 15 Jahre. Dazu nutzen wir im Rahmen einer stabilen strategischen Asset Allocation taktisch die verfügbaren Bandbreiten, zuletzt durch Rating-Verbesserungen und eine moderate Laufzeitverlängerung, weil uns als Versicherung die Kupons und Renditen, die es am Markt gibt, adäquat erscheinen.

**Geht der Trend weg von Staatsanleihen in Richtung Unternehmensanleihen?**

**Peter Becker:** Die Staatsverschuldungsthematik ist in vielen Kundengesprächen Thema Nummer eins. Analysen über rollierende drei- bis fünfjährige Zeiträume zeigen, dass es kaum Phasen gibt, in denen Staatsanleihen Corporates outperformen.



## **LOKI ZANINI** **ABTEILUNGSLEITER KAPIT- TALANLAGE, DEUTSCHE FAMILIENVERSICHERUNG**

Loki Zanini legt mit einer gemischten Allokation aus Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit Fokus auf dem Euro-Raum an. Die DFV investiert vor allem in große, liquide Emissionen, weil Liquidität Flexibilität bietet.

men. Gleichzeitig erodiert das Vertrauen in Staatsanleihen als sichere und stabile Komponente eines breit aufgestellten Anleihenportfolios weiter – in den USA wegen der Verschuldungsdynamik, in Europa zusätzlich durch das deutsche Fiskalpaket. Was noch an Staatsanleihen im Portfolio übrig ist, verschiebt man lieber in Investment-Grade-Corporates als stabilen Anker. Dadurch hat man die Duration und einen Spread Pick-up und ist nicht dem Klumpenrisiko der globalen Hauptemittenten ausgesetzt. Diese Asset-Allocation-Verschiebung hat sich unserer Erfahrung nach im vergangenen Jahr nochmals beschleunigt.

**Thorsten Lang:** Die Diversifikation im Corporate-Portfolio ist deutlich besser. Beispielsweise sind in einem europäischen Corporate-Index mehrere Hundert Emittenten gebündelt.

**Peter Becker:** Und in einem Global-Corporate-Index sind es sogar knapp 3000 Emittenten. Im Gegensatz dazu ist man als Investor in einem Global Aggregate Bond Index sehr konzentriert in Staatsanleihen von drei bis vier Währungsräumen: US Dollar, Euro, Yen und jetzt auch CNY. Das Konzentrationsrisiko ist hier also wesentlich grösser.

**Arno Hofmann:** Bei uns gibt es zusätzlich die Ebene unserer Leitlinien für ethisch-nachhaltige Geldanlage. Diese beinhaltet auch eine Ausschlussliste und ist damit eine Art aktives Management. Bei riskanteren Segmenten wie High Yield oder Emerging Markets fühle ich mich deutlich wohler, wenn auch ein aktiver Manager draufschaut, der die Granularität des Marktes durchschaut. Einer, der versteht, wo Spreads vereinnahmt werden können und von welchen Investitionen man sich verabschieden sollte.

**Wie gehen Sie bei der Managerselektion vor?**

**Arno Hofmann:** Wir machen das immer mit einem externen Partner, damit wir gegenüber unseren Gremien einen strukturierten, nachvollziehbaren Auswahlprozess nachweisen können. Das Ganze verläuft regelbasiert. Läuft es gut, setzen wir die Geschäftsbeziehung fort. Gibt es eine Schwächephase, schauen wir genau hin und stellen uns zentrale Fragen: Hat der Portfoliomanager gewechselt? Hat sich der Investmentprozess verändert? Gab es eine Fusion? Wir legen zudem einen großen Wert darauf, dass ein Investment-Grade-Manager auch einen kleinen BB-Anteil halten darf. Dadurch muss er in

„Es geht Kunden  
mehr um den ab-  
soluten Kupon,  
der möglichst  
lange gesichert  
werden soll, als  
um die relative  
Risikoprämie.“

Stressszenarien nicht als Zwangsverkäufer agieren. Wenn jedoch ein Unternehmen abrutscht, sprechen wir aktiv mit dem Asset Manager und können für eine gewisse Zeit eine Haltegenehmigung aussprechen. So verhindern wir unnötige Kosten.

**Welche Regionen der Emerging Markets sind für Sie derzeit besonders interessant?**

**Peter Becker:** Die Emerging Markets sind ein heterogenes Universum, das von niedrigverzinslichen asiatischen Märkten bis zu hochverzinslichen Ländern in Lateinamerika reicht. Wir sind tendenziell in den höherverzinslichen Märkten in Lateinamerika, Südafrika und einigen osteuropäischen Ländern übergewichtet. Einige dieser Währungen können auch vom fiskalischen Impuls aus Deutschland profitieren. Der Carry allein ist hier schon eine sehr stetige Renditequelle. Interessant finden wir auch das zunehmende

Umdenken in Richtung Lokalwährungsanleihen. Viele dieser Länder stehen fundamental erheblich besser da als etwa einige der entwickelten Länder. Sie können niedrigere Verschuldungsgrade, ausgeglichene Leistungsbilanzen und attraktive reale Renditen vorweisen. Eine anhaltende Dollar-Schwäche käme Lokalwährungsanleihen zusätzlich zugute.

**Jörg Bungeroth:** Auch wir sehen kundenseitig eine zunehmende Nachfrage nach Lokalwährungsanleihen. Weil der Markt weniger transparent ist, erfordert das in besonderem Maße aktives Management. Sie brauchen sowohl für die Emittentenanalyse als auch für das Hedging Spezialisten. Unser Fokus liegt dabei auf kürzeren Laufzeiten, um Transparenz und Liquidität zu gewährleisten. Gleiches gilt im High-Yield-Bereich: Wer wirklich in den Single-B-Bereich geht, braucht tiefe, qualitativ hochwertige Analyse.



---

## **JÖRG BUNGEROTH** **SENIOR PORTFOLIO** **MANAGER, DEKA INVEST-** **MENT**

Bungeroth beobachtet eine steigende Nachfrage nach Buy-and-Maintain-Mandaten. Er betont das Liquiditätsmanagement und warnt davor, in die Rolle eines Zwangsverkäufers gedrängt zu werden.



**Auch die High-Yield-Spreads befinden sich nahe historischen Tiefs. Wie positionieren Sie sich in diesem Umfeld?**

**Thorsten Lang:** Wir finden High Yield schon wegen der kurzen Duration grundsätzlich spannend. Die Asset-Klasse hat auch 2022 überraschend gut durchgehalten. Aber wie Sie richtig sagen, sind die Spreads sehr eng, auch wenn wir zuletzt wieder Dekompression gesehen haben. Wir bleiben in unseren Portfolios vorsichtig in High Yield positioniert. Ich schaue weniger auf Ratings und lieber auf solide Geschäftsmodelle. Mir ist das Chance-Risiko-Verhältnis im Moment zu asymmetrisch. Gleichzeitig ist der Chemiesektor eine der spannendsten Branchen für High Yield in diesem Jahr, auch wenn er im vergangenen Jahr durch strukturelle Angebotsverschiebungen aus China massiv unter die Räder gekommen ist. Die Spreads haben sich stark ausgeweitet, wodurch sich ein erhebliches Renditepotential auftut. Je nachdem, wie sich das weiterentwickelt, kann es extrem schmerzhaft sein, auf der falschen Seite positioniert zu sein.

**Loki Zanini:** Wir verfolgen einen Top-down-Ansatz, bei dem wir zunächst betrachten, in welcher Höhe die Credit-Spreads im Kontext von Rating-Klassen, Sektoren und Regionen vorliegen. Im Rahmen dieser Vorgehensweise erscheint

High Yield aktuell als wenig attraktiv. Wir beobachten den Markt und erwarten eine Rückkehr in Richtung Median bzw. eine allgemein attraktivere Einstiegsgelegenheit. Hinzu kommt für uns als Versicherer ein wesentlicher regulatorischer Aspekt: Unter Beachtung der Solvency-II-Durchführungsverordnung verdoppelt sich die Eigenkapitalunterlegung von Rating-Klasse BBB zu BB. Das lässt High Yield für Versicherungen grundsätzlich teuer erscheinen. Zudem beobachten wir häufig eine Konvergenz von Korrelationen bei Aktien und High Yield. Die beiden Asset-Klassen erleben in der Regel ihre Drawdowns zur gleichen Zeit, weshalb wir diese Segmente auch substitutiv betrachten. Im Rahmen des Marktrisikomanagements und unter Solvency-Effizienzgesichtspunkten kann es daher attraktiver erscheinen, Staatsanleihen und Investment-Grade-Corporates zu mischen.

**Peter Becker:** Das stimmt, aber ich möchte ergänzen, dass der Markt heute qualitativ deutlich besser aufgestellt ist als noch vor zehn Jahren. Es gibt deutlich mehr Double-B- und weniger Triple-C-Anteile. Auch die Fälligkeitsstruktur spricht für sich. Die Maturity Wall ist verschwindend gering bis zum Jahr 2027, und erst ab 2028/29 nimmt das Refinanzierungsvolumen spürbar zu. In Abwesenheit einer tiefen Rezession kann man als Investor den Spread also



„2026 bietet au-  
ßerhalb der geo-  
politischen Risi-  
ken nach wie vor  
ein gutes Umfeld  
für alle Credit-  
Segmente.“

gut vereinnahmen, wobei man sich eher am qualitativ höheren Ende des Marktes positionieren sollte.

**Die Portfolioanteile von Private Credit und Leveraged Loans sind in den vergangenen Jahren stark gewachsen. Wie beurteilen Sie diese Asset-Klassen aktuell?**

**Thorsten Lang:** Mein Team und ich sind auf Liquidität fokussiert. Leveraged Loans nutzen wir als Research-Parameter für unsere Markteinschätzung, investieren dort aber nicht.

**Jörg Bungeroth:** Private Credit war ein sehr guter Performance-Treiber. Die Achillesferse der Asset-Klasse ist ihre Illiquidität. Das zeigen beispielsweise auch die großen Redemptions bei Blackstone. Man erhält eine Illiquiditätsprämie, und das läuft so lange gut, bis man das Exposure vorzeitig reduzieren muss. In diesem Fall müssen deutliche Preisabschläge in Kauf genommen werden.

**Peter Becker:** Wir sind auch kein auf Private Assets spezialisiertes Haus, beobachten diese Märkte aber aus Indikatorperspektive im High-Yield-Umfeld. Die Ausfallraten in Private Credit steigen derzeit sichtbar an. Es gab jüngst Ana-

lysen, die im Worst Case für dieses Jahr Ausfallraten von bis zu 15 Prozent im Private-Credit-Markt prognostizieren. Das hat Unruhe ausgelöst.

**Thorsten Lang:** Auch wir verfolgen Private Credit vor allem aus analytischer Sicht. Möglicherweise liegt hier eine Self-Selection-Problematik vor, die zum Teil auch das relativ niedrige Nettoneuemissionsvolumen öffentlicher High-Yield-Märkte erklären kann. Schwächere Bonitäten und Emittenten haben sich vermutlich eher über Private Credit finanziert, was dort im Ergebnis zu höheren erwarteten Ausfallraten führen muss. Im Zusammenspiel mit Liquiditätswünschen der Anleger entsteht eine unangenehme Situation.

**Loki Zanini:** Die Asset-Klasse Private Credit steckt in ihrer ersten großen Bewährungsprobe. Teile der aktuellen Entwicklung erscheinen wie ein Déjà-vu aus der Weltfinanzkrise 2008. Die gute Idee der Risikostreuung wurde unter anderem durch Leverage und Risikoerhöhung verschlechtert. Anschließend wurde mangelnde Liquidität durch Repackaging Deals de facto behoben. Hier lassen sich Parallelen zu Secondaries ziehen. Das sieht anfangs attraktiv aus, aber wenn man tiefer hineinschaut, ist es eine Kom-

bination aus immer wieder denselben Strukturen und Prozessen. Das Leverage-Level ist heute zwar niedriger, aber auch anders verteilt. Ausfälle und Strukturverschiebungen wie bei PIK-Transaktionen können das Bild verändern. Dass jüngst mit Blue Owl ein Private-Credit-Anbieter kurzzeitig einen Redemption-Stopp verhängt hat, ist für mich ein erstes Indiz. Das Ganze hat einen schlechten Beigeschmack. Im Rahmen des Anlage- und Risikomanagements hat die Versicherungsbranche erkannt, dass Liquidität einen entscheidenden Vorteil haben kann. Wir wollen die Fähigkeit haben, rechtzeitig und am besten vor anderen Marktteilnehmern auf eine sich nähernde Krise reagieren zu können. Private Credit ist damit für uns aktuell aus Risikogesichtspunkten keine attraktive Asset-Klasse – nicht aus Performance-Gründen, sondern weil sie bei strukturellen Veränderungen über die Zeit dieselben Drawdowns aufweist wie andere Klassen, aber ohne uns die nötige Handlungsfähigkeit zu gewährleisten.

**Arno Hofmann:** Wir meiden auch Leveraged Loans. Da werden Risiken gebündelt und verbrieft. Aus der Finanzkrise wissen

wir, was passiert, wenn man Ausfälle bündelt, mit einem attraktiven Rating versieht und weiter handeln lässt. Das haben wir aus gutem Grund verinnerlicht und vermeiden es.

**Was sind Ihre konkreten Renditeerwartungen für die verschiedenen Fixed-Income-Segmente in diesem Jahr?**

**Arno Hofmann:** Als Basisszenario schaue ich mir zunächst an, welche Rendite unser Portfolio heute bei unverändertem Zinsniveau erzielt. Bei sicheren Staatsanleihen liegen wir bei rund 3 Prozent. Im Corporates-Bereich kommen wir auf rund 4 Prozent und haben damit etwa 1 Prozent Spread auf europäische Staatsanleihen. Das Ganze wird komplementiert von einer kleinen Beimischung an Emerging Market Debt. Im High-Yield-Bereich liegt unser Base Case bei rund 6 Prozent. Mit dieser Mischung aus Kupon und Spread ist das für uns ein erfreuliches Gesamtbild. Anleihen machen seit einigen Jahren wieder Spaß.

**Loki Zanini:** Bei uns stehen das Asset-Liability-Management und die strategische Asset Allocation am Anfang. Als Versi-

---

**PETER BECKER**  
**INVESTMENT DIRECTOR,**  
**CAPITAL GROUP**

Becker schätzt die Unternehmensfundamentaldaten im Corporate-Segment allgemein als positiv ein. Die Spreads könnten noch sehr lange auf engem Niveau bleiben, solange keine Rezession eintrete.





cherer verwenden wir historische Einstandsrenditen, aktuelle Zinsniveaus und Markterwartungen in Form von Szenarioanalysen, um deren Veränderungen und Ergebniseffekte zu simulieren. Wir bewegen uns hauptsächlich im Anlagebereich von fünf bis 15 Jahren. Im Euro-Staatsanleiensegment rechnen wir mit Einstandsrenditen von 3 bis 3,5 Prozent, blicken aber differenziert auf die Länder. Wir achten auf Primärdefizite und Refinanzierungsfähigkeiten. Insbesondere Frankreich und Belgien sehen wir auf dieser Basis herausfordernd. Portugal und andere periphere Länder haben sich unterdessen fundamental verbessert und handeln heute Spread-seitig enger als viele andere Staatsanleihenemittenten. Im Credit-Bereich sind die Renditen nur noch bedingt höher als bei Staatsanleihen. Aufgrund der Solvency-II-Regulierung sind diese in der Eigenkapitalbelastung jedoch teurer. Bei High Yield rechnen wir mit 5 Prozent und mehr, in Abhängigkeit von der Rating-Klasse und der Region. Die deutlich höhere historische Volatilität und die Solvenzkapitalbelastung lassen diese Asset-Klasse weniger attraktiv erscheinen, als es die absolute Rendite dies vermuten lässt.

**Jörg Bungeroth:** Die Entwicklung der Alpha-Quellen im Corporate-Bond-Bereich ist für uns von besonderem Interesse. Auffällig ist, dass die Neuemissionsprä-

mien stark zusammengelaufen sind. Eine Emission, die bei der initialen Ankündigung am Morgen noch attraktiv erscheint, kann während der Bookbuilding-Phase eine signifikante Reduktion der Risikoprämie erfahren. In einigen Fällen werden Neuemissionen mit mehrfacher Überzeichnung am Ende sogar unter den ausstehenden Papieren gehandelt. Für uns als Portfoliomanager stellt sich daher die Frage, ob eine Teilnahme unter diesen Bedingungen noch sinnvoll ist. Der Rollback auf einer steilen Zinsstrukturkurve bleibt hingegen weiterhin attraktiv – je steiler die Kurve, desto interessanter. Zudem bieten Hybridpapiere sowie Tier-2- und AT1-Papiere nach wie vor einen gewissen Renditeaufschlag.

**Arno Hofmann:** Die Steilheit der Kurve gestaltet unsere Portfolioallokation gerade sehr schön: Risikoreichere Anlageklassen sind typischerweise kürzer in der Duration, sicherere Papiere etwas länger. Da spielt die aktuelle Kurvenform wunderbar mit rein.

#### Wie nehmen Sie das ESG-Thema bei Ihren Kunden aktuell wahr?

**Jörg Bungeroth:** Das aktuelle Bild zeigt sich ambivalent. ESG hat einen unveränderten hohen Stellenwert. Eine der größten Veränderungen der letzten zwei Jahre betrifft Rüstungsproduzenten. Viele Investoren, die diese zuvor kategorisch ausge-



schlossen haben, betrachten Verteidigung mittlerweile als Teil einer Governance-Verantwortung und somit als investierbar.

**Arno Hofmann:** Für uns ist ESG kein reines Ausschlussprinzip. Wir begleiten Unternehmen schließlich in einem Transformationsprozess. Auch ein Betonhersteller gehört in ein Portfolio, wenn er innerhalb seiner Branche führend in Richtung Nachhaltigkeit ist. Was wir ausschließen, sind klare ethische Grenzfälle. Investitionen beispielsweise in Kohle und menschenrechtsverletzende Themen kommen uns nicht ins Portfolio. Alles andere läuft über Engagement. Wir fordern unsere aktiven Manager auf, diesen Prozess mitzugestalten, indem sie Unternehmen an die Hand nehmen und sie auffordern, den Transformationsweg zu verfolgen.

**Peter Becker:** Der Fokus auf ESG ist aus meiner Wahrnehmung bei Anlegern in den letzten Jahren etwas in den Hintergrund gerückt. In RFPs braucht es heute keine seitenweisen ESG-Beschreibungen mehr, stattdessen reichen oft einige Absätze. In den USA ist das Thema durch den politischen Wechsel stark in den Hintergrund gerückt. In Europa wird es relevant bleiben, aber in einer nüchterneren Form. Unsere eigenen ESG-Ressourcen sind in Europa und hier größtenteils in London angesiedelt. Abgebaut haben wir sie in den vergangenen

Jahren nicht. Wir glauben weiterhin, dass ESG insbesondere in Europa – in welcher Form auch immer – Bestand haben und wichtig sein wird für Investoren.

**Loki Zanini:** Das Thema Nachhaltigkeit und die entsprechende Regulierung verändern sich schlichtweg – Stichwort Omnibus-Verfahren. Wir reden bald nicht mehr über Artikel 6, 8 und 9, sondern über vier bzw. fünf neue Kategorien von ESG. Das BaFin-Rundschreiben 05/2025 wie auch die Solvency-II-Durchführungsverordnung fordern im Rahmen des Grundsatzes der unternehmerischen Vorsicht, Nachhaltigkeitsfaktoren zu berücksichtigen. In dem Kapitel 16 dieses Rundschreibens steht dezidiert eine größere Anzahl von zu berücksichtigenden ESG-Faktoren. Deren Umsetzung erfolgt durch eine Anpassung des internen Kredit-Ratings. Die Regulierung ist also weiterhin da, sie verändert sich nur. Ob durch die Anpassungen weniger Aufwand entsteht, steht auf einem anderen Blatt.

**Arno Hofmann:** Wir schauen auch sehr genau hin, wie sich vor allem US-amerikanische Manager im ESG-Engagement verhalten. Wir stellen derzeit fest, dass viele dieser Manager das Thema schleifen lassen. Das nehmen wir oft zum Anlass für eine gründliche Prüfung. Sieht ein Investmenthaus ESG als echten Baustein der Kapital-



**GUIDO BIRKNER**  
CHEFREDAK-  
TEUR DPN



**MODERATOREN**



**ARRIAN  
CORRENS**  
REDAKTEUR DPN

anlage oder schaltet es das einfach nach Kundenwunsch an und aus? Das ist für uns ein wichtiger Differenzierungsfaktor.

**Zum Abschluss: Was würden Sie institutionellen Investoren mit Blick auf Fixed Income für dieses Jahr empfehlen?**

**Thorsten Lang:** Wir empfehlen immer Credit. Die Asset-Klasse muss in jede strategische Asset Allocation eines institutionellen Portfolios. Wenn ich abstuft vorgehe, würde ich sagen, dass ich die Emerging Markets am spannendsten finde – egal ob High Yield oder Investment Grade. Allein mit Blick auf die Einstandsrendite sind die Segmente einfach sehr attraktiv. Wir glauben, dass man dieses Jahr den Carry gut verdienen kann. Zusätzlich haben wir Roll-down auf steilen Kurven, und das aktuelle Yield-Niveau ist attraktiv. Unsere Renditeerwartung für Investment Grade liegt bei gut 4 Prozent, für High Yield vielleicht bei 1 Prozent mehr, für Hard Currency EM sogar noch weiter darüber. Zwischenzeitlich wird es sicherlich mehr Volatilität geben. Ob die aktuelle Lage ein Katalysator für eine signifikante Spread-Ausweitung ist, wissen wir noch nicht. Abgesehen davon spricht das fundamentale Umfeld für solide Renditen.

**Peter Becker:** Ich stimme dem zu. Ich würde ein diversifiziertes Credit-Portfolio empfehlen mit Investment-Grade-Credit als stabiler Komponente, Emerging-Market-Anleihen als Beimischung – sowohl in Hard Currency als auch in Local Currency – und High Yield ergänzend. Analysen über 30-jährige rollierende Zeiträume zeigen, dass ein diversifiziertes Credit-Portfolio mit hoher Wahrscheinlichkeit einen Global-Aggregate-Ansatz mit hoher Staatsanleihekomponente übertrifft. Das Jahr 2026 bietet außerhalb der geopolitischen Risiken, die schwer einzuschätzen sind, nach wie vor ein gutes Umfeld für alle Credit-Segmente. Jeder dieser Sektoren hat eine Rolle zu spielen.

**Loki Zanini:** Fixed Income ist bei uns die Asset-Klasse mit den größten Zuwächsen bei Neuallokationen. Die Renditeattrakti-

vität ist einfach da, und das mehr als noch in der Vergangenheit. Unter Chance-Risiko-Gesichtspunkten sehen wir das als die spannendste Asset-Klasse zurzeit an. Auch regulatorisch und unter Solvency-Gesichtspunkten sind die Festverzinslichen gut abbildbar. Wir setzen auf eine diversifizierte Mischung aus Staaten und Unternehmensanleihen und dabei auf eine hohe Granularität über Länder, Titel, Branchen und Rating-Klassen hinweg. So sollten wir möglichst krisenfest aufgestellt sein und können gleichzeitig unseren Verpflichtungen als Versicherung und Unternehmen nachkommen.

**Jörg Bungeroth:** Auch für uns ist Fixed Income ein zentraler Baustein in der Asset Allocation. Die angesprochene hohe Granularität spielt hierbei eine entscheidende Rolle. „Mind the gap“ ist ein passendes Stichwort: Es gilt, darauf zu achten, nicht durch Marktbewegungen in die Rolle eines Zwangsverkäufers gedrängt zu werden. Aktuell bevorzugen wir längere Laufzeiten mit etwas höherer Bonität, insbesondere vor dem Hintergrund der steilen Zinskurve. Den High-Yield-Bereich nahe Investment Grade stufen wir derzeit als vergleichsweise teuer ein. Spread-Ausweitungen würden wir jedoch gezielt nutzen, um Positionen aufzustoocken. Taktisch empfehlen wir Investoren, in den kommenden Wochen eine gewisse Liquiditätsreserve vorzuhalten.

**Arno Hofmann:** Auch von meiner Seite gibt es ein klares Ja zu Anleihen. Es gibt wieder Kupons, und auch wenn die Spreads nicht allzu hoch sind, können sie gut vereinnahmt werden. Von den Anleiheklassen mögen wir einen schönen Mix aus sicheren Staatsanleihen, Pfandbriefen und Corporates bis hin zu High Yield. Regional ist Europa unser Safe Haven, abgerundet gerne mit dem US-Dollar und Emerging Markets als Beimischung. Wichtig bleibt für uns, auf das hohe Maß an Granularität zu achten und keine großen Klumpenrisiken einzugehen. Den Triple-C-Bereich meiden wir aus Risikogesichtspunkten. Insgesamt überzeugt uns das Risiko-Rendite-Profil bei Anleihen. ●

# Summary



## KEY FACTS

- Investoren haben an Resilienz gewonnen und bewerten Schlagzeilen nüchterner.
- Anleger beobachten die Verschuldungsdynamik in den USA und Teilen Europas mit Skepsis.
- High Yield hat sich qualitativ deutlich verbessert. Zugleich ist die kurzfristige Maturity Wall hier sehr dünn.
- Angesichts erster Ausfallerscheinungen steht Private Credit vor seiner ersten Bewährungsprobe.
- Aktives Management in Fixed Income bleibt gefragt.

**Arno Hofmann** freut sich über die Normalisierung der Zinsstrukturkurve. Die Steilheit ermöglicht es, risikoreichere Papiere an der kurzen Durationsleine zu halten, während sichere Papiere länger laufen. Insbesondere bei Schwellenländeranleihen und dem High-Yield-Segment setzt sein Haus auf aktives Management und die Unterstützung durch externe Dienstleister.

**Jörg Bungeroth** stellt die Frage nach dem Umgang mit den sogenannten „Unknown Unknowns“, also Ereignissen, die die Marktteilnehmer nicht antizipiert haben. Er sieht Anleger zunehmend vor der Herausforderung, aus einer Flut von Informationen und Schlagzeilen die relevanten Informationen herauszufiltern, und betont die Wichtigkeit fundamentaler Datenanalysen.

**Thorsten Lang** findet im Fixed-Income-Segment deutliche Argumente für aktives Management. Hier lassen sich seiner Meinung nach mit hoher Verlässlichkeit attraktive Renditen erwirtschaften. Besonders spannend findet er derzeit die Chemiebranche im High-Yield-Segment, die sich in Zeiten des Strukturwandels befindet.

**Loki Zanini** nennt die Festverzinslichen als wichtigste Asset-Klasse für Neuallokationen. Für die Kapitalanlage seines Hauses stehen Asset-Liability-Management und die strategische Asset Allocation am Anfang aller Entscheidungen. Unter Berücksichtigung des Top-down-Ansatzes seines Hauses hält er High Yield derzeit für wenig attraktiv und wartet auf bessere Einstiegsmöglichkeiten.

**Peter Becker** beobachtet eine beschleunigte Asset-Allocation-Verschiebung von Staatsanleihen zu Investment-Grade-Corporates, getrieben durch die Verschuldungsthematik. Bei Emerging Markets sieht er eine Übergewichtung in höherverzinslichen Märkten in Lateinamerika, Südafrika und einigen osteuropäischen Ländern als sinnvoll an. Der Carry allein ist seiner Meinung nach hier schon eine sehr stetige Renditequelle.

Die Runde ist sich einig, dass Liquidität in turbulenten Zeiten einen entscheidenden Vorteil der Festverzinslichen darstellt. Aktives Management bleibt gefragt, und 2026 wird ein Jahr des Carrys. ●