

## **Kompendium (Spezial)**

**Publikation für institutionelle Investoren**

**Inflationäres Umfeld mit steigende Zinsen  
und anderen Herausforderungen**

**Einschätzungen und Anlageideen  
für Investoren im Jahr  
2023**

# Hausse-Couture.

Setzen Sie auf den Trend, der wirklich en vogue ist: unsere LowRisk-Konzepte.

Schon über eine Diversifikation Ihres Anlagestils nachgedacht? Stilsichere Anleger gönnen Ihrem Vermögen unsere Hausse-Couture. Mit unserer quantitativen LowRisk-Aktienstrategie können Sie sich in jeder Börsensaison sehen lassen: Aufwärtstrends mitnehmen und bei Abwärtstrends besser abschneiden – das ist Anlegen up to date und style nach oben!

Überlegen. Investieren.



**..Deka**  
Institutionell



## Vorwort

Sehr geehrte Damen und Herren,

mit diesem Kompodium (Spezial), das im Rahmen der TELOS Kompodium-Reihe die nunmehr 19. Ausgabe darstellt, bedienen wir uns von TELOS der Kompodium-Reihe erstmalig nicht, um eine spezielle Assetklasse oder ein bestimmtes Thema (wie z.B. Nachhaltigkeit) näher zu beleuchten. Dieses Kompodium (Spezial) trägt dem besonderen Umstand Rechnung, dass wir alle im Asset Management Bereich tätigen Akteure einer ganz besonderen Situation ausgesetzt sind.

Die Auswirkungen des Ukraine-Krieges haben viele der ohnehin schon aufgelaufenen Problemfelder im negativsten Sinne „ergänzt“ bzw. deren Auswirkungen verstärkt oder deren Aufbrechen erst ermöglicht.

Der wohl für alle Marktakteure am einschneidendste Effekt dürfte wohl der Inflationseffekt sein, der weltweit aufgebrochen ist. Mit dem Wort „aufgebrochen“ soll eine gängige Interpretation bemüht werden, die sich darin findet, dass die kriegsbedingten Teuerungseffekte über z.B. den Energiesektor und wichtigen Nahrungsmittelsektoren natürlich unzweifelhaft gegeben sind. Sie standen (und stehen weiter) in der Wirkung aber nach Meinung vieler Marktakteure nicht alleine. Vielmehr traf dieser Schock in Geschwindigkeit und Ausmaß auf ein historisches Zinsumfeld niedrigster Nominalzinsen. Das „billige Geld“, dass seit vielen Jahren über zahlreiche Programme der Notenbanken rund um den Globus aus den bekannten Gründen gewünschter Wirtschaftsstabilisierung geschaffen wurde, musste über kurz oder lang nach Meinung vieler Analysten zwangsläufig für sich genommen nach den inflationären Effekten auf der Vermögenseite auch die Inflationstendenzen allgemein befeuern. Die Schnelligkeit, mit der die Inflation weltweit angesprungen ist sowie deren teils historisches Ausmaß führten zu einer relativ betrachtet regelrechten „Zinsexplosion“ der Notenbanken und natürlich des Marktes an sich. Eine Bodenbildung bei den Zinsen konnte zwar schon 2019 und 2020 festgestellt werden. Aber die Vollbremsung der Notenbanken als Reaktion des entscheidenden Auslösers Ukraine-Krieg verlangte den Marktteilnehmern bei der Gestaltung Ihrer Portfolios alles ab und tut es bis heute.

Wir von TELOS haben uns daher entschieden, auch von unserer Seite mit Unterstützung geeigneter Asset Manager einen Teil dazu beizutragen, Ihnen als interessierten Investor oder auch sonstigen Marktakteuren helfende Marktinterpretationen und unterstützende Anlageideen bereitzustellen. Dieses sollte nach unserem Dafürhalten allerdings völlig frei von jeglicher Vorgabe einer bestimmten Assetklasse erfolgen. Aus diesem Grund finden Sie auf den folgenden Seiten in der TELOS-Kompodium-Reihe erstmalig Assetklassen-übergreifend Interpretationen und Ideen zu verschiedensten Assetklassen und Teilmärkten.

In der Hoffnung, dass daraus weiterführende Gespräche und ein reger Austausch zwischen Ihnen als Investor und den unterstützenden Asset Managern erwächst, wünschen wir Ihnen nun eine informative, anregende und hilfreiche Lektüre.





**(Dr. Frank Wehlmann)**

**(Harald Müller)**

TELOS GmbH  
Biebricher Allee 103  
D-65187 Wiesbaden

Tel. +49-611-9742-100  
Fax. +49-611-9742-200  
Web: [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)  
E-Mail: [info@telos-rating.de](mailto:info@telos-rating.de)

# Unsere Consulting Services für institutionelle Investoren

Individuell, transparent, erfahren



Asset Manager Auswahl



Master-KVG Auswahl



Verwahrstellen Auswahl



Asset Manager Monitoring



ESG Analysen



Kostenanalysen

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	1
--------------	---

**Auf den folgenden Seiten finden Sie unterstützende Marktanalysen und Anlageideen für das aktuelle herausfordernde Umfeld.**

**Wir würden uns freuen, wenn die bereitgestellten Einblicke der Asset Manager zu für Sie als Investor fruchtbaren Gesprächen führen.**

<b>ansa capital management</b> – Total Return, Multi-Asset, Absolute Return.....	4
<b>Apo Asset Management GmbH</b> – Wird 2023 mit Healthcare-Investments zur Erfolgsstory?.....	14
<b>ARAMEA Asset Management AG</b> – Die „antizipierteste“ Rezession aller Zeiten – Bonds are Back!.....	22
<b>Carmignac</b> – Schwellenländeranleihen.....	31
<b>Degroof Petercam Asset Management</b> – Grenzen der Diversifizierung: Ein tiefer Einblick in die Märkte der Schwellenländer.....	39
<b>EURIZON Asset Management</b> – The Globe: Der Investmentausblick von Eurizon.....	42
<b>Eyb &amp; Wallwitz Vermögensmanagement GmbH</b> – Ausblicke: Makroperspektiven, Asset Allocation und Anlageideen.....	47
<b>HABEL, POHLIG &amp; PARTNER Vermögensverwaltung</b> – Kapitalmärkte im Krisenmodus.....	62
<b>Hauck &amp; Aufhäuser Innovative Capital Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH</b> – Kryptoassets und Inflation.....	72
<b>J. Safra Sarasin</b> – Investment Spotlight: Hochzinsanlagen während eines Abschwungs.....	77
<b>KEPLER-FONDS Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.</b> – Investieren in Substanzwerte - Chancenreiche Zukunftsthemen - Umwelt Aktienfonds.....	84
<b>Lazard Asset Management</b> – Inflation: Umfeld und Anlagelösungen / Global Equity / Emerging Markets Corporate Debt.....	89
<b>Robert Beer Management GmbH</b> – Ein Blick auf das Börsenjahr 2023.....	100
Disclaimer.....	105

## ansa capital management: Die Spezialboutique für systematische Anlagekonzepte

ansa capital management ist eine Investmentboutique. Eigentümergeführt, eigeninvestiert und unabhängig.

Wir konzentrieren uns auf die Entwicklung und Umsetzung globaler Total Return und Absolute Return- Strategien auf quantitativer Basis.

Total-Return bedeutet für uns die Übernahme der Verantwortung über die Wertentwicklung und das Risiko eines Portfolios frei von einer Benchmark. Bei unseren Absolute-Return Strategien stehen feste Risikovorgaben und die Erzielung marktunabhängiger Erträge im Vordergrund.

Aufbauend auf den wissenschaftlichen Erkenntnissen der letzten 50 Jahren und der Neugier auf neue Methoden im modernen Portfoliomanagement setzen wir Anlageentscheidungen diszipliniert um. Nachvollziehbare Kausalitäten und ein aktives Risikomanagement sind für uns unabdingbar. Dafür sind verbindliche Regeln wichtig. Der Erfolgstreiber aller Strategien ist ein stringenter Investmentprozess. Bei ansa capital management finden Sie junge Professionals und sehr erfahrende Portfoliomanager in einer besonderen Symbiose. Uns prägt ein hoher professioneller Anspruch an alles was wir tun.

Wir schätzen das besondere Arbeitsumfeld einer fokussierten Investmentboutique. Die Leidenschaft für Kapitalmärkte und quantitative Modelle ist unsere Verbindung.

### Die Kernfakten:

- Mehr als 30 Jahre Erfahrung im Asset Management
- Gründung 2014 als Quant-Investmentboutique
- 100% Fokus auf systematische Total Return und Absolute Return-Strategien
- Unabhängig, Eigentümergeführt, eigeninvestiert
- ca. 2,0 Mrd. € Assets under Management
- 10 Mitarbeiter

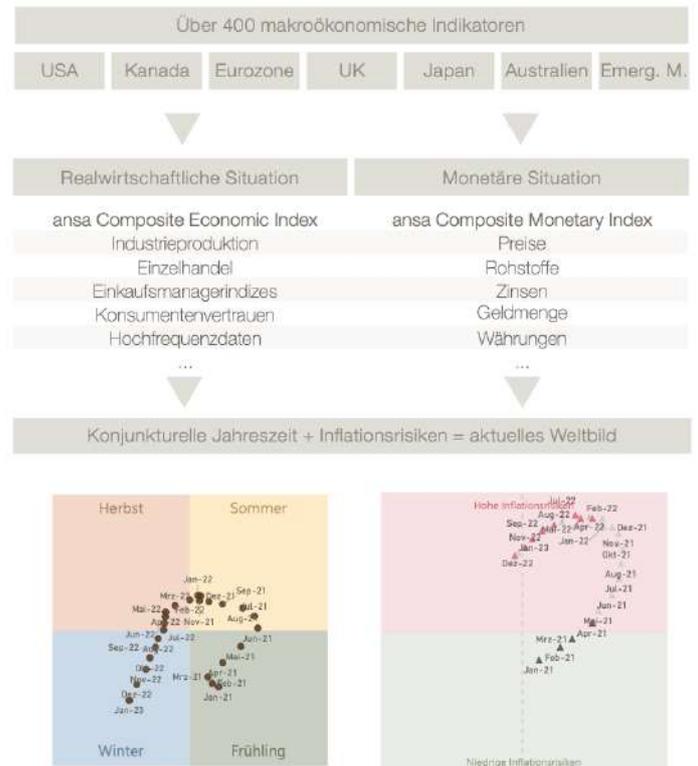
Für unseren Beitrag im TELOS Kompendium (Spezial) „Inflation: Umfeld und Anlagelösungen“ ordnen wir für Sie die aktuelle makroökonomische Situation anhand unserer selbst entwickelten Methodik ein. Zunächst stellen wir unseren Ansatz für „Makroökonomisches Nowcasting“ vor, bevor wir im Detail auf die aktuelle realwirtschaftliche und insbesondere monetäre Situation eingehen. Es folgen zwei Anlagevorschläge, die sowohl als Kerninvestment als auch als Beimischung für das Gesamtportfolio eingesetzt werden können.

## Makroökonomisches Umfeld – ansa Makro-Nowcasting

Seit Gründung der ansa beschäftigen wir uns mit der systematischen Analyse der regionalen realwirtschaftlichen und monetären Situation sieben großer Wirtschaftsregionen.

Über 400 makro-ökonomische Indikatoren geben Aufschluss über die heute aktuelle realwirtschaftliche und monetäre Situation auf der Welt.

Für jede Region leiten wir je ein realwirtschaftliches und monetäres Regime ab. Gewichtet nach dem Bruttoinlandsprodukt ergibt sich ein globales Weltbild. Wir nennen diese Vorgehensweise: „Makroökonomisches Nowcasting“. Die realwirtschaftliche Situation ist im ansa Composite Economic Index (aCEI) ablesbar. Die Konjunktur-Uhr visualisiert die Veränderung makroökonomischer Daten im Zeitablauf in Form von konjunkturellen Jahreszeiten. Die monetäre Situation im Zeitablauf ist im ansa Composite Monetary Index (aCMI) in Form einer globalen Inflations-Uhr ablesbar. Sie zeigt die gemessenen Inflationsrisiken und berücksichtigt gleichzeitig die aktuelle Zentralbankpolitik. Die Uhr zeigt positive, negative und neutrale monetäre Regime an.



## Makroökonomisches Umfeld - Realwirtschaftliche Situation

Nach einem Jahrzehnt niedriger Teuerungsraten und expansiver Geldpolitik ist die Inflation 2022 zurückgekehrt. Gestiegene Energiekosten für die Industrie und die privaten Haushalte trieben die Inflationszahlen in Europa zeitweise in den zweistelligen Bereich und befeuerten Ängste über die Versorgungssicherheit. Die Kehrtwende der Zentralbankpolitik führte zu starken Verwerfungen an den globalen Aktien- und Anleihenmärkten. Der russische Angriffskrieg auf die Ukraine hatte maßgeblichen Einfluss auf die Entwicklung der Rohstoffmärkte. China spürt die negativen Auswirkungen der Zero-Covid Strategie und der Abkühlung des nationalen Immobilienmarktes. Die Rezessionsrisiken sind gestiegen.

Für das aktuelle Jahr ist entscheidend, ob sich der Trend einer moderaten Verlangsamung des Wirtschaftswachstums bei hohen Beschäftigungsniveaus weiter fortsetzt, oder ob sich die negativen Aussichten der Umfragewerte realisieren. Betrachtet man die ökonomische Entwicklung im letzten Jahr etwas genauer, wird deutlich, dass der stabile Konsum trotz negativem Reallohnwachstum nur durch einen Abbau des Sparguthabens der Haushalte möglich war. Diese Entwicklung wird sich nicht beliebig lang fortsetzen können. Mit Blick auf den historischen Zusammenhang zwischen Sparguthaben und Konsum ist bei den aktuellen Entwicklungen von einer Abschwächung des Konsums spätestens im dritten Quartal 2023 auszugehen. Das bedeutet, dass nach aktueller Datenlage die kurzfristigen Rezessionsrisiken zwar noch gering sind, aber im zweiten Halbjahr merklich ansteigen könnten.

## Makroökonomisches Umfeld - Monetäre Situation

Die Inflationsentwicklung der letzten 10 Jahre lag trotz expansiver Geldpolitik stabil unter der Zielrate der Zentralbanken von 2 % bis 2,5 %. Mit Jahresbeginn 2022 stieg die Inflation in allen Regionen stark an und erreichte in der Eurozone und dem Vereinigten Königreich zweistellige Werte. Gegenwärtig liegt die durchschnittliche Inflationsrate der G7 Staaten mit über 8% weiter deutlich über den angestrebten Bereichen der Zentralbanken. Das Mosaik der Ursachen und ihre Auswirkungen unterscheiden sich regional deutlich. Bereits im Jahr 2021 waren erste Anstiege der Teuerungsrate messbar. Diese waren auf Corona-bedingte Lieferengpässe, zusammen mit hoher Nachfrage nach Gütern, zurückzuführen. Der Übergang von einzelnen teuer gewordenen Segmenten des Warenkorbs zu einer breitgefächerten Preissteigerung erfolgte im Laufe des Jahres 2022.

Nach unserer Einschätzung sind die positiven Markterwartungen gegen Ende des Jahres mit einer gewissen Vorsicht zu genießen. In der externen Kommunikation unterstrichen die Federal Reserve als auch die EZB, dass die Inflationsrate trotz ihrer Abschwächung im Oktober und November noch nicht nachhaltig auf dem Weg zur Zielrate von 2 % ist. Die aus Inflationsswaps implizit abgeleiteten stabilen kurz-, mittel- und langfristigen Inflationserwartungen liegen bei circa 2,5 %. Aus unserer Sicht stellt die niedrige Zahl ein zentrales Risiko für die Marktentwicklung im aktuellen Jahr dar, da ein zu starker Inflationsrückgang erwartet wird.

## Anlagevorschlag 1: Total Return / Multi-Asset

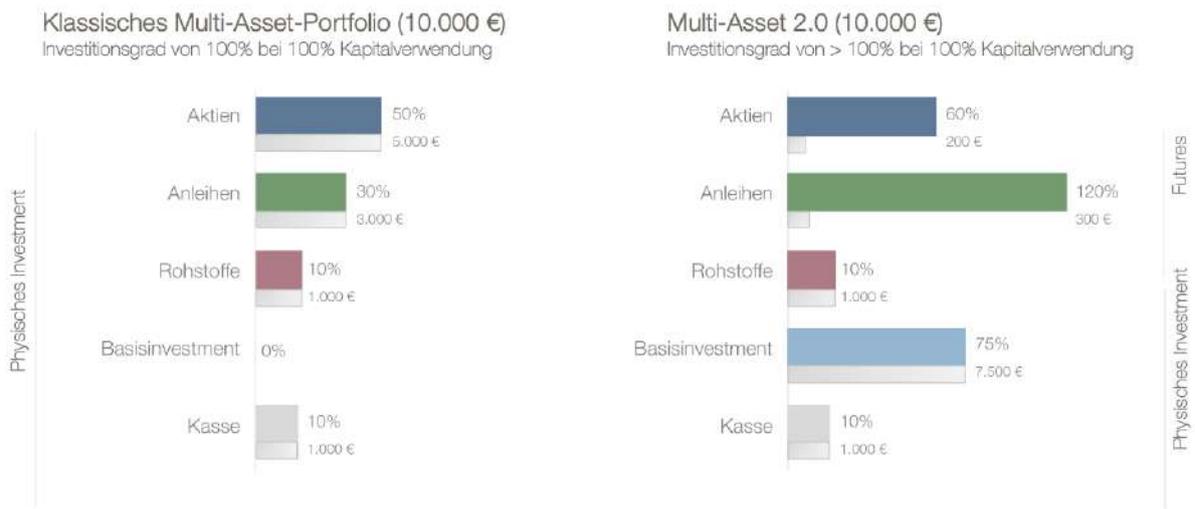
Nach einem der schlechtesten Kapitalmarktjahre für Multi-Asset Strategien in den letzten 100 Jahre sehen wir für 2023 bei einer Normalisierung der Inflationsraten ohne tiefe Rezession deutliches Aufholpotential bei Aktien. Mit Anleihen sind wieder Ablaufrenditen zu erzielen. Zusätzlich liefern die aktuellen Zinsniveaus nach vorne den gewünschten Diversifikationseffekt im Falle einer Rezession und können so die Wertentwicklung von Multi-Asset Strategien stabilisieren. Trotz aller globalen makroökonomischen und politischen Herausforderungen schauen wir positiv in das neue Kalenderjahr. Mit sinkenden Marktrisiken und besseren Konjunkturdaten werden wir unsere defensive Ausrichtung verlassen. Bis dahin ist aktives Risikomanagement zentral.

Im **ansa – global Q opportunities** investieren wir global in die 7 liquiden Märkte: USA, Kanada, Eurozone, Großbritannien, Japan, Australien, Emerging Markets. Die Umsetzung der Aktien- und Staatsanleihenquote auf regionaler Ebene erfolgt aktiv und kostenoptimiert über hochliquide Aktien- und Staatsanleihenfutures. Im Basisinvestment ist die strategiebedingt nicht verwendete Liquidität als Cash-Ersatz in Unternehmensanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 5 Jahren angelegt. Die Rohstoffquote diversifiziert in Form von Edelmetallen und Industriemetallen sowie Rohstoffen aus dem Energiesektor. Die Allokation erfolgt über ETCs. Aktien- und Rohstoffquote bieten im globalen Investmentuniversum verlässliche Renditequellen, Staatsanleihen dienen als Puffer, um die Volatilität der Aktienmärkte abzufedern. Die unkorrelierte Währungsstrategie ist als zusätzliche marktneutrale Renditequelle anzusehen.

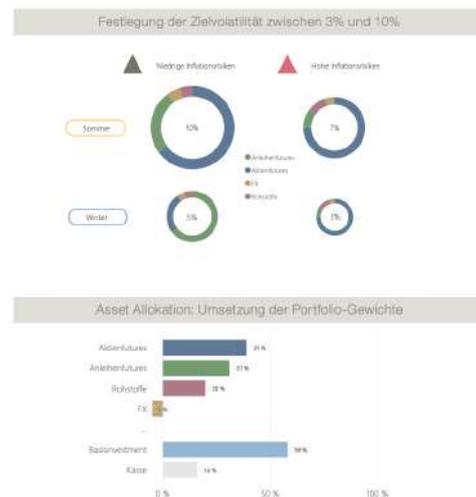
Aktienfutures 0 - 100%	Anleihenfutures 0 - 200%	Rohstoff-ETCs 0 - 30%	Basisinvestment 60 - 70%	Währungen (long/short) -20% - +20%
17 Kontrakte der Regionen		Sektor/Instrument	Unternehmensanleihen	Region/Währung
USA	10-jährige USD Treasuries	Edelmetalle	Währung	Asien
Kanada	10-jährige CAD Treasuries		Laufzeit	AUD, INR, JPY,
Europa	10-jährige Bundesanleihe	Industriemetalle	Bonität	KRW, NZD
Großbritannien	10-jährige Long Gilt		Investment-Grade	EMEA
Australien	10-jährige AUD Treasuries	Energierohstoffe	Screening	CHF, EUR, GBP,
Japan			Liquidität/ESG	HUF, ILS, PLN, SEK,
Emerg. Markets				Rohstoffabh.
				CAD, BRL, MXN,
				NOK, RUB, TRY,
				ZAR

## Multi-Asset 2.0 - Alternative Portfoliokonstruktion

Die Umsetzung der Strategie erfolgt über Futures, für die nur ein sehr geringer Kapitaleinsatz erforderlich ist. Der Investitionsgrad liegt in der Regel bei mehr als 100 %, ohne dabei das Gesamtrisiko auf Portfolioebene zu erhöhen. Der positive Effekt des Staatsanleihen-Hebels (0-200 %) ist umso größer, je negativer Aktien und Anleihen korrelieren. Eine tägliche Überwachung der Volatilitäten und Korrelation der Anlageklassen ist fest im Investmentprozess verankert. Zinsfutures sind eine Lösung, Staatsanleihen innerhalb eines Multi-Asset-Portfolios auch in Nullzinsphasen vorteilhaft als Puffer einzusetzen. Gutes aktives Management vorausgesetzt, können so besser diversifizierte Portfolios mit vorteilhafteren Risikoprofilen und höheren Sharpe Ratios erzielt werden.



Im Detail legen wir je nach makroökonomischer Datenlage aktiv und ex-ante eine Zielvolatilität zwischen 3 % und 10 % p.a. fest. In den konjunkturellen „Somern“ mit niedriger Inflationsrisiken wollen wir besonders stark an steigenden Märkten partizipieren. In konjunkturellen „Wintern“ werden wir defensiver. Wir nennen dies „Adaptive Target Risk Management“. Die Gewichte pro Assetklasse sind zu jeder Zeit ein Ergebnis der vorgegebenen Zielvolatilität. Verändern sich Marktvolatilitäten und Korrelationen, passen wir die Aktien-, Anleihen-, und Rohstoffquote im Fonds aktiv an das Zielrisiko an. Dies geschieht über Index-Futures schnell und kostenoptimiert. Das ist ein wichtiger Aspekt, um in fallenden Märkten den Wert zu sichern und bei steigenden Märkten schnell wieder einzusteigen.



Die Mehrwerte der Strategie lassen sich wie folgt zusammenfassen:

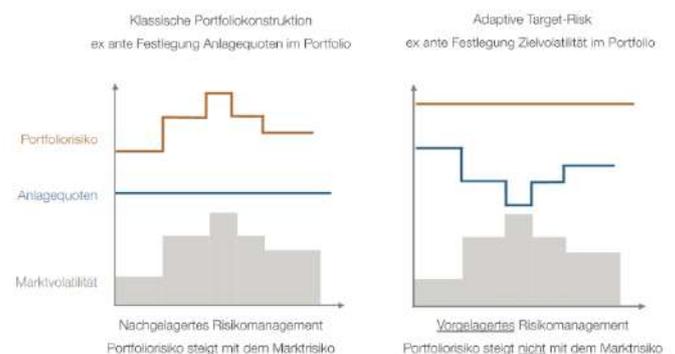
### Multi-Asset Strategiediversifikation

Mit unserer alternativen Portfoliokonstruktion erzielen wir Diversifikationseffekte in Multi-Asset Strategieportfolios und im klassischen Basisinvestment. Wir bieten die Kombination eines analytischen und objektiven Management-Stils mit aktivem Risikomanagement. Das Portfolio ist an den heute verfügbaren Informationen ausgerichtet. Wir treffen keine Prognosen der Zukunft. Unser Investmentprozess ist stets nachvollziehbar, transparent und grenzt sich sehr klar von klassischem Starmanager-Portfolios ab. Wir bieten echte Diversifikation.



### Aktives Risikomanagement

In der klassischen Multi-Asset Portfolio-konstruktion steht die Verteilung des Kapitaleinsatzes auf Aktien- und Anleihe-quoten im Vordergrund. Der Investitionsgrad beträgt 100 %. Zum Beispiel: 70 % Aktien und 30 % Anleihen. Das Risikomanagement erfolgt dabei nachgelagert. Bei steigender Marktvolatilität steigt so auch das Fondsrisiko insgesamt. Adaptive Target-Risk Management bedeutet die aktive Steuerung des Investitionsgrades, um das vorgegebene Fondsrisiko einzuhalten. Bei hoher/niedriger Volatilität verringern/erhöhen sich die Anlagequoten insgesamt. Die Risikosteuer steht im Vordergrund, verändert aber nicht die Asset Allokation des optimalen Portfolios. Das macht unseren Prozess einzigartig und bietet den Vorteil einer planbaren Schwankungsbreite. Das Fondsrisiko steigt nicht mit dem Marktrisiko.



### Anlagevorschlag 2: Absolute Return

Nach einem der schlechtesten Kapitalmarktjahre für traditionelle Multi-Asset Strategien zeigt sich, dass unkorrelierte Renditequellen ein fester Bestandteil in einem diversifizierten Portfolio sein sollten. Wir erwarten ein längerfristiges Marktumfeld mit hoher Volatilität und sehr unterschiedlichen Auswirkungen der Preissteigerung auf einzelne Unternehmensentwicklungen. Zudem begünstigt das starke Wachstum passiver Geldanlagen und Geldflüsse in ETFs und Indexfonds aktives Management. In diesem Umfeld können Absolute Return-Strategien klare Mehrwerte in den Portfolios bieten. Phasen höherer Volatilität sind immer eine gute Zeit für Stock Picking mit Long-short Positionen. Hinzu kommt, dass heute mit rund 20.000 Aktien deutlich mehr Aktien auf dem globalen Markt für Leerverkäufe zur Verfügung stehen, als noch im Jahre 2010. Nie war die Liquiditätssituation für Short-Positionen besser.

Anzahl möglicher „Short“-Aktien nach Regionen



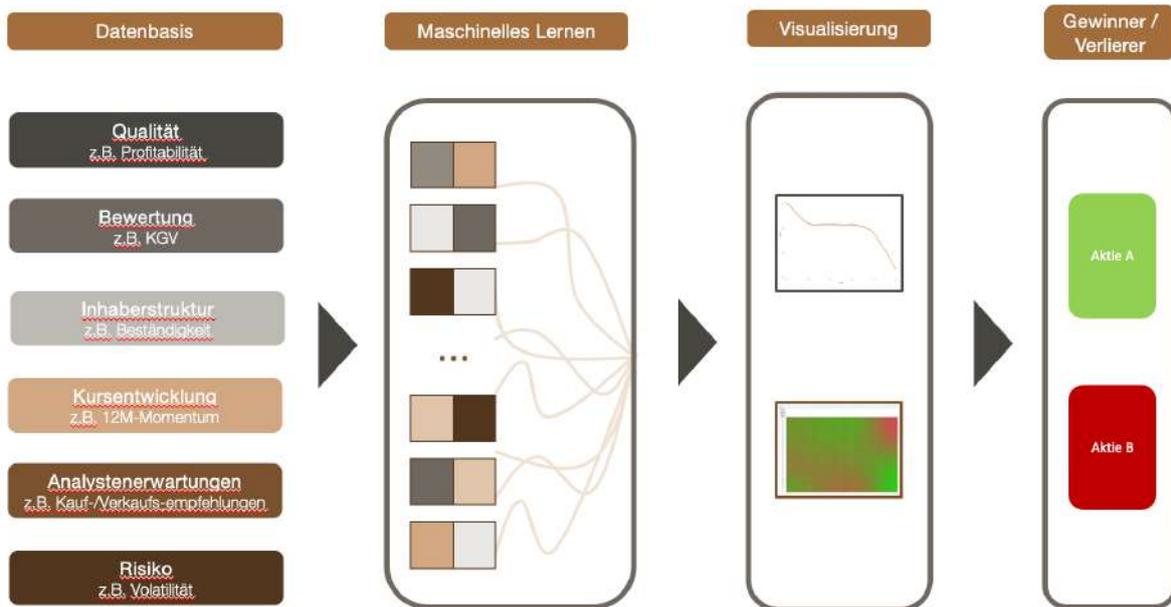
Mit all diesen Entwicklungen beschäftigen wir uns seit vielen Jahren. Schließlich ist es uns gelungen, unsere Expertise im Bereich Quant Equity mit der Kreativität junger Kollegen zusammenzuführen, und so neue Methoden und Ideen aus dem Gebiet des Machine-Learnings in das Projekt einzubringen. Der richtige Zeitpunkt für unsere marktunabhängige Strategie ist jetzt.

Der **ansa - global Q equity market neutral** hat das Ziel unkorrelierter und absoluter Erträge unabhängig der Kapitalmarktentwicklung. Das Fondskonzept im Überblick:

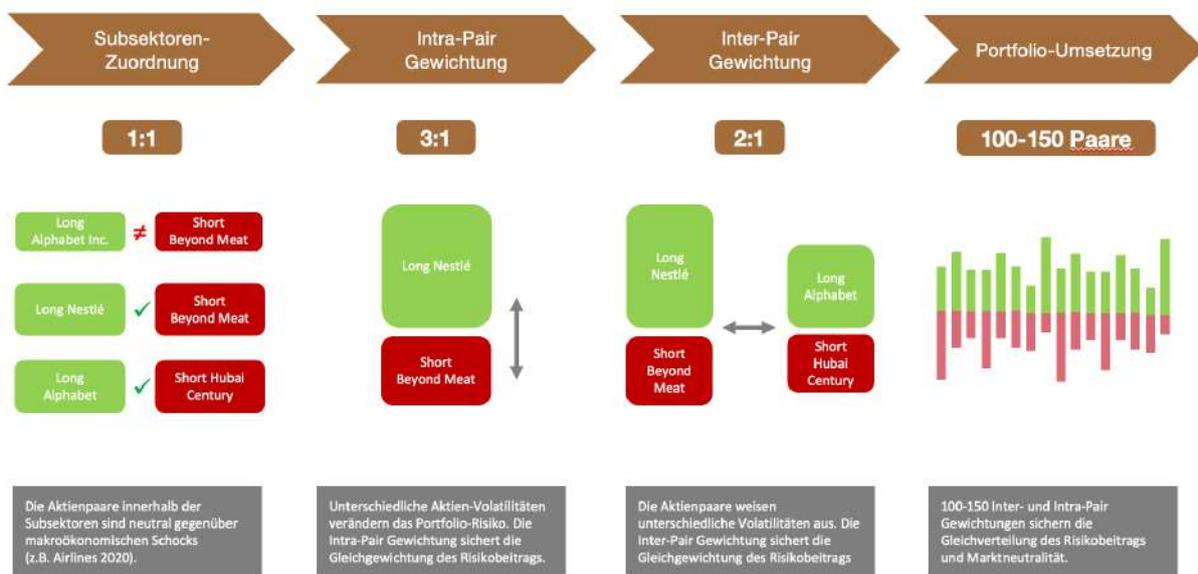
- Deutscher UCITS, Artikel 8 SFDR
- Globales Anlageuniversum: > 10.000 Aktien
- Alleinstellungsmerkmal: Machine Learning Algorithmus - „From Black Box to Glass Box“
- Marktneutralität durch ca. 100-150 Pair Trades innerhalb globaler Sektor-Gruppen
- Implementierung der Long und Short Positionen in Einzel-Aktien via Total Return Swaps
- Reine Alpha Strategie mit Zielvolatilität von 7% p.a. und Renditeerwartung 4-5% p.a.

## Die Investmentstrategie

Im Detail selektieren wir aus 40.000 globalen Aktien die Aktien, die über ausreichend Liquidität verfügen, um überhaupt Positionen aufbauen und handeln zu können. Das sind global ca. 10.000 Titel. Das größte Asset eines Quant-Managers ist natürlich die Fähigkeit, eine Vielzahl von Unternehmen anhand von Daten objektiv bewerten zu können. Über unsere Datenbanken greifen wir auf mehr als 150 Faktoren für jeden der 10.000 Titel zu. Daraus konstruieren wir 35 sogenannte Compound-Faktoren, aus denen eine Alpha-Schätzung aufgebaut wird. Das Herzstück der Strategie ist ein Machine-Learning Algorithmus, der es uns erlaubt, nicht-lineare Zusammenhänge (und Interaktionseffekte) zwischen Faktoren und der Überrendite von Aktien zu erfassen. Jeden Monat kommen aktuelle Observation dazu. Der Algorithmus lernt. Das Besondere an unserem Algorithmus ist, dass wir in den Maschinenraum schauen können - es handelt sich um einen Glass-Box-Algorithmus. Im Vergleich zu vielen Black-Box-Ansätzen können Sie bei uns jede Alpha-Schätzung für jede Aktie nachvollziehen.



Wenn wir die Aktien-Paare für den nächsten Monat kennen, verteilen wir das Risiko in einem mathematischen Verfahren auf alle Positionen gleich. Aktives Risikomanagement.



In der Summe bieten wir unseren Investoren hiermit eine reine Alpha-Strategie, die gegenüber den traditionellen Anlageklassen eine Korrelation von 0 aufweist. Das Konzept ist einsetzbar als Absicherung des Aktieninvestments, als Ergänzung des Rentenbausteins oder als dedizierte Liquid Alternatives Strategie. Der **ansa – global Q equity market neutral** ist als Deutscher UCITS mit professionellen Partnern aufgesetzt und zeichnet sich zum Start durch eine kompetitive Gebührenstruktur aus.

Sprechen Sie uns an:



Dr. Andreas Sauer, CFA  
Prinzipal und CEO  
E-Mail: andreas.sauer@ansa.de  
Tel. 06251 85693-10

ansa capital management GmbH  
Hochstraße 2  
64625 Bensheim  
www.ansa.de



Dr. Daniel Linzmeier  
Managing Partner  
E-Mail: daniel.linzmeier@ansa.de  
Tel. 06251 85693-15

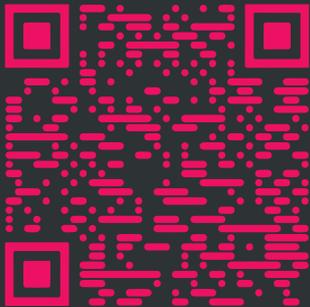
ansa capital management GmbH  
An der Welle 4  
60322 Frankfurt  
www.ansa.de



Ihre Investmentboutique für systematische  
Total Return und Absolute Return Strategien

Eigentümergeführt, eigeninvestiert und unabhängig.

Total Return



Absolute Return





## IMI – Investment-Manager.Info

Das online Informationsportal für institutionelle Investoren

Sie suchen Informationen über **Asset Manager**, **Master-** und **Service-KVGen** oder **Verwahrstellen**?

Dann besuchen Sie unser online Informationsportal

[www.investment-manager.info](http://www.investment-manager.info)



Asset Manager



Master- und Service-KVGen



Verwahrstellen

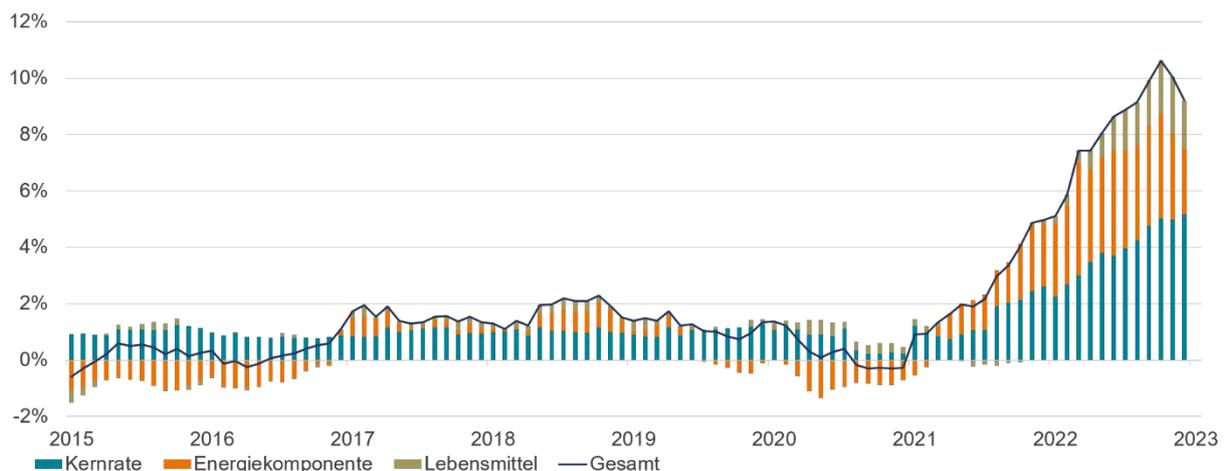
## Apo Asset Management GmbH – Wird 2023 mit Healthcare-Investments zur Erfolgsstory?

von Thomas Webers, Apo Asset Management GmbH

**Inflation, Energiepreisschock und abflauende Konjunktur: Die weltweiten Aktienmärkte waren im vergangenen Jahr stark gebeutelt, für 2023 sind die Aussichten wieder verhalten optimistisch. Die Unsicherheiten bleiben dennoch groß. Der stabile Megatrend Gesundheit bietet Anlegerinnen und Anleger weitgehend krisenfeste Investmentmöglichkeiten.**

Was war das für ein Schock, als 2022 die Inflationsraten, insbesondere in der Eurozone, in die Höhe schossen. Im Oktober 2022 wurde ein Spitzenwert von 10,6 % lt. Eurostat erreicht. Anfang 2022 hatten das weder Ökonomen noch die weltweiten Notenbanken auf der Agenda. Entsprechend legten sie in ihren Inflationsprognosen nach. Spitzenwerte um die 12 % wurden für möglich gehalten. Erst danach sollte eine gewisse Beruhigung einsetzen.

### Euroraum: Inflation nach Komponenten



Quelle: Refinitiv, apoAsset; Stand: 31.12.2022

### Verhalten optimistischer Ausblick für 2023

Die Inflationsprognosen sind inzwischen optimistischer, Experten gehen davon aus, dass die Inflation schneller sinken könnte, als gedacht. Denn der historische Höchststand aus Oktober 2022 wurde nicht mehr überschritten. Seit zwei Monaten fällt die Inflationsrate. Grund sind die stark nachgebenden Energiekosten. So hat sich der Gaspreis von einem Spitzenwert von knapp 350 Euro/MWh inzwischen auf ein Niveau von rund 70 Euro/MWh eingependelt. Doch was ist mit dem kommenden Herbst 2023, der als kritische Phase gilt?

Hier geben die Betreiber der Gasspeicher Entwarnung. Sie haben errechnet, dass sich die Reserven auch in diesem Jahr wieder komplett auffüllen lassen. Sollten die Verbraucherinnen und Verbraucher weiterhin Gas einsparen, ließe sich zum einen der Mangel an Beständen für

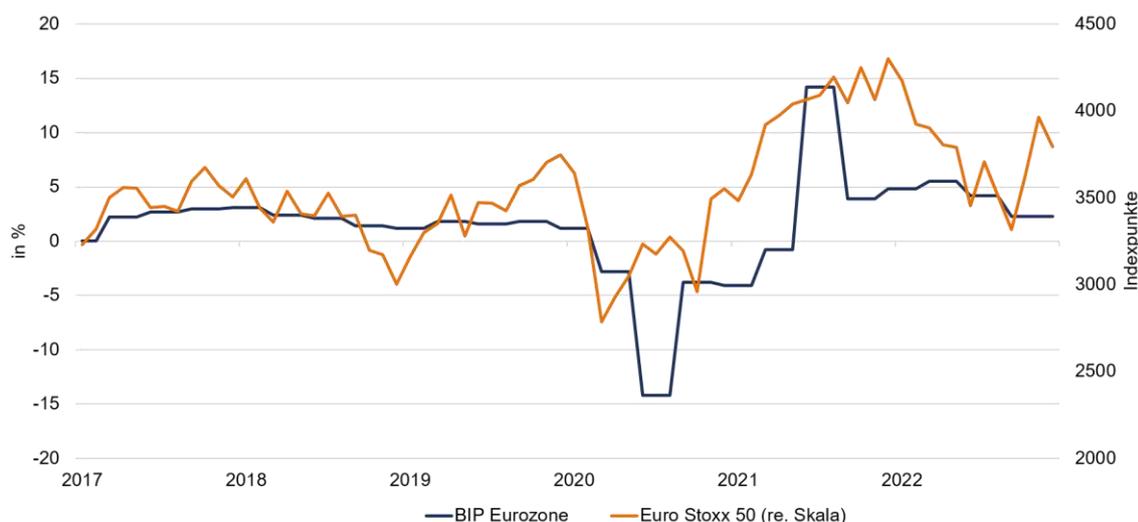
dieses Jahr ausschließen und zugleich volle Füllstände in den Speichern bis zur nächsten Heizsaison garantieren.

Neben dem Gaspreis ist auch der Ölpreis signifikant gesunken. Seit Juni 2022 ist dieser um rund 40 % rückläufig. Die aktuellen Niveaus von Öl- und Gaspreisen liegen inzwischen jeweils unter denen vor dem Ausbruch des Ukraine Konflikts. Wenn dieses Niveau gehalten werden kann, würde sich der positive Beitrag der Energiekosten von rund 4 Prozentpunkten zur Gesamtinflation in 2022 in einen klar negativen Wachstumsbeitrag in 2023 verkehren.

Das ganze Ausmaß des Preisrückgangs wird mit Blick auf die Monatsveränderungsraten deutlich. Diese sind in Europa inzwischen negativ und beliefen sich auf -0,3 % oder annualisiert auf ca. -3,6 % per Ende 2022 lt. Statistikamt Eurostat. Diese Momentangaben zeigen eine starke Beruhigung bei den Preisen an – im März 2022 war der Anstieg noch zehnmals so hoch.

Da die Wahrscheinlichkeit groß ist, dass die Weltkonjunktur im Jahresverlauf weiter an Schwung verlieren wird, vergrößert sich die Chance auf eine nachhaltige Trendwende bei den Preisen zusätzlich. Dazu kommt die Aussicht auf weitere Zinsanhebungen in Europa, die sich preisdämpfend – alleine schon auf die Inflationserwartungen – auswirken dürften. Experten rechnen bis zum Frühsommer 2023 mit maximal zwei weiteren EZB-Zinsschritten.

### Euroraum: Bruttoinlandsprodukt Euro Stoxx 50



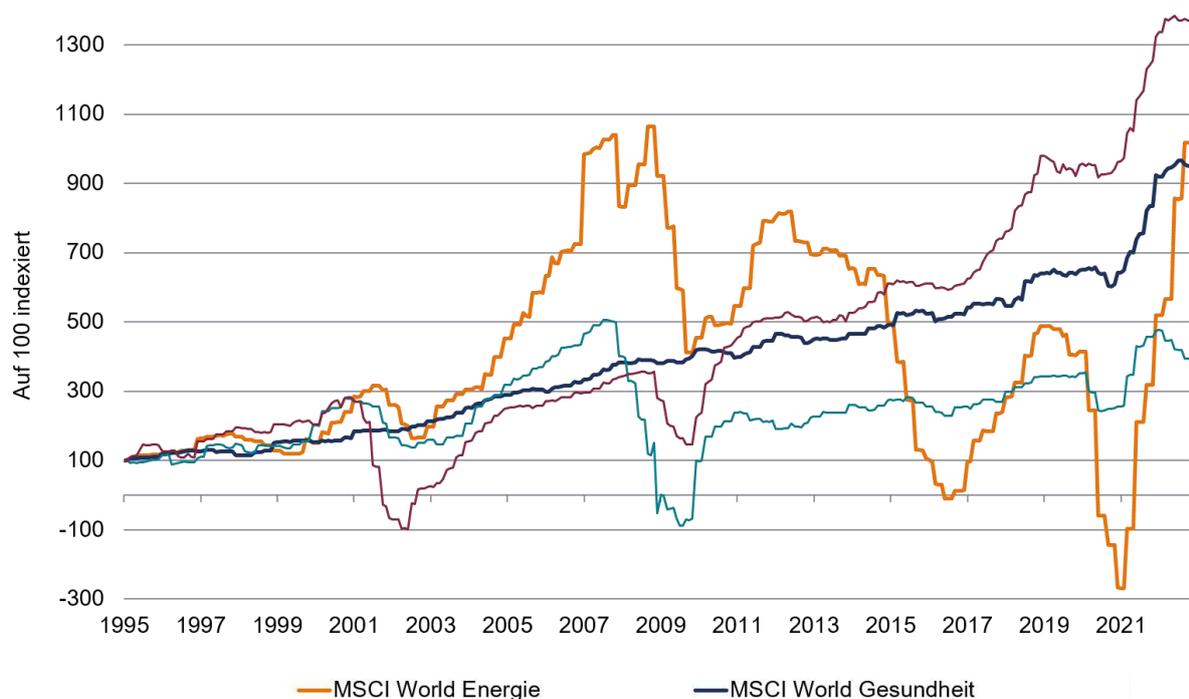
Quelle: Refinitiv, apoAsset; Stand: 31.12.2022

Doch das ändert am Gesamtbefund allerdings wenig. Ende des Jahres 2023 könnte die Jahreststeuerung wieder bei annähernd 2 % angekommen sein, was eine durchschnittliche Gesamtjahreststeuerung von ungefähr 5,5 % implizieren würde. Ein solches Niveau dürfte dann auch einen Inflationstiefpunkt bedeuten, denn De-Globalisierung, demografischer Wandel und De-Karbonisierung bedeuten länger anhaltenden Preisdruck, der durch ein Mehr an Digitalisierung wahrscheinlich nur unzureichend gedämpft werden kann. Dennoch wäre die Gesamtentwicklung positiv zu werten. Europa und insbesondere Deutschland wären von äußeren Bedingungen getrieben auf dem Weg zu einer Energiewende deutlich vorangekommen. Der hiermit verbundene Preisschock wäre nach diesen Überlegungen

schnell überwunden und der konjunkturelle Einbruch könnte sich folglich auch als beherrschbar erweisen.

### Weitgehende Unabhängigkeit von Konjunkturzyklen

Die Gewinne pro Aktie der Unternehmen des MSCI World HealthCare Index wuchsen langfristig stabil.



Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen

Quelle: Bloomberg Finance L.P., MSCI; Stand: 30.12.2022

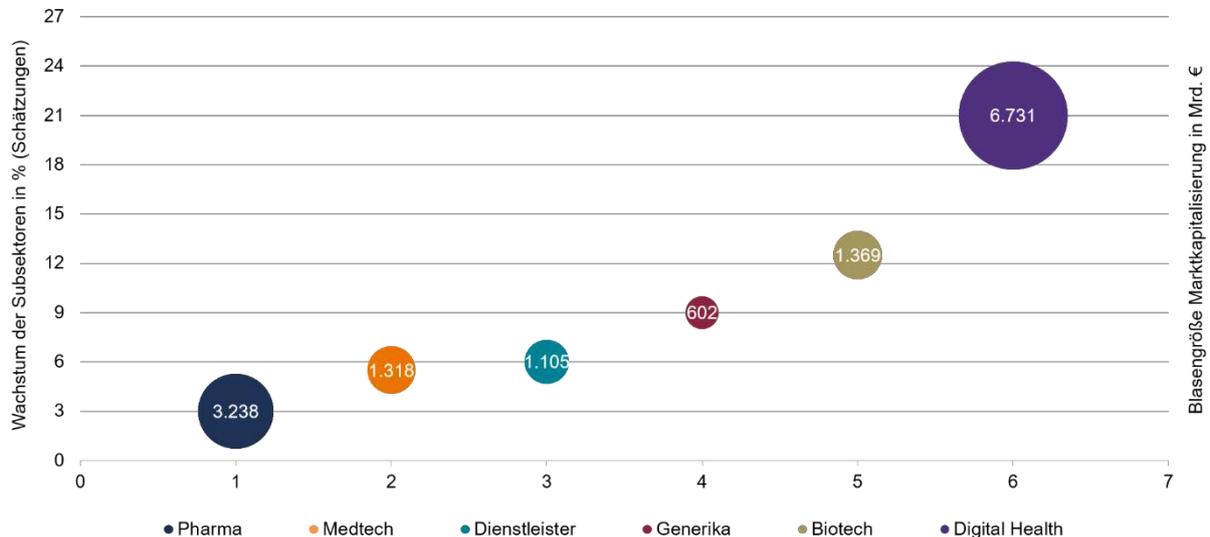
Dennoch stellt dieser Kontext Anlegerinnen und Anleger auch 2023 vor Herausforderungen. Für sie kann ein Blick auf den Gesundheitsmarkt lohnenswert sein. Der Megatrend Gesundheit hat dieses Jahr das Potenzial für eine Erfolgsstory.

Denn der Gesundheitsmarkt erweist sich trotz oder gerade in Krisen als robust (s. Abbildung). Der Grund ist einfach: Gesund zu sein, zu werden oder zu bleiben ist kein Luxusgut, es ist eine Lebensnotwendigkeit und in zweiter Linie auch eine Lebensqualität. Ist diese beeinträchtigt, ist der Wunsch nach (Ver)besserung ein intensiv empfundener Mangel.

In einem unsicheren geopolitischen Umfeld und stetig steigenden Kosten werden viele Ausgaben zeitlich nach hinten verschoben. Das betrifft insbesondere Konsumwünsche. Im Falle einer gesundheitlichen Beeinträchtigung ist eine Verschiebung meist nicht möglich. Ein gebrochenes Bein ist sofort zu behandeln, ebenso die akute Blinddarmentzündung. Und dies sind lediglich zwei Beispiele von vielen.

Um es mit dem Philosophen Arthur Schopenhauer auf den Punkt zu bringen: Gesundheit ist nicht alles, doch ohne Gesundheit ist alles nichts. Und dies ist auch der Grund dafür, warum sich der Gesundheitsmarkt mit all seinen Facetten so erfolgreich entwickelt und laut WHO mit 6 % p.a. bis 2030 auch weiter entwickeln wird.

## Prognostiziertes Wachstum im Gesundheitsmarkt



Quelle: World Healthcare Outlook, Deloitte, WHO, Roland Berger, Bloomberg Finance L.P., eig. Berechnungen;  
Stand: 30.12.2022

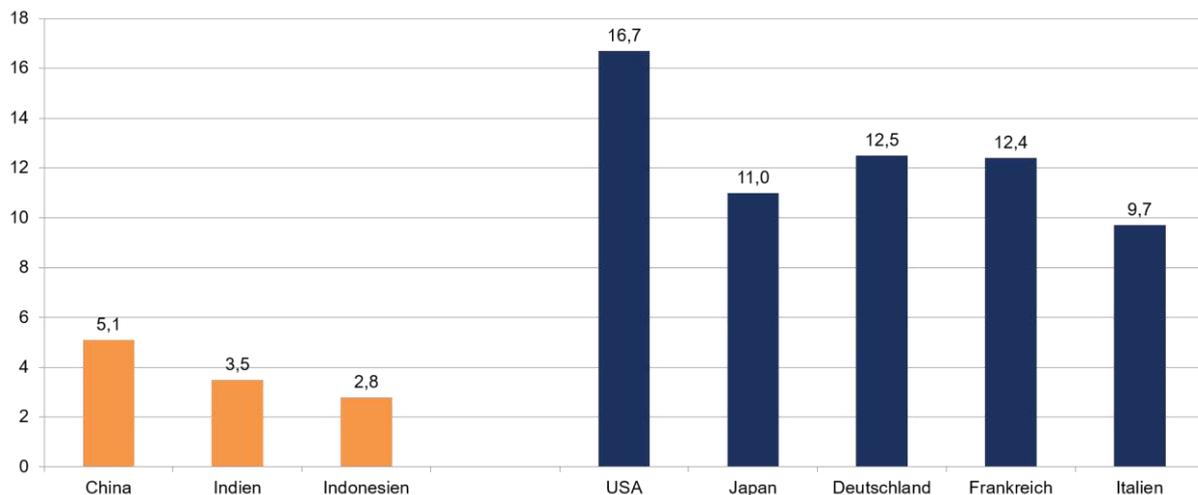
### Gesundheitsmarkt: Facettenreich und dynamisch

Alle Bereiche des modernen, digitalen Lebens sind auch im Gesundheitsmarkt der Zukunft zu entdecken, ohne die Traditionen der Medizin zu vernachlässigen. Es geht um Effizienz, Transparenz und die Nutzung disruptiver Technologien. Die Ausgaben für Gesundheit nehmen weltweit zu – allem voran in den Emerging Markets, die sich perspektivisch denen der so genannten entwickelten Volkswirtschaften angleichen.

Mit dem Zugang zu mehr Wohlstand besteht die Chance auf eine bessere, ausgewogene Ernährung – allerdings auch den Verlockungen von Junk-Food zu erliegen und der damit drohenden Gefahr von Zivilisationskrankheiten. Adipositas, Herz- und orthopädische Beschwerden sind die möglichen Folgen. Das steigende Einkommen wiederum kann zur Behandlung dieser Erkrankungen genutzt werden. Dies ist ein riesiger Markt für Arzneimittelhersteller, Pharmariesen und forschende Unternehmen.

Positiv betrachtet sehen wir durch den Fokus auf diesen Bereich der Medizin aber auch dynamische Prozesse, die so zuvor nicht denkbar waren. Beispiele sind die rasante Entwicklung von Impfstoffen, Fortschritte in der Alzheimerforschung und der Onkologie. Gerade hier konnten zuletzt bahnbrechende Entwicklungen verzeichnet werden.

## Steigender Wohlstand in aufstrebenden Ländern Gesundheitsausgaben (in % des BIP)



Quelle: OECD Health at a Glance 2021; Stand: 2020

### Breites Spektrum an Anlageprodukten

apoAsset nutzt mit ihrer Expertise, dem Fachwissen ihres in Deutschland einmaligen Expertennetzwerkes alle Chancen, um ihren Vertriebspartnern verlässliche und qualitativ hochwertige Anlageprodukte zur Verfügung zu stellen.

Gesundheitsfonds sind unsere DNA. Die Auflage und das erfolgreiche Management von Investmentfonds gehören zu unserer Kernkompetenz. Unabhängig davon, ob Sie ein Basisinvestment suchen, um in die einzelnen Bereiche des prosperierenden Gesundheitsmarktes gleichermaßen zu investieren. Vielleicht bevorzugen Sie aber auch einen Mischfonds, der als einziger seiner Art sowohl in Aktien als auch in Anleihen des globalen Gesundheitsmarkts investiert.

Im Bereich der digitalen Gesundheit bietet apoAsset einen Fonds, mit dem Anlegerinnen und Anleger auf einfache Weise an der digitalen Revolution des Gesundheitsmarkts teilhaben können. Er wurde als beste Fondsinnovation 2018 ausgezeichnet. Ein weiterer Fonds deckt das spannende Investitionsfeld Emerging Markets ab. Künftig lebt dort ein Großteil der Weltbevölkerung und mit der wachsenden Mittelschicht steigt die Nachfrage nach moderner Medizin und Infrastruktur. Zu erwähnen bleibt das hochspannende Segment der Biotechnologie. Investitionsfokus sind börsennotierte Unternehmen aus dem Healthcare-Sektor, die durch die Entwicklung und Vermarktung von innovativen Präparaten und Therapien hohes Wachstum generieren können. Egal wie Sie sich positionieren wollen, wir als apoAsset stehen Ihnen mit unserer Kompetenz gerne zur Seite.

Fazit: Die Unsicherheiten bleiben 2023 groß. Dennoch hat sich der Gesundheitsmarkt in den letzten Jahren als besonders robust gezeigt. Selbst wenn die Inflation stärker sinken sollte als Prognosen voraussehen – mit Healthcare investieren Sie in einen stabilen Sektor der Kapitalanlage. Auf der Wunschliste der meisten Menschen stehen Gesundheit und Wohlstand weit oben. Der globale Gesundheitsmarkt ermöglicht Ihnen als Anlegerin bzw. Anleger beides. Die Innovationen der Biotechnologie, Digital Health, Medizintechnik oder spezialisierte Dienstleistungen helfen nicht nur Kranken, sondern bieten auch großes Wachstumspotenzial – unabhängig von Konjunktur und Krisen. Mit unseren Gesundheitsfonds können Sie einfach daran teilhaben.

### **Kontakt:**

#### **Apo Asset Management GmbH**

Richard-Oskar-Mattern-Str. 6

40547 Düsseldorf

Web: [www.apoasset.de](http://www.apoasset.de)

#### **Ansprechpartner für das institutionelle Geschäft**



Thomas Webers  
Vertriebsdirektor  
Tel: (0211) 86 32 31 33  
Mail: [t.webers@apoasset.de](mailto:t.webers@apoasset.de)



Andreas Dittmer  
Stv. Direktor – Produktmanagement  
Tel: (0211) 86 32 31 16  
Mail: [a.dittmer@apoasset.de](mailto:a.dittmer@apoasset.de)

## Rechtliche Hinweise

Diese Nachricht ist eine unverbindliche Marketingmitteilung. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder ein öffentliches Angebot, eine Empfehlung, Beratung oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar, noch ist sie als Aufforderung anzusehen, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrags über eine Wertpapierdienstleistung oder Nebenleistung abzugeben. Es handelt sich nicht um eine Finanzanalyse. Der Wert des Sondervermögens (Fonds) und damit der Wert jedes Anteils kann gegenüber dem Ausgabepreis steigen und fallen. Dies kann zur Folge haben, dass der Anleger zum Zeitpunkt des Verkaufs seiner Anteile unter Umständen sein investiertes Geld nicht vollständig zurückerhält. Es kann keine Zusicherung gemacht werden, dass die Ziele der Anlagepolitik erreicht werden. Vergangene Wertentwicklung ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Weitere ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken enthält der Verkaufsprospekt. Dieser sowie die Halbjahres- und Jahresberichte sind allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Fondsanteilen. Sie sind erhältlich bei der Deutschen Apotheker- und Ärztebank eG, Abteilung Produktmanagement Wertpapiergeschäft, Postfach 101031, 40001 Düsseldorf. Die Ausführungen gehen von der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Es wird keine Gewähr dafür übernommen, dass sich diese nicht durch Gesetzgebung, Rechtsprechung oder Erlasse der Finanzverwaltung ändert. Änderungen können auch rückwirkend eingeführt werden und sich nachteilig auswirken. Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden ab. Für detaillierte Auskünfte sollte daher ein Steuerberater kontaktiert werden. Die in dieser Produktinformation enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuelle, sorgfältig erstellte Einschätzung der Apo Asset Management GmbH (apoAsset) wieder; diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Anteile dieses Fonds sind nicht für den Vertrieb in den USA oder an US-Bürger bestimmt. Jede unautorisierte Form des Gebrauches dieses Dokumentes, insbesondere dessen Reproduktion, Verarbeitung, Weiterleitung oder Veröffentlichung ist untersagt. Der Ersteller dieses Dokumentes sowie mit ihm verbundene Unternehmen schließen jede Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der enthaltenen Informationen und geäußerten Meinungen zur Gänze aus. In diesem Dokument gegebenenfalls enthaltene Performancekennzahlen der Vergangenheit, Backtestdaten sowie vergangenheits- oder zukunftsbezogene Simulationen sind keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.

Düsseldorf, 20.01.2023



# Eine Anlage, die wirkt. Jetzt in Healthcare investieren.

Einfach profitieren mit den ausgezeichneten Gesundheitsfonds der Apo Asset Management GmbH.



[www.apoasset.de](http://www.apoasset.de)

Heute in die Gesundheit  
von morgen investieren



Diese Marketingmitteilung dient nur der Information und ist keine Anlageberatung. Hinweise auf Auszeichnungen und vergangene Wertentwicklungen sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Der Wert von Anteilen kann schwanken. Ausführliche Informationen erhalten Sie bei der Apo Asset Management GmbH, Richard-Oskar-Mattern-Straße 6, 40547 Düsseldorf, Tel. 0211-8632-310, [vertrieb@apoasset.de](mailto:vertrieb@apoasset.de), [www.apoasset.de](http://www.apoasset.de).



## **Die „antizipierteste“ Rezession aller Zeiten – Bonds are Back!**

Sollte Europas Wirtschaft in den kommenden Monaten tatsächlich in die Rezession abrutschen und wäre „antizipieren“ ein Adjektiv, das sich zum Superlativ steigern ließe, wäre diese Rezession womöglich die „antizipierteste“ aller Zeiten. Bereits seit mehr als acht Monaten sind sich Volkswirte im Prinzip einig, dass Europa ein Schrumpfen seiner Wirtschaft nicht wird vermeiden können. Bei Google Trends schlug der Suchbegriff „Rezession“ bereits im Sommer letzten Jahres für Deutschland heftig aus.

Viel wurde in den letzten Monaten über die Gründe und die daraus abgeleitete hohe Wahrscheinlichkeit einer Rezession geschrieben und debattiert – ein Abgesang auf den Industriestandort Deutschland inklusive. Und klar: Hohe Energiepreise und steigende Zinsen lassen Rezessionsprognosen durchaus plausibel erscheinen. Allein erreicht hat uns die Rezession in Europa und selbst in Deutschland, das als neuer schwacher Mann Europas ausgemacht wurde, bislang noch nicht. So ist etwa trotz eines geringeren Gasverbrauchs die deutsche Industrieproduktion bislang mehr oder weniger konstant geblieben – unter anderem dank voller Auftragsbücher und nachlassender Lieferkettenproblematiken. Entpuppt sich der Rezessionsteufel, den Experten bereits seit langem an die Wand malen, am Ende also als weit weniger hässlich als noch vor kurzem gedacht? Nicht ausgeschlossen!

Dennoch werden wir in den kommenden Monaten konjunkturelle Bremsspuren erkennen. Hierfür ist vor allem die historisch starke Straffung der Geldpolitik verantwortlich, welche die Investitionsfreude erheblich einbremsen wird. Neben dem schwachen Konsum wird dies der Hauptgrund dafür sein, dass die Rezession in Europa letztlich eben doch Realität werden dürfte.

Für die Finanzmärkte ist allein die Tatsache, dass wir mehr und mehr über die Konjunktur und weniger über hohe Inflationsraten diskutieren ein Schritt nach vorne – wenn auch nicht notwendigerweise für alle Asset-Klassen ein Fortschritt. Da wir auch in Europa die andere Seite von „Peak Inflation“ gesehen haben, die Konjunktur hingegen eher zur Schwäche neigt, dürften die nächsten Quartale ein Umfeld mit sich bringen, in dem Anleihen die Chance haben, besser abzuschneiden als Aktien. Gerade bei Papieren von Emittenten mit guter bis sehr guter Bonität, die selbst in unruhigem wirtschaftlichem Fahrwasser über jeden Zweifel erhaben sind, steht eine Outperformance zu erwarten.

## **Wie geht es nach der Peak Inflation weiter?**

2022 war geprägt von hohen und steigenden Inflationsraten sowie robustem wenngleich nachlassendem Wachstum. 2023 dürfte ein nahezu spiegelbildliches Makroumfeld mit sich bringen: Fallende Inflationsraten bei zunächst schwächeren und später ggf. sogar negativen Wachstumszahlen. Wenngleich wir in 2023 daher relativ sicher kein konjunkturelles „Goldilocks“-Umfeld bekommen werden, so stellt doch gerade die Aussicht auf eine Disinflation in der westlichen Welt sowie die Entspannung bei den Lieferkettenproblematiken eine erhebliche Verbesserung der Makrolage gegenüber 2022 dar. Aus Marktsicht zudem besonders wichtig: Die Makrounsicherheit sollte im Verlauf des Jahres 2023 eher abnehmen.

Der Absturz der Erwartungskomponente des Ifo-Index seit Frühjahr 2022 war nahezu episch. Anders als während der Krisen 2008 und 2020 leistete die Einschätzung der aktuellen Lage jedoch keine Folge in üblicher Form. Im Ergebnis klappte zuletzt die weiteste Lücke zwischen beiden Indexkomponenten seit vielen Jahren. Diese Beobachtung steht stellvertretend für das



gegenwärtige Stimmungsbild am Markt, wonach die Rezession, die seit so langer Zeit erwartet wird, mutmaßlich weniger gravierend ausfällt als zunächst befürchtet oder sogar ganz ausfällt. Sollte es so kommen, würde die Erwartungskomponente das Schließen der „Ifo-Lücke“ übernehmen.

Schlechtere Finanzierungsbedingungen und weiterhin hohe Preise für Energie und Nahrungsmittel werden im Winterhalbjahr dennoch eine konjunkturelle Verlangsamung herbeiführen. Insgesamt rechnen wir mit einem globalen Wachstum von nur rund 2% in 2023. Nur selten lag das Wachstum der Weltwirtschaft seit dem zweiten Weltkrieg darunter. Die gute Nachricht lautet jedoch: Nach Ende des Winters sollten wir deutlich klarer sehen und die makroökonomische Unsicherheit dürfte sich dann spürbar reduzieren. Während die Risiken in Sachen Wachstum grundsätzlich weiter auf Unterseite bleiben, ist gerade die Aussicht auf eine frühere Öffnung der chinesischen Wirtschaft ein Faktor, der unsere Wachstumsprognosen anheben könnte.

Anders als beim Wachstum, bleibt das Risiko bei der Inflation zumindest in Europa auf der Oberseite. Die Diskussion hat sich dennoch von der Frage, ob die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat, auf die Frage verlagert, wo sie sich einpendeln wird. Basiseffekte bei der Preisentwicklung für Nahrung und Energie werden die „Headline-Inflation“ in 2023 zwar zweifelsohne drücken. In Deutschland werden die Preisbremsen bei Gas und Strom die Inflationsrate sogar um zusätzliche ein bis zwei Prozentpunkte senken. Ein „China-Reopening“, das mit steigenden Ölpreisen einhergehen könnte, hätte jedoch das Potenzial den Rückgang der Inflation zu verlangsamen – oder gar noch einmal umzukehren.

Zudem erleben wir durch den Shift von Güter- zu Dienstleistungsinflation vor allem aufgrund steigender Löhne nicht nur einen Verbreiterungstrend der Inflation, sondern auch einen hin zu einem hartnäckigeren Preisauftrieb. Soll heißen: Die Headline-Inflation wird in 2023 schneller fallen als die Kernrate, die wir auch am Jahresende 2023 in der Eurozone noch deutlich über der Marke von 3% erwarten.

### **2023 wieder sinkende Leitzinsen in den USA?**

Die Leitzinsen werden dennoch bis mindestens Ende des zweiten Quartals 2023 weiter steigen. Mittlerweile preist der Geldmarkt den Leitzinsgipfel im Euroraum bei 3,75% im September. Für die USA signalisieren Geldmarktforwards einen Zinsgipfel von etwa 5,5% im Sommer. Sogar ein wieder höheres Zinsanhebungstempo von 50 Basispunkten statt wie im Februar 25 Basispunkten wird nicht mehr, wie noch vor gerade einmal zwei Wochen, mit einer Nullwahrscheinlichkeit gepreist, sondern mit einer Wahrscheinlichkeit von einem Drittel.

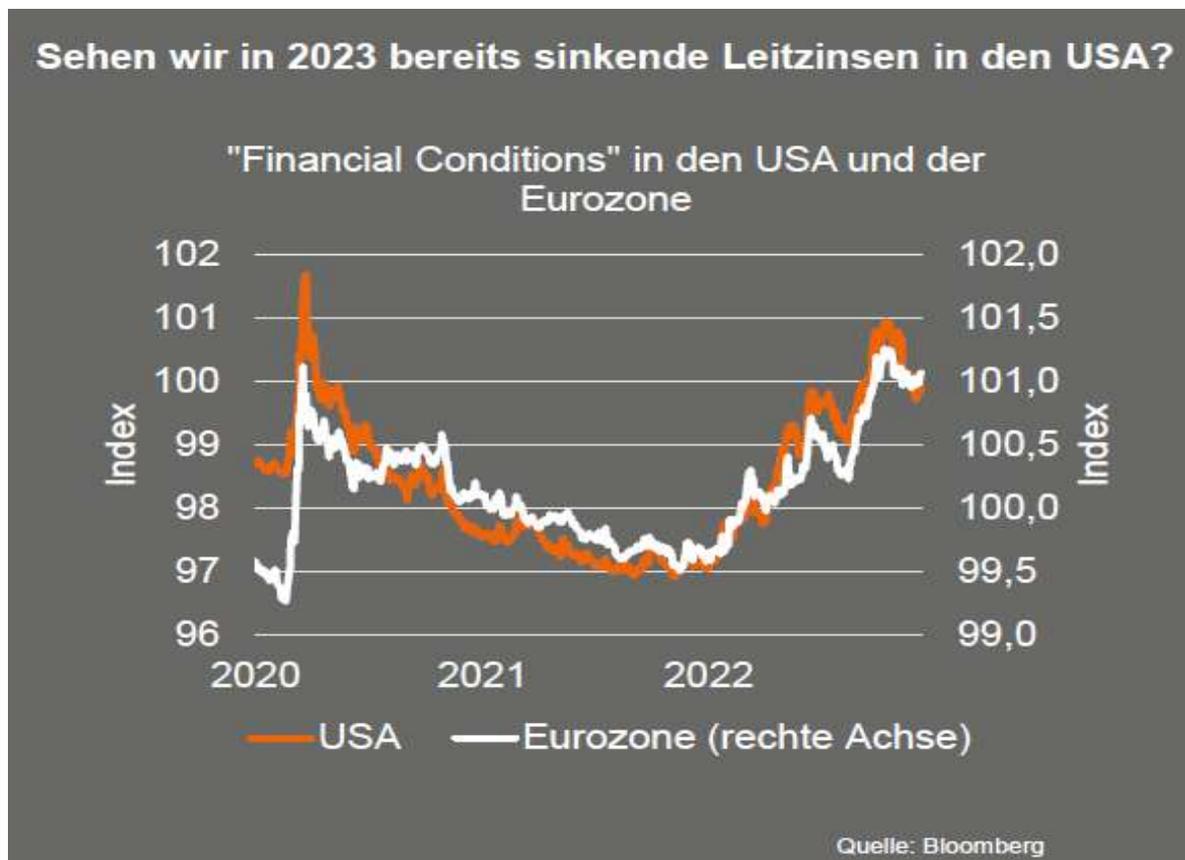
Damit diese Rechnung jedoch tatsächlich aufgehen kann, ist ein sukzessives und durchaus rasches Absinken der Inflationszahlen absolut notwendig. Schließlich liegt die Inflation sowohl in den USA als auch in der Eurozone immer noch deutlich über den Leitzinsen. Sollten sich auch nur die geringsten Verharrungstendenzen auf aus Notenbankensicht inakzeptablen Inflationsniveaus herauskristallisieren, dürften die Währungshüter diesen mit einer ziemlich harschen Null Toleranz Strategie begegnen, die selbst eine Rezession nicht verhindern könnte.

Höhere Terminal Rates wären dann die Folge. Gerade in der Eurozone scheint noch einmal Dynamik in das Pricing der Terminal Rate zu kommen, stieg diese doch seit dem Jahreswechsel um 50 Basispunkte. Mit dem Überschreiten von „Peak Inflation“ und dem



Herauswachsen des Energiepreisschocks aus den Inflationsdaten dürfte in den USA die Konjunktorentwicklung eine stärkere Rolle bei den Entscheidungsprozessen der Notenbank spielen. Die US-Inflation ist ohnehin stärker nachfrageseitig getrieben. Je robuster sich die Wirtschaft erweist und desto besser die Arbeitsmarktdaten reinkommen, desto schwerer wird es jenseits des Atlantiks werden, tatsächlich einen Schlusstrich unter den Leitzinsanhebungszyklus zu setzen.

Somit ist ähnlich wie bei der zukünftigen Inflationsentwicklung auch bei der Notenbankpolitik von „im Zweifel eher mehr“ auszugehen. Zinssenkungen um 50 Basispunkte, wie es zum Jahreswechsel mal in der Diskussion war, sind nur denkbar, wenn der Arbeitsmarkt in den USA, der nur sehr langsam abkühlt, eine bemerkenswerte Bruchlandung hinlegt. Davon ist aktuell nicht auszugehen, sodass wir mit einer Terminal Rate von über 5,5% in den USA rechnen, die auch noch Ende 2023 Bestand haben sollte. In der Eurozone sind Zinssenkungen in 2023 ebenfalls quasi auszuschließen. Hier dürften wir mindestens bis Ende 2023 auf dem Leitzinsplateau wandeln. Erste Senkungen sind frühestens erst für Anfang 2024 zu erwarten. Jenseits der Zinspolitik rückt in diesem Jahr der Bilanzabbau der Notenbanken stärker in den Fokus. Da dieser jedoch maximal transparent und vorhersehbar von statten gehen wird, ist aus dieser Richtung mit keinen größeren Verwerfungen zu rechnen. Sicherlich ist die Bilanzreduktion bei der EZB, die durch die Fälligkeiten der TLTROs dominiert werden dürfte, mit größeren Folgen etwa für den Repo Markt verbunden. Aber für die Kapitalmärkte dürfte höchstens die sich durch das QT Programm ergebene Erhöhung des Anleiheangebots am Markt ein leichter Marktimpuls ergeben.





## **Nach Chaosjahr 2022 - Bonds are Back**

Das Jahr 2022 wird als ein historisch schlechtes Jahr für den Rentenmarkt in die Geschichte eingehen. Lediglich in drei Jahren waren globale Staatsanleihen seit 1700 schlechter unterwegs. Doch nach dem Drawdown ist im Rentenbereich oftmals vor der Performance. Dies gilt insbesondere auch für das Segment der Nachranganleihen.

Anleger am Rentenmarkt brauchten in den letzten 18 Monaten starke Nerven. Die von der galoppierenden Inflation erzwungene Zinswende dies- und jenseits des Atlantiks sorgte selbst bei vermeintlich sicheren Anlagen wie deutschen Staatsanleihen und amerikanischen Treasuries für zweistellige Verluste. Diese waren durchaus als historisch zu bezeichnen, muss man doch ins Jahr 1920 zurückgehen, um höhere Verluste bei den weltweiten Staatsanleihen zu finden. Seit 1700 waren nur 1721 (Platzen der South Sea Blase) und 1865 (Ende des US Bürgerkrieges) noch schwächere Jahre für internationale Staatsanleihen.

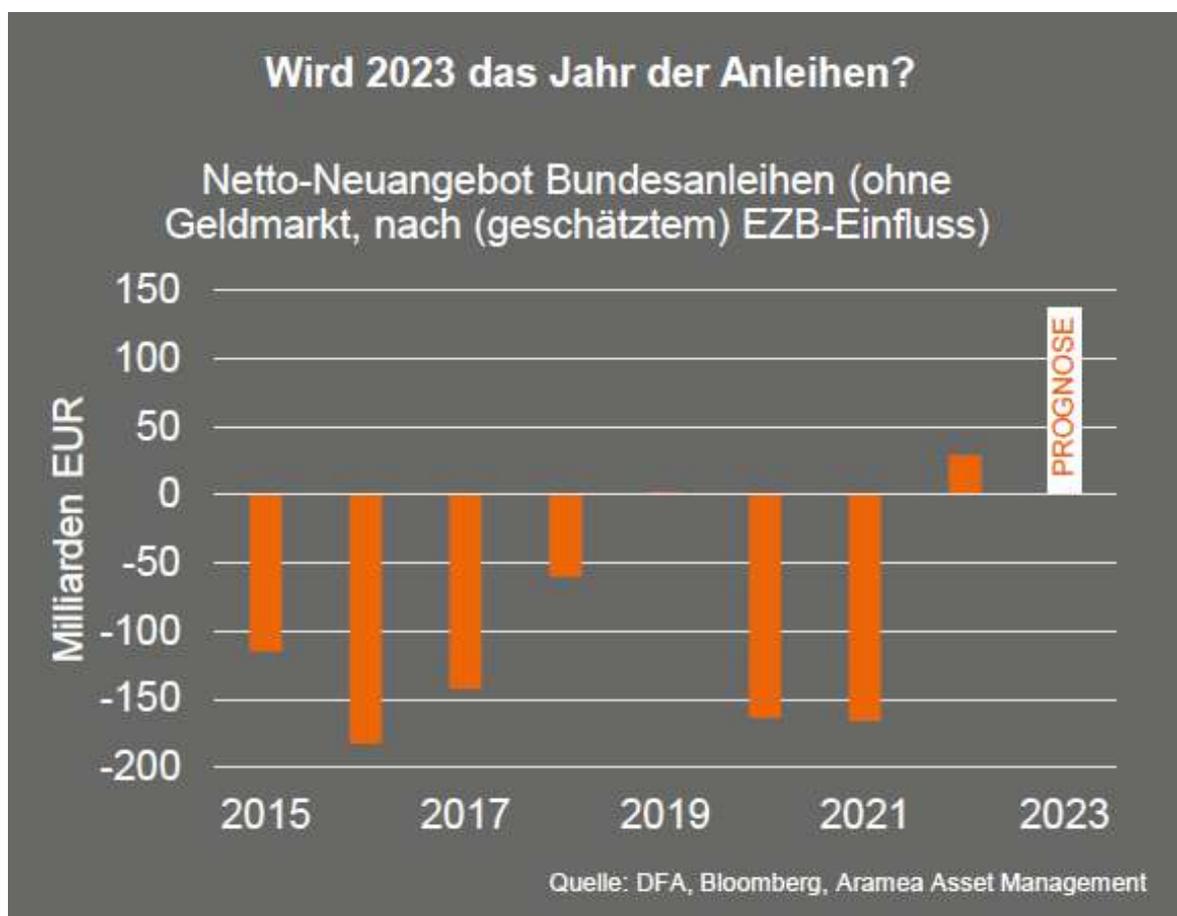
Auf der anderen Seite ermöglichen die gefallen Kurse am Rentenmarkt für neue Anlagen wieder Renditen, die man seit vielen Jahren nicht mehr gesehen hat. In der Vergangenheit war die jeweils aktuelle Rendite oftmals ein guter Indikator für die künftigen Erträge. So waren z.B. im November 2008 die High Yield Spreads bei 22%, die Fünfjahres-Forward-Erträge beliefen sich auf 21,2%. Auch von der Zinsseite scheint das schlimmste hinter uns zu liegen, wie beispielsweise der Abstand von Inflation und Leitzins erahnen lässt. Sowohl in den USA als auch in Europa sinkt dieser. Bis vor kurzem waren die Renditen von länger laufenden Staatsanleihen aus Deutschland und den USA wieder im Fallen begriffen. Gleichzeitig engten sich auch die Spreads über nahezu alle Segmente ein, sodass die Rentenmärkte einen Teil der heftigen Verluste seit Jahresbeginn wieder wettmachen konnten. Aktuell machen sich jedoch wieder größere Zinssorgen breit. Unter dem Strich preisen die Rentenmärkte weiterhin eine höhere Rezessionswahrscheinlichkeit ein als die Aktienmärkte. Abzulesen ist dies unter anderem an der stärksten Inversion der US-Kurve seit den frühen 80er Jahren.

Angesichts der Aussicht auf weiter steigende Leitzinsen in den USA und der Eurozone käme es aus heutiger Sicht überraschend, wenn das Renditehoch etwa bei zehnjährigen deutschen Staatsanleihen bereits hinter uns liegt. Wahrscheinlicher ist, dass die Renditen abermals steigen und die Renditehochs bei den längeren Laufzeiten aus dem letzten Jahr zumindest noch einmal in Reichweite kommen. Dennoch liegt der Großteil des Zinsanstiegs hinter uns, was für den gesamten Rentenmarkt ein durchaus attraktivitätsstiftender Aspekt ist.

Nach dem Überschreiten von „Peak Inflation“ in den USA ist der größte Zinsanstiegsdruck ohne Frage aus dem Markt entwichen und dass offenbar selbst in Europa. Gerade für Anleihen von Emittenten, die über ein solides Investmentgrade Rating verfügen, sind die Aussichten sehr gut. Das Abschütteln der größten Inflationssorgen führt zu einem Fokusschwenk auf die Konjunktorentwicklung. Trotz der zuletzt etwas aufgehellten Aussichten bleibt die Wachstumsperspektive alles andere als rosig. Während dies für Aktien und Anleihen von Emittenten mit schwachen Ratings kurzfristig eher Gegenwind bedeuten dürfte, werden Anleger in Investmentgrade Anleihen mit aktuell beispielsweise 4,5% Rendite im BBB-Bereich und zehn Jahren Laufzeit recht fürstlich entlohnt. Nachranganleihen von bonitätsstarken Emittenten bieten sogar noch mehr Rendite und somit einen Schutz gegen Zins- bzw. Renditeanstiege.



Sobald der von uns erwartete abermalige Anstieg sowie die größten Rezessionsorgen Geschichte sind, hellt sich der Ausblick für den Rentenmarkt auch in der Breite auf. Größere Renditeanstiege sollten in 2023 konsequent für eine Durationsverlängerung der Rentenportfolios genutzt werden. Spürbare abermalige Rückgänge der Bundrenditen sind perspektivisch in 2023 eher unwahrscheinlich. Berücksichtigt man ein allmähliches passives QT der EZB dem zweiten Quartal könnte der Anstieg des Netto-EGB-Angebots im nächsten Jahr in der Größenordnung von 600 Mrd. Euro liegen (davon allein rund 140 Mrd. Euro aus Deutschland, siehe Abbildung) und damit das höchste Netto EGB Angebotsjahr seit der Gründung der Währungsunion darstellen.



#### **Nachrangig, aber hochwertig – Nachranganleihen 2023 vor dem Comeback**

Ein Segment, das von steigenden Volumina und Zinsen weniger betroffen ist, ist das Segment der Nachranganleihen. Diese werden von Banken, Versicherungen und Industrieunternehmen begeben, um Ihre Eigenkapitalausstattung flexibel zu managen. Denn diese Papiere dürfen je nach Ausgestaltung über verschiedene Zeiträume auf das Eigenkapital angerechnet werden und sind in der Auflegung deutlich einfacher zu handhaben als z.B. eine Kapitalerhöhung. Während bei Banken und Versicherungen die Regulatorik den Instituten vorschreibt, welche Papiere zu begeben sind, sind es bei Industriefinanzierungen die Ratingagenturen, die Nachrangpapiere bis zum ersten Call-Termin zu 50% dem Eigenkapital zurechnen.



Für die Unternehmen sind Nachträge auch deshalb interessant, da die Kupons steuerlich absetzbar sind. Ferner sind die Kosten in der Regel geringer, als wenn man klassisches Eigenkapital und Fremdkapital begibt. Durch die Hybridkomponente sind Nachranganleihen aber auch für Investoren sehr attraktiv, da die Kupons höher liegen als bei den klassischen Anleihen desselben Emittenten. Dafür muss man allerdings in Kauf nehmen, dass man im Falle einer Insolvenz eines Emittenten nachrangig bedient wird, also sehr weit hinten in der Schlange der Anspruchsberechtigten steht.

Nachranganleihen werden oft in einen Topf mit High-Yield-Papieren geworfen, da rein optisch die Renditen oftmals auf ähnlichen Levels liegen. Der wichtige Unterschied ist aber, dass die Emittenten von Nachranganleihen in der Regel über ein gutes Rating verfügen. So ist das Durchschnittsrating der bei uns im ARAMEA Rendite Plus (WKN AONEKQ) enthaltenen Papiere bei „A-“. Emittenten mit schwachen Rating sind oftmals nicht in der Lage, Nachranganleihen am Markt zu platzieren, da die jeweiligen Papiere 2-3 Stufen niedriger geratet werden als die Senior Titel. D.h. anders als bei High-Yield-Papieren dominiert nicht hauptsächlich das Bonitätsrisiko, sondern das spezifische Nachrangrisiko die Rendite.

Schaut man aktuell die drei Sektoren an, die Nachranganleihen emittieren, so finden sich in allen drei Segmenten interessante Opportunitäten. Banken waren im letzten Jahr der stabilste Sektor. Wir favorisieren hier Titel aus den Kernregionen Europas sowie der USA. In die Peripherie gehen wir nur nach Spanien und Italien und dies mit dem Vorbehalt, nur in systemrelevante Institute der ersten Reihe zu investieren. Irland, Portugal, Griechenland oder Zypern meiden wir dagegen komplett. Auch sehen wir aktuell mehr Value im Tier2-Segment während Pflichtwandelanleihen (Contingent Convertibles = CoCo) kaum eine Rolle für uns spielen. Für besonders interessant halten wir aktuell sogenannte 10NC5-Strukturen, also Papiere mit einer Ursprungslaufzeit von zehn Jahren, die nach fünf Jahren ein Kündigungsrecht haben. Hier lassen sich die Laufzeitverlängerungsrisiken im Falle einer Nicht-Kündigung deutlich einfacher einschätzen als bei den AT1-Titeln. Außerdem erfolgt in der Regel eine Kuponanpassung auf das aktuelle Niveau, sollte der erste Kündigungstermin nicht wahrgenommen werden.

Bei Versicherungen schauen wir insbesondere auf Anleihen, die vor dem 1.1.2016 emittiert wurden. Diese Titel „alten Formates“ verlieren zum 1.1.2026 vollständig ihre Anrechenbarkeit auf das Eigenkapital und werden dann zu relativ teurem Fremdkapital. Daher werden sie sukzessive von den Emittenten durch neue Anleihen ersetzt und gekündigt. Da aber viele Papiere nach dem Kursrutsch im letzten Jahr deutlich unter Par notieren, winken durch den Pull-to-Par-Effekt in den kommenden Monaten interessante Kurschancen.

Bei den Corporates mögen wir Emittenten, die eine vollständige Zinsstrukturkurve im Nachrangbereich ausstehen haben. Dies zeigt uns, dass für den jeweiligen Emittenten das Segment eine bedeutende Rolle bei der Refinanzierung spielt. Das Unternehmen möchte daher i.d.R. eine gute Reputation bei den Investoren haben, um den Markt jederzeit anzapfen zu können. Diese erwirbt man sich durch verlässliche Kündigungen, wodurch das Laufzeitverlängerungsrisiko leichter zu kalkulieren ist.

### **2023 breite Erholung voraus**

Der Gesamtmarkt für Nachranganleihen sollte sich 2023 auf breiter Fläche etwas erholen, da bei vielen Titeln der Pull-to-Par-Effekt in den kommenden Monaten stärker werden dürfte. So



sind bei uns in den Fonds über 60% der Papiere in den nächsten drei Jahren mindestens einmal kündbar. Zudem rollieren sich die Kupons durch Neuemissionen gerade sehr schön hoch, so dass davon auszugehen ist, dass die Carry noch attraktiver wird. Wichtig noch zu erwähnen, dass die EZB nie Nachranganleihen gekauft hat, so dass von dieser Seite also kein Ungemach drohen kann. Sollte es tatsächlich aber nach der jüngsten Rallye noch eine Kurskorrektur geben, so wäre dies sicherlich eine gute Gelegenheit, Positionen weiter aufzustoßen.

	ARAMEA Rendite Plus		ARAMEA Rendite Plus Nachhaltig	
	Retail-Tranche	I-Tranche	R-Tranche	I-Tranche
Auflegung	09.12.2008	18.04.2016	30.11.2017	30.11.2017
WKN	A0NEKQ	A141WC	A2DTL7	A2DTL8
ISIN	DE000A0NEKQ8	DE000A141WC2	DE000A2DTL78	DE000A2DTL86
Fondswährung	Euro			
Mindestanlagesumme	100,- EUR	100.000,- EUR	100,- EUR	100.000,- EUR
Fondstyp	Rentenfonds (Nachrang- & Hybridanleihen)			
Ertragsverwendung	Ausschüttend (1x/Jahr)			
Sparplanfähig	Ja			
Fondsmanagement	ARAMEA Asset Management AG			
Kapitalverwaltungsgesellschaft	HANSAINVEST Hanseatische Investment-GmbH			
Verwahrstelle	DONNER & REUSCHEL AG			
Laufende Kosten (TER)	1,33%	1,03%	1,35%	1,05%
Ausgabeaufschlag	Bis zu 5% (in Abhängigkeit der jeweiligen Bank)			
Rücknahmeaufschlag	Keiner			
Verwahrstellenvergütung	0,05%			
Verwaltungsvergütung	1,25%	0,95%	1,25%	0,95%
Erfolgsabhängige Vergütung	bis zu 15% ab 3% + 3Monats-Euribor (High-Watermark - max. 1% des FV)			





Anhang

## Disclaimer



Diese Publikation wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in diesem Dokument genannten Investmentfonds dar oder einen Investmentempfehlung. Vor Durchführung einer Transaktion sollte das jeweilig Fondsprospekt gelesen werden. Investoren sollten sich vor Durchführung einer Transaktion über rechtliche Bedingungen und steuerliche Konsequenzen der Transaktion informieren, um über Angemessenheit und Konsequenzen des Fondsinvestments urteilen zu können. Die ARAMEA Asset Management AG gibt keine Garantie, weder explizit noch indirekt, und trägt weder Verantwortung noch Haftung für Exaktheit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen. Auf eine Änderung des Inhalts dieses Dokuments muss die ARAMEA Asset Management AG nicht hinweisen. Die ARAMEA Asset Management AG ist ferner nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu aktualisieren oder zu verändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognosen für die Zukunft. Bei der Berechnung der Wertentwicklung werden weder Vermittlerprovisionen noch die im Zusammenhang mit der Ausgabe und Rücknahme der Fondsanteile angefallenen Kosten berücksichtigt.

### Über die ARAMEA Asset Management AG

Die ARAMEA Asset Management AG zählt zu den größten unabhängigen Asset Managern in Deutschland. Das 29-köpfige ARAMEA-Team verantwortet mehr als 4 Milliarden Euro in Publikums- und Spezialfonds sowie in Vermögensverwaltungsmandaten. Der Kundenkreis umfasst Sozialversicherungsträger, Verbände, Stiftungen, Versicherungen, Banken, Unternehmen, kirchliche Einrichtungen und Family Offices.

Der Aufsichtsrat der Gesellschaft besteht neben Herrn Rolf Hunck (Vors.) aus den Mitgliedern Dr. Dr. Michael Steen, Frank Diegel, Thomas Gollub, Harald Spiegel und Dr. Jörg Stotz. ARAMEA Asset Management AG wird vertreten durch die Vorstände Markus Barth (Vors.) und Sven Pfeil.

### Autor:

**Felix Herrmann, CFA – Chefvolkswirt, ARAMEA Asset Management AG**

### Ansprechpartner

Stephan Lipfert

[stephan.lipfert@punica-invest.de](mailto:stephan.lipfert@punica-invest.de)

040/866488-120

# Carmignac Portfolio EM Debt

## (ISIN LU1623763734)

**Schwellenländeranleihen: Die Renditen steigen wieder!**  
**Wie können Anleger in diesem Segment flexibel investieren?**

### Executive Summary:

	<b>01</b>	Renewed Opportunities in Emerging Markets
	<b>02</b>	Take Advantage Of The Best of Both Worlds
	<b>03</b>	FX: Additional Performance Driver & Decorrelation
	<b>04</b>	Proof of Concept: Carmignac P. EM Debt

### 1) Neue Chancen in den Schwellenländern

Im vergangenen Jahr führten die Zinserhöhungen der Zentralbanken und der Krieg in der Ukraine zu erheblicher **Volatilität, sowohl in den Schwellen- als auch in den Industrieländern**. Zudem haben steigende Zinsen, hohe Rohstoffpreise, die langsame Erholung der chinesischen Wirtschaft und die Unsicherheit über die Energieversorgung Europas Ängste vor einer weltweiten Rezession geschürt.

Tatsächlich erlebten Anleihen im Jahr 2020 den am stärksten ausgeprägten Bärenmarkt seit 1929. Auch die Schwellenländer blieben davon nicht verschont. Zur Veranschaulichung: Die Indizes für Schwellenländeranleihen in Fremdwährung (EMBIG) und Schwellenländeranleihen in Lokalwährung (GBI-EM) verzeichneten eines der schlechtesten Jahre seit ihrer Auflegung. **Doch infolge dieser drastischen Trendwende bieten die Schwellenländer derzeit besonders attraktive Chancen.** Dafür gibt es folgende Gründe:

- 1) Die drei wichtigsten Belastungsfaktoren für die Schwellenländer im Jahr 2022 (die Fed, China und der Krieg in der Ukraine) **verlieren in unterschiedlichem Tempo an Bedeutung.**

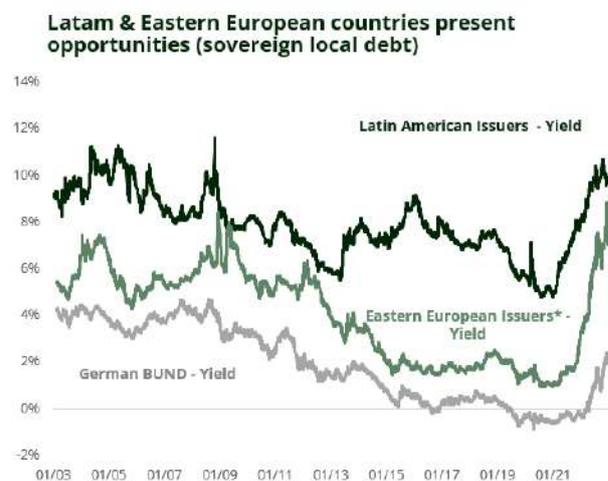
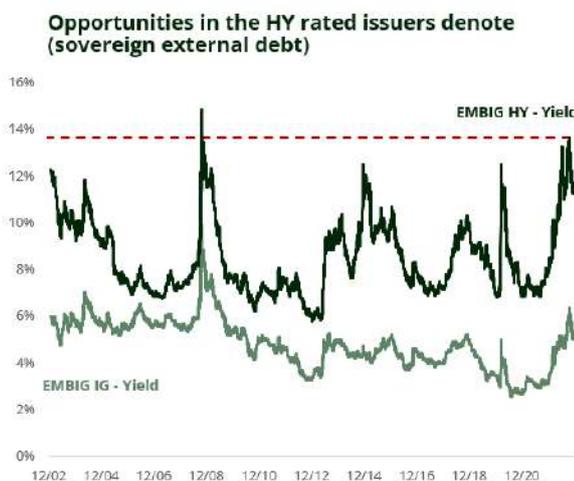
**Werbemitteilung.** Bitte lesen Sie das Basisinformationsblatt (BiB) bzw. den Verkaufsprospekt des Fonds, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen.

- 2) **Schwellenländeranleihen bieten äußerst attraktive Aussichten – zum einen wegen des hohen Carry im zweistelligen Bereich** und zum anderen, weil die Inflation und die fiskalischen Fundamentaldaten angesichts des straffen geldpolitischen Kurses nach der Pandemie recht solide sind.

### 2) Carmignac Portfolio EM Debt FW EUR Acc - Das Beste aus beiden Welten nutzen

Dank einer benchmarkunabhängigen Verwaltung profitieren Sie von Vorteilen durch Investitionen sowohl in Lokal- als auch in Fremdwährungsanleihen. **Unser flexibles Mandat ermöglichte es uns, in den Indizes für Lokal- und Fremdwährungsanleihen enthaltene Länder mit negativen Realrenditen auszuschließen**, wie etwa Polen, Indien, die Golfstaaten usw. (an Benchmarks gebundenen Fonds besitzen diese Möglichkeit nicht).

Darüber hinaus ist eine **aktive Verwaltung der Duration** wichtig. Wir legen unseren Schwerpunkt daher auf Anleihen in Lokalwährung sowie Anleihen in Fremdwährung aus mitteleuropäischen Ländern, die in puncto Zinswende hinterherhinken. In diesem Zusammenhang halten wir die Länder, die bereits früh ihre Zinsen angehoben haben, weiterhin für interessant. Doch auch einige Nachzügler, wie z. B. Mexiko, könnten gute Gelegenheiten bieten. Wir bevorzugen auch Rohstoffexporteure mit vergleichsweise hohen Spreads, die Schutz vor steigenden Zinsen bieten und dank ihrer Exportbilanzen vom Rohstoffboom profitieren (hauptsächlich in Lateinamerika und Afrika). **Diese Länder dürften weiterhin von erhöhten Rohstoffpreisen und den Investitionen der rohstoffimportierenden Länder profitieren**, die in den kommenden Monaten zum Ausgleich der Produktionsausfälle in Russland und der Ukraine notwendig sein werden.

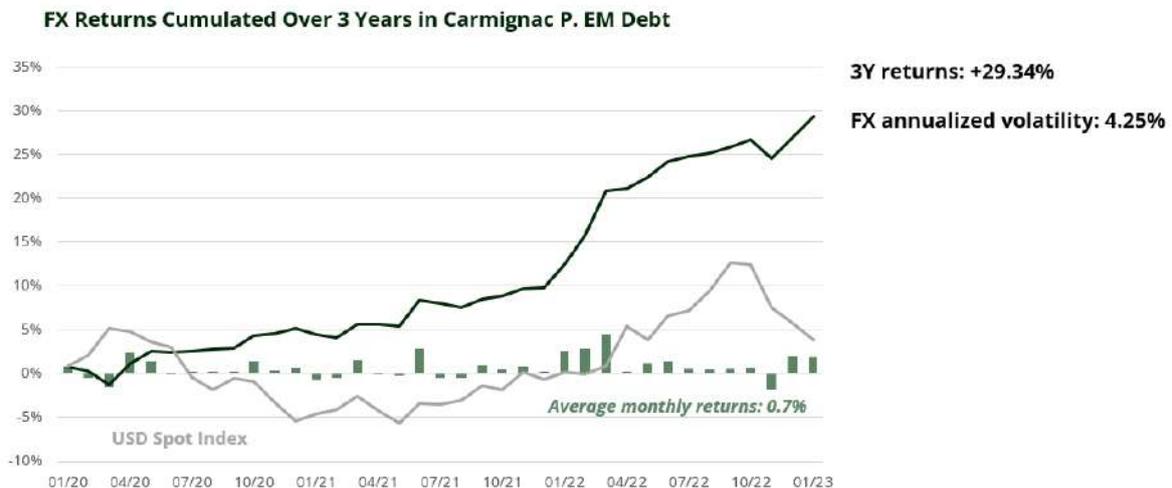


\*Durchschnittsrendite von Anleihen aus der Tschechischen Republik, Polen und Ungarn  
Quellen: Carmignac, Bloomberg, 30.12.2022.

### 3) Devisen: Zusätzliche Performancetreiber und Dekorrelation

Die Möglichkeit der **aktiven Verwaltung des Währungsexposures stellt nicht nur einen echten zusätzlichen Performancetreiber, sondern auch einen wichtigen Dekorrelationsfaktor dar**. Wir bevorzugen derzeit die EMEA-Region (CZK, HUF) und Lateinamerika (BRL, CLP, MXN), **wo sich attraktive Carry-Gelegenheiten bieten**. Darüber hinaus ermöglicht uns unser flexibles Mandat die Anpassung **Werbemitteilung**. Bitte lesen Sie das Basisinformationsblatt (BiB) bzw. den Verkaufsprospekt des Fonds, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen.

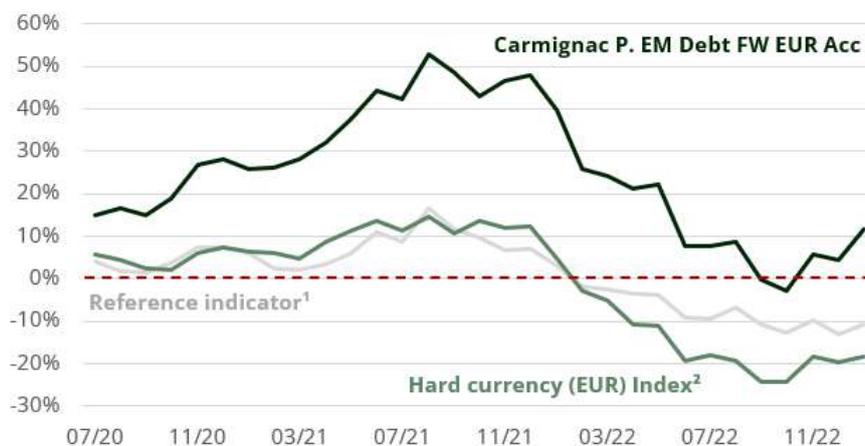
unseres Portfoliorisikos, indem wir **unser Exposure in Hartwährungen wie EUR, USD oder JPY taktisch erhöhen oder verringern, um uns unterschiedliche Währungsumfelder zunutze zu machen**. So konnte etwa unsere Schwellenländerwährungskomponente 2022 vom schwachen US-Dollar profitieren und einen positiven Beitrag leisten.



Quellen: Carmignac, Bloomberg, 31.01.2023.

#### 4) Konzeptnachweis: Carmignac P. EM Debt

Bei Betrachtung jedes beliebigen gleitenden Dreijahreszeitraums (entsprechend dem empfohlenen Anlagehorizont für den Fonds) seit der Auflegung des EM Debt Fund vor fünfeinhalb Jahren (31.07.2017) zeigt sich, **dass der Fonds seinen doppelten Auftrag tatsächlich erfüllt: Trotz zweier großer Krisen hat er eine positive Wertentwicklung erzielt und seinen Referenzindikator** (Index für Anleihen in Lokalwährung) **durchgehend übertroffen**. Der Fonds übertrifft auch stets die zweite Schwellenländer-Benchmark für Hartwährungsanleihen (EMBIG-Index).

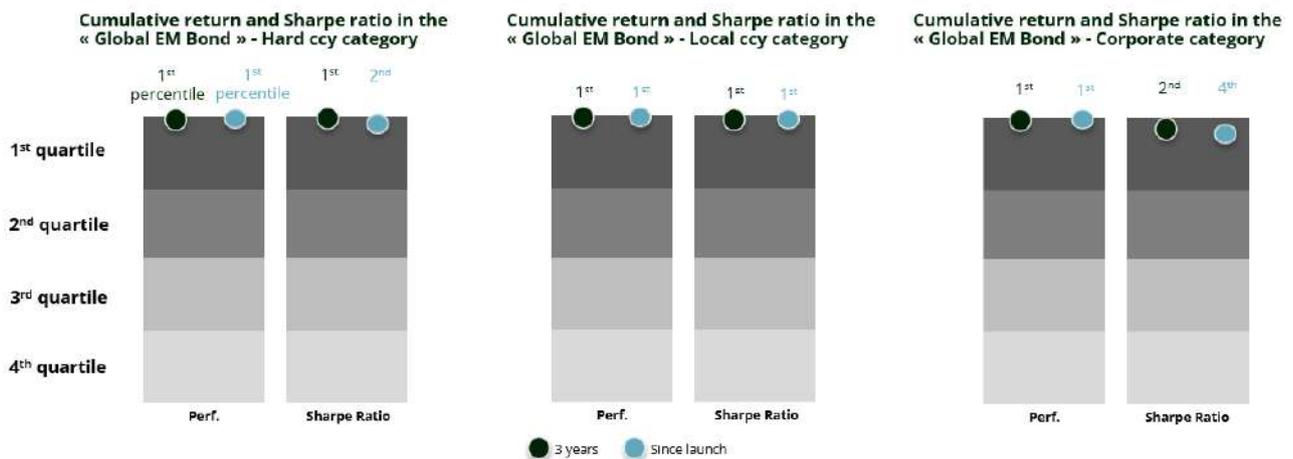


Quelle: Carmignac, Stand: 31.01.2023 – Anteilsklasse FW EUR Acc

<sup>1</sup> JP Morgan GBI – Emerging Markets Global Diversified Composite Unhedged EUR Index. <sup>2</sup> EMBIG index (JPEIDHEU Index)  
Die vergangene Wertentwicklung ist nicht zwangsläufig ein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Die Wertentwicklungen verstehen sich nach Abzug von Gebühren (mit Ausnahme der Ausgabegebühren, die der Vertriebsstelle zustehen).

**Werbemitteilung.** Bitte lesen Sie das Basisinformationsblatt (BiB) bzw. den Verkaufsprospekt des Fonds, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen.

Zur jüngsten Performance haben vor allem die Schwellenländeranleihen in Lokalwährung beigetragen. **Diese wurden im vergangenen Jahr auf von der Inflationsrate und den fundamentalen Realitäten abgekoppelten Niveaus verkauft.** Ende des dritten Quartals und zu Beginn dieses Jahres **kehrten die Bewertungen allmählich zur Realität zurück.** Zur Erinnerung: Im Unterschied zu den Industrieländern haben die meisten Schwellenländer während der Pandemie keine Konjunkturmaßnahmen ergriffen, sodass die Inflation nicht so stark angestiegen ist. **Darüber hinaus hat sich die Strategie unabhängig von der Fondskategorie bewährt.**



<sup>1</sup> JPM GBI-EM Global Diversified TR EUR, 31.01.2023

Anteil FW Acc. Renditen in EUR. Sharpe Ratio anhand wöchentlicher Renditen berechnet. Risikofreier Zinssatz: EONIA Capitalized Daily. Die vergangene Wertentwicklung ist nicht zwangsläufig ein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse. Die Wertentwicklung versteht sich nach Abzug von Gebühren (mit Ausnahme etwaiger von der Vertriebsstelle in Rechnung gestellter Ausgabegebühren). Die Wertentwicklung kann infolge von Währungsschwankungen besser oder schlechter ausfallen. Carmignac Portfolio EM Debt FW EUR Acc (ISIN: LU1623763734) gehörte zur Morningstar-Kategorie Alt - Long/Short Credit, wurde jedoch Anfang Februar 2020 der Kategorie Global Emerging Markets Bond zugeteilt. Daher wurden die Ergebnisse in dieser Kategorie simuliert.

Seit seiner Auflegung (31.07.2017) kann der Fonds eine **solide Erfolgsbilanz vorweisen: In Bezug auf Rendite und Sharpe Ratio liegt er bisher laut Morningstar durchweg über dem empfohlenen Anlagehorizont und im 1. Dezil.** Zudem hat Citywire Joseph Mouawad ein AAA-Rating verliehen und unsere Erfahrung im Bereich Schwellenländeranlagen mit einem GOLD-Rating in der Gruppe „globale Schwellenländeranleihen in Hartwährung“ ausgezeichnet. **Diese starke Erfolgsbilanz wurde jedoch nicht auf Kosten eines übermäßigen Risikos erreicht** – unsere Drawdowns entsprechen denen unserer Vergleichsgruppe.

**Werbemitteilung.** Bitte lesen Sie das Basisinformationsblatt (BiB) bzw. den Verkaufsprospekt des Fonds, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen.

**Wertentwicklung pro Kalenderjahr:**

	Fonds	Referenzindikator
2017 <sup>2</sup>	+0,82%	+0,42%
2018	-10,45%	-1,48%
2019	+28,07%	+15,56%
2020	+9,85%	-5,79%
2021	+3,24%	-1,82%
2022:	-9,05%	-5,90%
Seit Jahresbeginn 2023	+8,88%	+2,49%

**Annualisierte Wertentwicklung:**

	Fonds	Referenzindikator
3 Jahre	+3,83%	-3,73%
5 Jahre	+5,48%	+0,17%
Seit Auflegung <sup>2</sup>	+5,35%	+0,36%

Quelle: Carmignac, Stand: 31.01.2023. Anteilsklasse FW EUR Acc <sup>1</sup> JP Morgan GBI – Emerging Markets Global Diversified Composite Unhedged EUR Index. <sup>2</sup> 31.07.2017 **Die vergangene Wertentwicklung ist nicht zwangsläufig ein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Die Wertentwicklungen verstehen sich nach Abzug von Gebühren (mit Ausnahme der Ausgabegebühren, die der Vertriebsstelle zustehen).**

**Hauptrisiken des Carmignac P. EM Debt**

**Emerging Markets:** Die Betriebsbedingungen und die Marktaufsicht in den Schwellenländern entsprechen mitunter nicht den Standards, die an den großen internationalen Börsen üblich sind, und beeinflussen die Kurse börsennotierter Instrumente, in denen der Fonds möglicherweise anlegt. **Zinsrisiko:** Das Zinsrisiko führt bei einer Veränderung der Zinssätze zu einem Rückgang des Nettoinventarwerts. **Kreditrisiko:** Das Kreditrisiko besteht in der Gefahr, dass der Emittent seinen Verpflichtungen nicht nachkommt. **Währungsrisiko:** Das Währungsrisiko ist mit dem Exposure in einer Währung verbunden, die nicht die Bewertungswährung des Fonds ist, wobei das Exposure entweder durch eine Direktanlage oder über Forward-Finanzinstrumente erreicht wird. **Der Fonds ist mit dem Risiko eines Kapitalverlusts verbunden.**

Empfohlene  
Mindestanlage-  
dauer: 



**Werbemitteilung.** Bitte lesen Sie das Basisinformationsblatt (BiB) bzw. den Verkaufsprospekt des Fonds, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen.

Einmalige Kosten bei Einstieg oder Ausstieg	
Einstiegskosten	4,0 % des Betrags, den Sie beim Einstieg in diese Anlage zahlen. Dies ist der Höchstbetrag, der Ihnen berechnet wird. Die Person, die Ihnen das Produkt verkauft, teilt Ihnen die tatsächliche Gebühr mit.
Ausstiegskosten	Wir berechnen keine Ausstiegsgebühr für dieses Produkt; die Person, die Ihnen das Produkt verkauft, kann jedoch eine Gebühr berechnen.
Laufende Kosten pro Jahr	
Verwaltungsgebühren und sonstige Verwaltungs- oder Betriebskosten	1,5% des Werts Ihrer Anlage pro Jahr. Hierbei handelt es sich um eine Schätzung auf der Grundlage der tatsächlichen Kosten des letzten Jahres.
Transaktionskosten	0,5% des Werts Ihrer Anlage pro Jahr. Hierbei handelt es sich um eine Schätzung der Kosten, die anfallen, wenn wir die Basiswerte für das Produkt kaufen oder verkaufen. Der tatsächliche Betrag hängt davon ab, wie viel wir kaufen und verkaufen.
Zusätzliche Kosten unter bestimmten Bedingungen	
Erfolgsgebühren	0,1% Der tatsächliche Betrag hängt davon ab, wie gut sich Ihre Anlage entwickelt. Die vorstehende Schätzung der kumulierten Kosten enthält den Durchschnitt der letzten fünf Jahre bzw. seit der Auflegung des Produkts, wenn diese vor weniger als fünf Jahren erfolgte.

## Haftungsausschluss

Werbemitteilung. Bitte lesen Sie das Basisinformationsblatt (BiB) bzw. den Verkaufsprospekt des Fonds, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen.

Die Verwaltungsgesellschaft kann den Vertrieb in Ihrem Land jederzeit einstellen. Auf der Website von Carmignac finden Anleger im Bereich „Verfahrenstechnische Informationen“ unter „6. Zusammenfassung der Anlegerrechte“ eine Zusammenfassung ihrer Rechte auf Französisch, Englisch, Deutsch, Niederländisch, Spanisch und Italienisch.

Das vorliegende Dokument wird veröffentlicht von Carmignac Gestion S.A., einer von der französischen Finanzmarktaufsichtsbehörde AMF in Frankreich zugelassenen Portfolioverwaltungsgesellschaft, und von ihrer Tochtergesellschaft Carmignac Gestion Luxembourg S.A., einer Investmentfondsverwaltungsgesellschaft, die gemäß Paragraf 15 des Luxemburger Gesetzes vom 17. Dezember 2010 von der Luxemburger Finanzaufsichtsbehörde CSSF zugelassen ist. „Carmignac“ ist ein eingetragenes Warenzeichen. „Anlegen in Ihrem Interesse“ ist ein dem Warenzeichen Carmignac zugeordneter Slogan. Das vorliegende Dokument ist keine Beratung zu einer Anlage in oder einer Arbitrage mit übertragbaren Wertpapieren oder zur Vermögensverwaltung, zu Anlageprodukten oder sonstigen Dienstleistungen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen berücksichtigen nicht die individuellen Umstände von Anlegern und dürfen in keinem Fall als Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung ausgelegt werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können unvollständig sein und ohne vorherige Mitteilung geändert werden. Dieses Dokument darf ohne vorherige Genehmigung weder ganz noch in Auszügen vervielfältigt werden. Die Risiken, Gebühren und laufenden Kosten sind im Basisinformationsblatt (BiB) beschrieben. **Der Prospekt, das Basisinformationsblatt, die Nettoinventarwerte und der jüngste (Halb-)Jahresbericht sind kostenlos auf Französisch, Englisch, Deutsch, Niederländisch, Spanisch und Italienisch bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich. Der Zeichner muss vor jeder Zeichnung das Basisinformationsblatt lesen. Die Fonds sind mit dem Risiko eines Kapitalverlusts verbunden. Anleger können einen teilweisen oder vollständigen Verlust ihres Kapitals erleiden, da das Kapital der Fonds nicht garantiert ist.** Carmignac Portfolio bezieht sich auf die Teilfonds der Carmignac Portfolio SICAV, einer Investmentgesellschaft nach luxemburgischem Recht gemäß den Bestimmungen der OGAW-Richtlinie. Bei den französischen Investmentfonds (Fonds Commun de Placement oder FCP) handelt es sich um Investmentfonds nach französischem Recht (Fonds Commun de Placement, FCP) gemäß den Bestimmungen der OGAW-Richtlinie. Der

**Werbemitteilung.** Bitte lesen Sie das Basisinformationsblatt (BiB) bzw. den Verkaufsprospekt des Fonds, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen.

Zugang zum Fonds kann für bestimmte Personen oder Länder Einschränkungen unterliegen. Die Fonds sind in Asien, Japan und Nordamerika nicht zum Vertrieb an Privatanleger registriert und sind nicht in Südamerika registriert. Carmignac-Fonds sind in Singapur als eingeschränkte ausländische Fonds registriert (nur für professionelle Anleger). Die Fonds wurden nicht gemäß dem „US Securities Act“ von 1933 registriert. Gemäß der Definition der US-amerikanischen Verordnung „US Regulation S“ und FATCA dürfen die Fonds weder direkt noch indirekt zugunsten oder im Namen einer „US-Person“ angeboten oder verkauft werden.

Morningstar Rating™: © 2023 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind Eigentum von Morningstar und/oder seinen Inhaltsanbietern; sie zu kopieren oder zu verbreiten ist nicht gestattet, und es wird keine Gewährleistung für ihre Genauigkeit, Vollständigkeit und Aktualität übernommen. Weder Morningstar noch deren Inhalte-Anbieter sind verantwortlich für etwaige Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieser Informationen entstehen.

**VK:** Dieses Dokument wurde von Carmignac Gestion und/oder Carmignac Gestion Luxembourg erstellt und wird im Vereinigten Königreich von Carmignac Gestion Luxembourg UK Branch (registriert in England und Wales unter der Nr. FC031103, CSSF-Zulassung vom 10.06.2013) vertrieben. **Schweiz:** Der Verkaufsprospekt, die KIIDs und der Jahresbericht sind unter [www.carmignac.ch](http://www.carmignac.ch) oder bei unserem Vertreter in der Schweiz, CACEIS (Switzerland) S.A., Route de Signy 35, CH-1260 Nyon, erhältlich. Zahlstelle ist CACEIS Bank, Paris, Niederlassung Nyon/Schweiz, Route de Signy 35, 1260 Nyon.

**Belgien:** Diese Unterlagen können zudem bei dem Finanzdienstleister Caceis Belgium S.A. unter der folgenden Adresse angefordert werden: avenue du port, 86c b320, B-1000 Brüssel. Bei einer Zeichnung eines französischen Investmentfonds (Fonds Commun de Placement oder FCP) müssen Sie in Ihrer Steuererklärung jedes Jahr den Anteil an den Dividenden (und gegebenenfalls Zinsen) angeben, den Sie vom Fonds erhalten haben. Eine detaillierte Berechnung können Sie auf der Website [www.carmignac.be](http://www.carmignac.be) durchführen. Dieses Tool stellt keine Steuerberatung dar und soll lediglich die Berechnung vereinfachen. Diese Berechnung befreit nicht von der Pflicht, die Verfahren und Prüfungen durchzuführen, zu denen ein Steuerzahler verpflichtet ist. Die angezeigten Ergebnisse beruhen auf Daten, die der Steuerzahler bereitstellt, und Carmignac übernimmt auf keinen Fall die Verantwortung für etwaige Fehler oder Auslassungen Ihrerseits. Gemäß Artikel 19 bis des belgischen Einkommensteuergesetzes (CIR92) muss der Anleger im Falle der Zeichnung eines Fonds, der der Richtlinie über die Besteuerung von Zinserträgen unterliegt, bei der Rückgabe seiner Anteile Quellensteuer in Höhe von 30% der Erträge (in Form von Zinsen oder Kapitalgewinnen bzw. -verlusten) entrichten, die er aus der Rendite von Anlagen in Forderungen erzielt hat. Ausschüttungen unterliegen einer Quellensteuer von 30% ungeachtet der Ertragsquelle. Die Nettoinventarwerte sind auf der Website [www.fundinfo.com](http://www.fundinfo.com) verfügbar. Beschwerden können an [complaints@carmignac.com](mailto:complaints@carmignac.com) oder Carmignac Gestion – Compliance and Internal Controls – 24, place Vendôme Paris, Frankreich gerichtet oder über die Website [www.ombudsfin.be](http://www.ombudsfin.be) übermittelt werden.

Carmignac Gestion, 24, place Vendôme – F-75001 Paris – Tel.: (+33) 01 42 86 53 35 – Von der AMF zugelassene Anlageverwaltungsgesellschaft – Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 15.000.000 EUR – Handelsregister Paris B 349 501 676 Carmignac Gestion Luxembourg – City Link – 7, rue de la Chapelle – L-1325 Luxemburg – Tel.: (+352) 46 70 60 1 – Tochtergesellschaft von Carmignac Gestion – von der CSSF zugelassene Investmentfondsverwaltungsgesellschaft – Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 23.000.000 EUR – Handelsregister Luxemburg B 67 549

**Werbemitteilung.** Bitte lesen Sie das Basisinformationsblatt (BiB) bzw. den Verkaufsprospekt des Fonds, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen.

# % DPAM

DEGROOF PETERCAM ASSET MANAGEMENT



ACTIVE. SUSTAINABLE. RESEARCH.  
THROUGH THE CYCLE

@ deutschland@degroofpetercam.com

Degroof Petercam Asset Management Zweigniederlassung Deutschland | Wiesenhüttenplatz 25, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland | RPR/RPM Brussels | USt-IdNr DE815628720. **Wichtige Information:** Dies ist Werbemitteilung. Diese Mitteilung dient nur zu Veranschaulichungs- und Informationszwecken und ist ohne Gewähr, dass sie richtig oder vollständig ist. Die bereitgestellten Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Das Logo und die Worte "Degroof Petercam Asset Management" sind eingetragene Warenzeichen und der Inhalt dieser Mitteilung darf ohne schriftliche Genehmigung von Degroof Petercam Asset Management nicht vervielfältigt werden. Copyright © Degroof Petercam Asset Management 2023. Alle Rechte vorbehalten.



dpamfunds.com

## GRENZEN DER DIVERSIFIZIERUNG:

### EIN TIEFER EINBLICK IN DIE MÄRKTE DER SCHWELLENLÄNDER

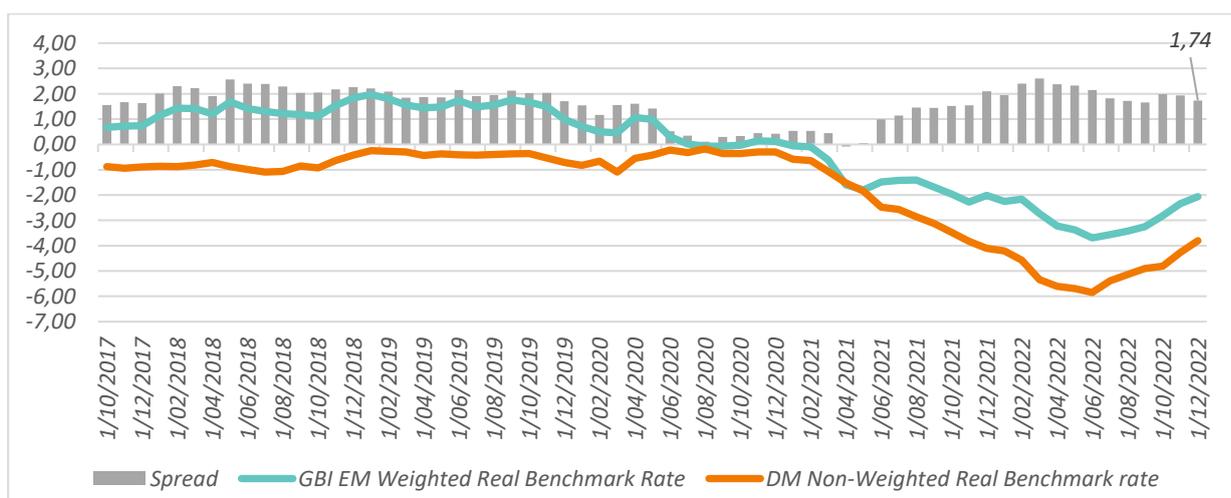
Von Michael Vander Elst, Fondsmanager EMD bei DPAM

Das Engagement ausländischer Investoren auf den lokalen Währungsmärkten befindet sich derzeit auf einem mehrjährigen Tiefstand und bietet damit eine hervorragende Anlagemöglichkeit. Seit dem Taper Tantrum im Jahr 2013 sind die Anleger von den Renditen in dieser Anlageklasse enttäuscht worden. Während des Großteils dieses Zeitraums ging eine Verringerung der Risikoprämie (niedrigere Renditen und Spreads) mit Wechselkursverlusten einher, was zu einer schlechten Gesamttrendite führte.

### SCHWELLENLÄNDERWÄHRUNGEN MIT UNTERSTÜTZUNG

In Zukunft könnte sich dies ändern, da die Renditen der Schwellenländerwährungen höchstwahrscheinlich positiv ausfallen werden. Die Schwellenländer brauchen einen positiven Realzins-Puffer gegenüber den Industrieländern, um die ausländischen Direktinvestitionen im Land zu halten und den Wert der Währung zu bewahren (siehe graue Balken in der nachstehenden Grafik, die das Realzinsgefälle darstellen). Während der COVID-Pandemie 2020/2021 lag dieser reale Zinspuffer unter dem historischen Niveau (etwa 1,50-2,00 %). Da die Zinsen Mitte 2021 nahe Null waren oder leicht negativ tendierten, erkannten viele Zentralbanken der Schwellenländer die Risiken und nahmen deutlich früher als die Zentralbanken der Industrieländer Zinsanhebungen vor. Der darauffolgende beispiellose Zinsanhebungszyklus hat den historischen Realzins-Puffer wieder hergestellt. Und er blieb auch nach Beginn der geldpolitischen Straffung in den Industrieländern erhalten<sup>1iii</sup>. Da die Märkte nun mehr Klarheit über den endgültigen Zinssatz der US-Notenbank (Fed) haben, dürfte die Stärke des US-Dollars nachlassen, was wiederum bei den Währungen der Schwellenländer für Auftrieb sorgen dürfte.

Titel: Realzinsgefälle Schwellenländer - Industrieländer



Quelle: JP Morgan, Bloomberg, DPAM; 31.12.2022 - Zu den Industrieländern gehören die USA, die Eurozone, Japan, das Vereinigte Königreich, die Schweiz, Kanada, Australien und Neuseeland.

Quelle: JP Morgan, Bloomberg, DPAM - Zu den Industrieländern gehören die USA, die Eurozone, Japan, das Vereinigte Königreich, die Schweiz, Kanada, Australien und Neuseeland.

Da die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat und sich die Wirtschaftstätigkeit abkühlt, werden viele Zentralbanken der Schwellenländer im Jahr 2023 über Spielraum für Zinssenkungen verfügen. Es ist aber mit einer eher vorsichtigen Haltung zu rechnen, bei der die Zinsen noch länger höher bleiben (und die Märkte darauf warten, dass die Fed ihren Zyklus beendet), vor allem in Ländern, in denen eine unverändert expansive Geldpolitik erwartet wird (z. B. Brasilien, Chile, ...).

## ABSOLUTE RENDITEN VON ANLEIHEN AUF MEHRJAHRES-HOCH

Die absoluten Renditen der Schwellenländer-Staatsanleihen befinden sich auf einem mehrjährigen Höchststand. Bei Renditen von über 8,25 % in diesen Strategien bedeutet dies einen monatlichen Carry von 70 Basispunkten (Bp.). Zugleich aber ermöglicht es der Carry dem Anleger, einen Renditeanstieg von 1,50 % zu verkraften, bevor er über einen Zeithorizont von zwölf Monaten eine negative Rendite erzielt<sup>2</sup>.

Günstige Bewertungen, ein hoher Carry, unterstützende Währungen und eine geringe Präsenz ausländischer Investoren: Die Vorzeichen für ein glänzendes Jahr 2023 stehen gut. Diejenigen, die an den Emerging-Market-Währungen Zweifel hegen, können eine nachhaltige Strategie in harter Währung in Betracht ziehen. Angesichts steigender US-Renditen sind die Spreads gegenüber US-Staatsanleihen zwar nicht mehr so hoch wie zuvor, aber gemessen an den absoluten Renditen bieten sie einen hohen Wert.

Die nahezu gleichzeitig aufgetretenen Krisen in den Bereichen Gesundheit (COVID), Nahrungsmittel und Energie (Ukraine) haben sich negativ auf die Haushaltskennzahlen vieler Schwellenländer ausgewirkt. Selbst rohstoffreiche Länder haben kaum von einem Preisanstieg profitiert, da die zusätzlichen Einnahmen zur Subventionierung des ärmeren Teils der Bevölkerung aufgewendet werden mussten. Im Hinblick auf die angespannten Finanzierungsbedingungen im Jahr 2022 könnte die langfristige Tragfähigkeit der Verschuldung ein Problem werden. Einige Länder könnten zahlungsunfähig werden, und Anleger in Landeswährung sind nicht immer besser geschützt als Anleger in Hartwährung<sup>3</sup>. Proaktive Finanzierungsstrategien, einschließlich der Ausnutzung vergünstigter Quellen sowie eines verbesserten Managements bei der Kreditaufnahme auf dem lokalen Markt, dürften die Liquiditätsrisiken verringern. Immer mehr Länder nutzen die Resilienz- und Nachhaltigkeitsfazilität, die der IWF jenen Ländern mit niedrigem und mittlerem Einkommen anbietet, um sich auf den Klimawandel und Pandemien vorzubereiten.

## DIVERSIFIKATION IST UNVERZICHTBAR

Die globale Diversifizierung der Anlageklasse bietet Investoren den besten Schutz gegen unvorhergesehene Ereignisse wie geopolitische Spannungen und Pandemierisiken. Neben der zunehmenden Bedeutung der Schwellenländer für den Welthandel ist dies wahrscheinlich der überzeugendste Grund für eine Übergewichtung von Emerging-Market-Staatsanleihen -.

## NACHHALTIGKEIT ALS WICHTIGER STABILITÄTSFAKTOR

Überdies sind wir der Auffassung, dass das Hinzufügen einer nachhaltigen Ebene in den Anlageprozess eine weitere Dimension der Analyse darstellt. Tatsächlich können sich schwache Institutionen und eine polarisierte Regierung stark auf die makroökonomische Performance auswirken und sogar die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls bei Staatsschulden beeinflussen, wie Frau Rong Qian, Senior Economist bei der Weltbank auf den Philippinen, aufgezeigt hat<sup>4</sup>. Staaten müssen die notwendigen Investitionen tätigen, um ökologische und soziale Ziele (ESG) zu entwickeln. Die Konzentration von Macht in den Händen einer oder weniger Personen (oder das Fehlen von Governance (G)) wird früher oder später mit den breiteren Bedürfnissen der Bevölkerung

<sup>2</sup> Für eine modifizierte Duration um 5,50

<sup>3</sup> Zum Beispiel geriet Ghana im Jahr 2022 mit seinen Verbindlichkeiten in harter wie in lokaler Währung in Verzug, Ägypten geriet zwar nicht in Verzug, wertete aber seine Währung um mehr als 30 % ab.

<sup>4</sup> Rong Qian - Warum sind einige Länder häufiger zahlungsunfähig als andere?

Die Rolle der Institutionen (1. März 2012, World Bank Policy Research Working Paper)

in Konflikt geraten. Aus diesem Grund ist der Ausschluss nichtdemokratischer Länder (z. B. Russland im Jahr 2022) von entscheidender Bedeutung. Angesichts der hohen Korrelation zwischen Ländern mit einer hohen ESG-Bewertung im Modell und dem Finanz-Rating des Landes erzeugt unser Ansatz, der mindestens 40 % des verwalteten Vermögens in die besten 25 % der Länder der Rangliste investiert, eine Ausrichtung auf Qualität, wirkt sich positiv auf die Volatilität aus und begrenzt das Verlustrisiko für den Anleger<sup>5</sup>.

**Marketing-Kommunikation. Eine Investition ist mit Risiken verbunden. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.**

## DISCLAIMER

---

Dies ist eine Marketing-Kommunikation.

Degroof Petercam Asset Management SA/NV | rue Guimard 18, 1040 Brussels, Belgium | RPM/RPR Brussels | TVA BE 0886 223 276 |  
© Degroof Petercam Asset Management SA/NV, 2022, all rights reserved.

Dieses Dokument darf nicht an Privatanleger verteilt werden und ist ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt. Dieses Dokument darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Degroof Petercam Asset Management ("DPAM") weder ganz noch teilweise reproduziert, vervielfältigt, verbreitet, in einer automatisierten Datei gespeichert, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden, gleich in welcher Form oder mit welchen Mitteln. Durch den Zugang zu diesem Dokument werden weder die Eigentumsrechte noch die Titel und Eigentumsrechte übertragen. Die Informationen in diesem Dokument, die Rechte daran und der Rechtsschutz in Bezug auf sie verbleiben ausschließlich bei DPAM.

DPAM ist der Autor des vorliegenden Dokuments. Obwohl dieses Dokument und sein Inhalt mit der gebotenen Sorgfalt erstellt wurden und auf Quellen und/oder Drittanbietern von Daten beruhen, die DPAM für zuverlässig hält, werden sie "wie besehen" ohne jegliche ausdrückliche oder stillschweigende Garantie bereitgestellt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen (einschließlich etwaiger Anhänge) im Zusammenhang mit der Verordnung (EU) 2019/2088 vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Angaben im Finanzdienstleistungssektor ("SFDR") und der Verordnung (EU) 2020/852 über die Schaffung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen ("Taxonomie-Verordnung") werden Ihnen von DPAM auf der Grundlage seines Verständnisses der SFDR, der Taxonomie-Verordnung und der damit zusammenhängenden Gesetze und Verordnungen sowie der diesbezüglich verfügbaren Leitlinien zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments zur Verfügung gestellt. Die Umsetzung der SFDR und der Taxonomie Verordnung kann sich im Laufe der Zeit auf der Grundlage von Richtlinien der Regulierungsbehörden, der Marktpraxis, der Verabschiedung technischer Standards oder delegierter Rechtsakte von Behörden auf EU-Ebene weiterentwickeln. Obwohl dieses Dokument und sein Inhalt mit der gebotenen Sorgfalt erstellt wurden, können die darin enthaltenen Informationen aufgrund von Klarstellungen und/oder Stellungnahmen der europäischen Behörden und/oder der nationalen Regulierungsbehörden zur Umsetzung und/oder Auslegung der SFDR, der Taxonomie-Verordnung und etwaiger weiterer Durchführungsrechtsakte unrichtig oder unvollständig werden. Weder DPAM noch seine Datenquellen und Drittanbieter garantieren die Richtigkeit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit, Aktualität, Verfügbarkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck.

Die hier zur Verfügung gestellten Informationen sind allgemeiner Natur und haben keinesfalls den Anspruch, auf Ihre persönliche Situation zugeschnitten zu sein. Ihr Inhalt stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot, eine Aufforderung, eine Empfehlung oder eine Aufforderung zum Kauf, Verkauf, zur Zeichnung oder zur Durchführung einer anderen Transaktion mit Finanzinstrumenten, insbesondere Aktien, Anleihen und Anteilen an Organismen für gemeinsame Anlagen, dar. Dieses Dokument richtet sich nicht an Anleger aus einer Rechtsordnung, in der ein solches Angebot, eine solche Aufforderung, eine solche Empfehlung oder eine solche Einladung rechtswidrig wäre.

Dieses Dokument stellt auch keine unabhängige oder objektive Anlageberatung oder Finanzanalyse oder eine andere Form der allgemeinen Empfehlung für Transaktionen mit Finanzinstrumenten im Sinne von Artikel 2, 2<sup>a</sup>, 5 des Gesetzes vom 25. Oktober 2016 über den Zugang zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und den Status und die Beaufsichtigung von Portfolioverwaltungsgesellschaften und Anlageberatern dar. Die hierin enthaltenen Informationen sollten daher nicht als unabhängige oder objektive Finanzanalyse angesehen werden.

Eine Anlage ist mit Risiken verbunden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Alle Meinungen und finanziellen Einschätzungen in diesem Dokument spiegeln die Situation zum Zeitpunkt der Herausgabe wider und können ohne Vorankündigung geändert werden.

## KONTAKT

---

[deutschland@degroofpetercam.com](mailto:deutschland@degroofpetercam.com) • [www.dpamfunds.com](http://www.dpamfunds.com)

<sup>5</sup> Der maximale Verlust seit Auflegung in EUR und berechnet nach vollem Kalenderjahr liegt bei -1,96% (2015)

# The Globe

## Der Investmentausblick von Eurizon

vom 23. Februar 2023

### Wirtschaftlicher Hintergrund

**Die unerwartet guten Makrodaten und der im Vergleich zu den Vormonaten langsamere Rückgang der Inflation haben die Zentralbanken dazu veranlasst, mit ihrem harten geldpolitischen Kurs fortzufahren.**

Die Fed Fund Futures gehen jetzt von Erhöhungen um jeweils 25 BP auf den Sitzungen im März, Mai und Juni 2023 aus. Das Endniveau der Fed Funds wird somit zwischen 5,25 % und 5,50 % liegen.

Für die EZB gehen Anleger von einem Zinssatz von 3,75 % aus; der nächste Zinsschritt wird am 16. März erfolgen und dürfte 50 BP betragen.

**Für die Anleger wird die beidseitige Entwicklung von Inflation und Wirtschaftswachstum weiterhin im Fokus stehen.**

Der durch Engpässe und sinkende Rohstoffpreise bedingte **Inflationsrückgang ist in den USA weitgehend vorbei und geht in der Eurozone seinem Ende entgegen. Darüber hinaus ist die Widerstandsfähigkeit der Inflation das Ergebnis eines unerwartet guten Wirtschaftswachstums** sowohl in den USA als auch in der Eurozone.

**Die chinesische Wirtschaft nimmt nachweislich wieder Fahrt auf.** Der Höhepunkt der Ansteckungen nach der Abkehr von der Null-Covid-Politik wurde sehr schnell erreicht.

MÖ

#### Makroökonomie

- Im Januar ist die US-Inflation langsamer zurückgegangen. Trotz der stark gestiegenen Zinssätze liegen die Makrodaten über den Erwartungen.
- Die Geldmarkt-Futures rechnen mit neuen Zinserhöhungen der Fed und der EZB und höheren Endsätzen als noch zu Jahresbeginn.

VA

#### Vermögensallokation

- Die Kombination aus hohen Fälligkeitsraten bei kurzen/mittleren Laufzeiten und der Aussicht auf eine mittelfristige makroökonomische Verlangsamung machen die Märkte für Kernanleihen attraktiv.
- Risikoaktiva weisen attraktive Bewertungen auf, könnten aber volatil sein, wenn die Zentralbanken ihren Straffungskurs fortsetzen.

FA

#### Festverzinsliche Anlagen

- Die Übergewichtung von US-amerikanischen und deutschen Staatsanleihen wird bestätigt: Sie weisen attraktive kurz- und mittelfristige Zinssätze auf und können im Falle eines makroökonomischen Abschwungs einen gewissen Schutz darstellen.
- Bei den Spread-Anleihen bevorzugen wir weiterhin Investment-Grade- und Schwellenländeranleihen. Das Umfeld für Hochzinsanleihen erscheint uns dagegen noch zu unsicher. Gegenüber italienischen Staatspapieren sind wir neutral aufgestellt.

A

#### Aktien

- Die Bewertungen an den Aktienmärkten befinden sich auf historisch attraktiven Niveaus. Aber die Beendigung des Straffungszyklus kann auf kurze Sicht für Volatilität sorgen.
- Die Long-Positionierung wurde reduziert, um von der starken Erholung der vergangenen Monate zu profitieren.

W

#### Währungen

- Die seit Ende 2022 anhaltende Abwertung des US-Dollars könnte vorübergehend eine Pause einlegen, da nicht nur die EZB, sondern auch die Fed den Leitzins nach oben korrigieren.
- Der Wechsel an der Spitze der Bank of Japan könnte dem Yen Unterstützung bieten.

# Investmentausblick

Mittelfristig rechnen wir mit einem allmählichen Rückgang der Inflation bei gleichzeitig mäßigem Wachstum. Auf kurze Sicht jedoch verleitet die Stärke der Makrodaten die Zentralbanken trotz eines noch recht langsamen Rückgangs der Inflation zu einer weiteren Straffung der Geldpolitik. Vor diesem Hintergrund verfolgen wir eine weniger ausgeprägte direktionale Positionierung als noch zu Jahresende. Wir setzen die Positionierung an den Aktienmärkten von Übergewichtet auf neutral zurück und bekräftigen die Übergewichtung von US-amerikanischen und deutschen Staatsanleihen. Die neutrale Haltung zu den Spreads und Krediten der Eurozone wird bestätigt. Gegenüber dem US-Dollar sind wir neutral positioniert, gegenüber dem Yen Übergewichtet.

ANLAGEKLASSE	BEURTEILUNG
<b>FESTVERZINSLICHE WERTPAPIERE</b> Global Government	<p><b>POSITIV USA (+)</b> <b>POSITIV DE (+)</b></p> <p>Positive Beurteilung für Treasuries und Bundesanleihen. Die positiven Bewertungen für US-amerikanische und deutsche Staatsanleihen werden bestätigt.</p>
	<p><b>NEUTRAL PERIPHERIESTAATEN (=)</b></p> <p>Neutrale Beurteilung für die Staatspapiere der Euro-Peripherie. Die neutrale Beurteilung für Anleihen der Euro-Peripherienstaaten wird beibehalten.</p>
<b>FESTVERZINSLICHE WERTPAPIERE</b> Kreditspreads	<p><b>NEUTRAL (=)</b></p> <p>Neutrale Beurteilung für Spread-Anleihen. Die neutrale Beurteilung für die Spread-Märkte wird bestätigt. Es gilt die folgende Reihenfolge: (1) Investment Grade und Schwellenländermärkte, (2) High Yield.</p>
<b>AKTIEN</b>	<p><b>NEUTRAL (+)</b></p> <p>Neutrale Beurteilung für Aktien. Die Beurteilung für Aktien haben wir von positiv auf neutral geändert. Die geografische Reihenfolge wird somit beibehalten: (1) Schwellenmärkte, (2) USA, Europa, Pazifik ohne Japan, (3) Japan.</p>
<b>WÄHRUNGEN</b>	<p><b>NEUTRAL DOLLAR (-)</b> <b>POSITIV YEN (=)</b></p> <p>Neutrale Beurteilung für den Dollar, positive Beurteilung für den Yen und neutrale Beurteilung für die anderen Währungen. Die Positionierung des Dollars gegenüber dem Euro wird von negativ auf neutral geändert. Für den Yen wird die Beurteilung von neutral auf positiv geändert und für die übrigen Währungen wird die neutrale Beurteilung bestätigt.</p>

## Anlageklassen im Vergleich

In der ersten Februarhälfte stiegen die Zinssätze für Staatsanleihen aller Laufzeiten sowohl in den USA als auch in Deutschland. Die Steigung der Kurve ist in beiden Fällen stark negativ. Der Anstieg der Kernzinsen spiegelte sich in den Märkten der Euro-Peripherie und bei den Krediten wider, allerdings vor dem Hintergrund stabiler oder leicht engerer Spreads. Der Spread Italiens beispielsweise liegt bei 190 BP. Der Anstieg der Leitzinsen wurde von den Aktienmärkten gut verkräftet, die im Berichtszeitraum ihre Erholung von den Tiefstständen vom Oktober fortsetzten. Die Talfahrt des US-Dollar wurde hingegen gestoppt. Der Eurokurs lag somit wieder bei 1,06 US-Dollar.

Märkte im Vergleich in Landeswährung



Märkte im Vergleich in Euro

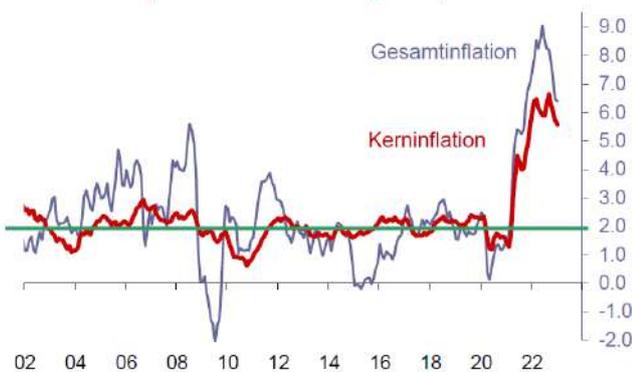


# Thema des Monats

## Wechselbeziehung zwischen Inflation und Wachstum weiterhin brisant

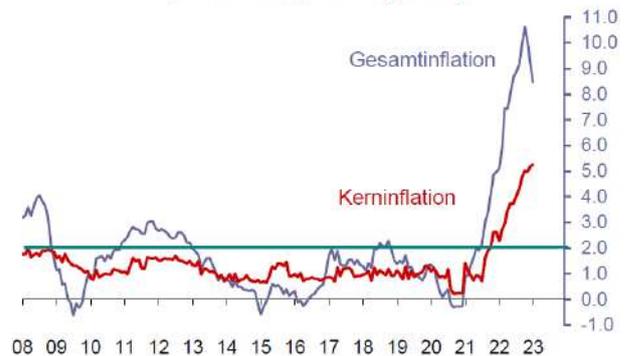
- Nachdem die Inflation in den USA drei Monate lang steil nach unten gegangen war, verlangsamte sich ihr Rückgang im Januar und erregte damit erneut die Aufmerksamkeit der Anleger. Ist die Disinflation bereits vorbei? Ist das Teil des Plans?
- Alles läuft nach Plan. Allerdings entwickeln sich wirtschaftliche Phänomene selten linear, sondern sind ein Wechselspiel unerwünschter Auf- und Abwärtsbewegungen.
- Was die US-Inflation anbelangt, so kann die erste Rückgangphase, die auf den Fall der Rohstoffpreise zurückzuführen ist, als abgeschlossen betrachtet werden. Das derzeitige Inflationsniveau von 6,4 % im Jahresvergleich vereint eine immer noch hohe Kerninflation (5,6 % im Jahresvergleich) mit der Inflationsrate von Nicht-Kernkomponenten wie Nahrungsmittel und Energie, bei denen der Rückgang bereits beträchtlich ist. Bislang wurde die Disinflation durch die nicht zur Kerninflation gehörenden Komponenten vorangetrieben. Nun beginnt jedoch der „schwierige“ Teil: Nun muss auch die Kerninflation zurückgehen.
- In der Eurozone ist die Situation ähnlich, aber der Höhepunkt der Inflation liegt hier noch nicht so lange zurück wie in den USA und auch das Inflationsniveau ist ein höheres. Bei der aktuellen Inflation von 8,5 % gegenüber dem Vorjahr hat sich die Inflation der Nicht-Kernkomponenten bereits umgekehrt. Die Kernkomponente hat dagegen mit 5,2 % im Jahresvergleich noch nicht ihren Höhepunkt erreicht.

Verbraucherpreisinflation in den USA  
(jährliche Änderungsrate)



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon,  
Bearbeitung durch Eurizon Capital.

Inflation in der Eurozone  
(jährliche Änderungsrate)



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon,  
Bearbeitung durch Eurizon Capital.

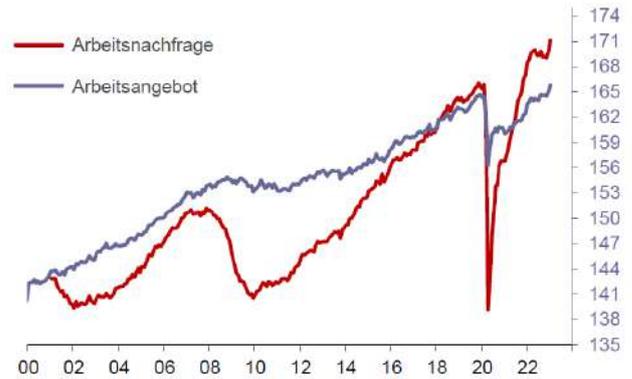
- Ein rascher Rückgang der Kerninflation wird durch die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaftstätigkeit behindert, obwohl im Jahr 2022 eine zügige Straffung der Geldpolitik beschlossen wurde.
- In der Tat haben die Makrodaten die Erwartungen positiv überrascht. Sie haben nicht nur die Hypothese einer starken Verlangsamung der Weltwirtschaft widerlegt, sondern deuten sogar noch auf einen Konjunkturüberschuss hin.
- Insbesondere die Arbeitsmarktindikatoren weisen auf eine Überhitzung hin. Die Arbeitslosenquoten sind sowohl in den USA (3,4 % im Januar) als auch in der Eurozone (6,6 % im Januar) auf einem absoluten Tiefstand und liegen damit weit unter dem Niveau von vor der Coronakrise und unter den Tiefständen früherer Zyklen.
- Die Stabilität des Wirtschaftswachstums ist auf mindestens drei Faktoren zurückzuführen. Zum einen ist die Wirkung der fiskalischen Anreize, die in den Jahren 2020 bis 2021 gegeben wurden, immer noch stark. Zweitens war die Straffung der Geldpolitik erheblich, aber auch sehr schnell. Außerdem muss sich erst noch zeigen, wie sich dies auf die Konjunktur auswirkt. Und drittens ist die Wiederbeschleunigung der chinesischen Wirtschaft, die auf die Abkehr von der Null-Covid-Politik folgt, eine Stütze für die Weltwirtschaft.

### Arbeitslosenquote



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

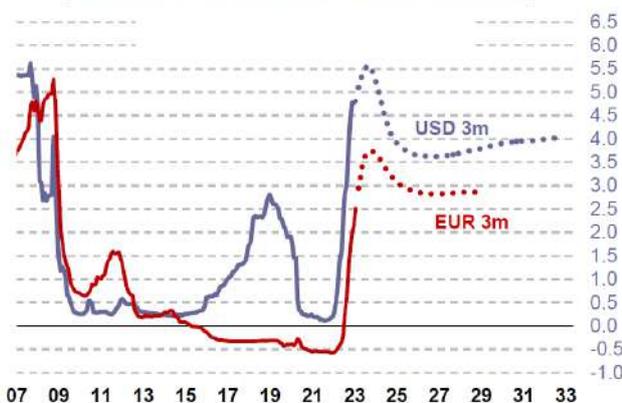
### USA: Arbeitsangebot und -nachfrage



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

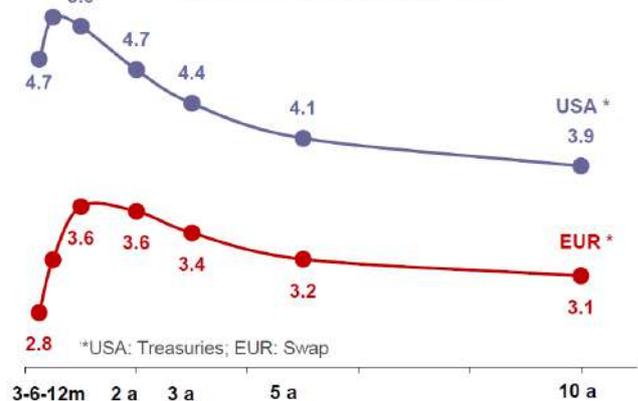
- **Die langsam zurückgehende Inflation und die Übernachfrage nach Arbeit sind immer noch ein heißes Eisen, als dass die Zentralbanken aufhören könnten, die Zinssätze anzuheben.** Das Jahr 2022 endete mit der Erwartung, dass die Straffung der Geldpolitik sowohl bei der Fed als auch bei der EZB im ersten Quartal 2023 bei einem Referenzzinssatz von 5 % in den USA und 3,5 % in der Eurozone enden würde.
- In den letzten Wochen wurden diese Erwartungen nach oben korrigiert und auch der Zeithorizont hat sich verschoben. Derzeit wird der Zielwert der Fed-Zinsen bei 5,25 % bis 5,50 % gesehen. Er soll zwischen Juni und Juli erreicht werden. Der Referenzzinssatz der EZB wird voraussichtlich im Spätsommer auf 3,5 % bis 3,75 % steigen.
- Angesichts dieser Ziele für die Zentralbankzinsen **haben sich die kurzen Abschnitte der Zinskurven in den letzten Wochen wieder nach oben bewegt**, was teilweise auch die längerfristigen Zinsen angezogen hat.
- **Die Anleihekurven sind jedoch weiterhin stark invertiert.** Dies zeugt vom Vertrauen der Anleger in die Fähigkeit der Zentralbanken, die Inflation einzudämmen und die Wirtschaftstätigkeit wieder auf ein nachhaltigeres Wachstumstempo zu bringen.

### 3-Monats-Sätze für USD und EUR (historisch + 3-Monats-Future-Zinssätze)



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

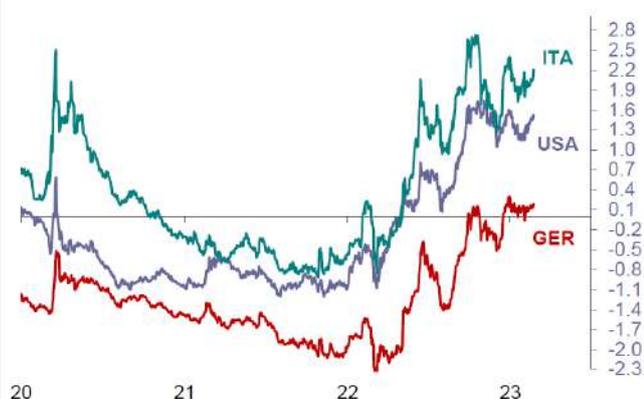
### Zinskurven: USA und EUR



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

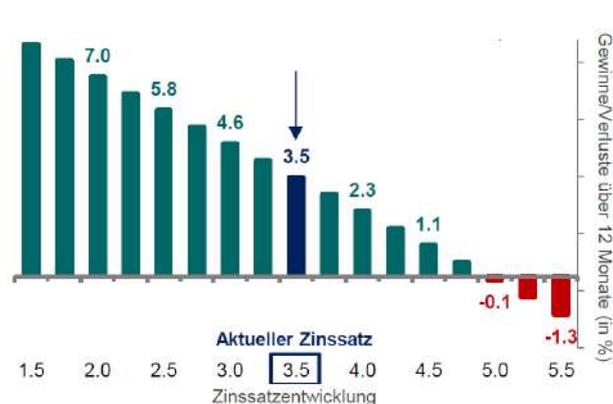
- Die laufende Anpassung der Erwartungshaltung an die Geldpolitik stellt jedoch keine Wiederholung des Jahres 2022 dar, sondern vielmehr dessen Abschluss. **Zudem bieten die Anleihemärkte nach der drastischen Anpassung im letzten Jahr mehr Chancen als Risiken.**
- **Die realen Zinssätze für inflationsgebundene Anleihen liegen sowohl in den USA als auch in der Eurozone wieder im positiven Bereich und, bieten bei angemessener Diversifizierung und unter Abschluss der kurzfristigen Volatilität eine attraktive Möglichkeit für reale Renditen in den Portfolios.**
- Auf dem Niveau der nominalen Zinssätze verfügen **langlaufende Wertpapiere selbst bei stark inversen Kurven über ausreichende Margen, um die Portfolios für den Fall zu schützen, dass es wieder zu einem starken Konjunkturrückgang kommt.**
- **Die kurz- und mittelfristigen Laufzeiten sind angesichts des erreichten Niveaus der Fälligkeitssätze „widerstandsfähig“ gegenüber der Möglichkeit einer abermaligen Neuausrichtung der Geldpolitik.** Dies stellt einen bemerkenswerten Unterschied zum letzten Jahr dar, als die Kuponsätze bei Null oder sogar negativ waren

**Inflationsgebundene Anleihen:  
10-jährige reale Fälligkeitsrate**



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon,  
Bearbeitung durch Eurizon Capital.

**EUR-Anleihemarkt: Gewinne und Verluste 1 bis 5 Jahre (Gov + IG)**



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon,  
Bearbeitung durch Eurizon Capital.



# AUSBLICK I MAKRO- PERSPEKTIVEN

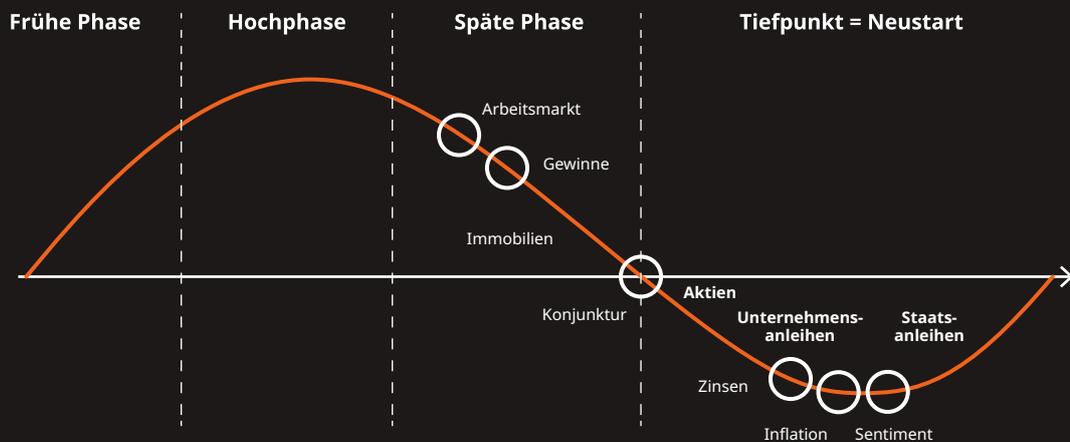
von:

**Dr. Johannes Mayr**  
Chefvolkswirt

## Die kontrollierte Rezession

Selten waren sich Analysten so einig. Das Jahr 2023 läuft auf eine (schwache) Rezession hinaus. Argumente dafür gibt es viele. In den USA die starke Straffung der Geldpolitik. In Europa der Kaufkraftentzug durch die hohen Energiepreise und die Probleme im Außenhandel. In China vor allem die Krise am Immobilienmarkt. Und in den übrigen Schwellenländern die Kollateralschäden der US-Dollarstärke. All das spiegelt sich in der starken Inversion der Zinskurven. Auch wir erwarten 2023 eine konjunkturelle Schwächephase und sind für Europa skeptischer als für die USA. Die Rezession dürfte aber global relativ mild ausfallen. Denn wenn die Risiken bekannt sind, dann sind Wirtschaftssysteme in der Lage, damit umzugehen und sich – auch ohne tiefe Rezession – anzupassen. Und gerade auf der Angebotsseite hat sich die Situation bereits spürbar entspannt. Unmittelbare Zinssenkungen erwarten wir deshalb nicht. Klar ist aber auch: Dieser Pfad zum „Soft Landing“ ist schmal und die Absturzrisiken erheblich. Für Investoren lohnt eine Orientierung am Stand im Zyklus, sowohl für das Makro-Bild als auch die Asset Allokation.

**Grafik 5**  
Orientierung am Zyklus





**„ Auch wir erwarten 2023 eine konjunkturelle Schwächephase und sind für Europa skeptischer als für die USA. Die Rezession dürfte aber global relativ mild ausfallen.“**

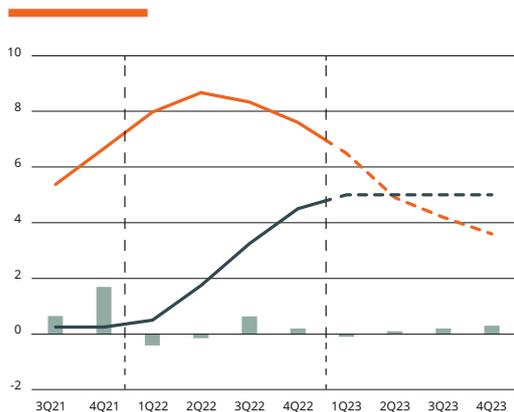
**Dr. Johannes Mayr**  
Chefvolkswirt

### Wendepunkte bei Konjunktur und Inflation, kein Absturz

Die Abschwächung der Konjunktur dürfte 2023 in den USA kontrollierter ablaufen als im Rest der Welt. Das liegt in erster Linie an den Treibern der Inflation. In den USA ist der Inflationsschub zu etwa 2/3 durch die Nachfrage getrieben, worauf die Federal Reserve (FED) direkten Zugriff hat und die Straffung der Geldpolitik relativ zielgenau steuern kann. Die Wirkung zeigt sich bereits. Die US-Konjunktur kühlt sich ab, der Inflationsgipfel ist überschritten und wir erwarten 2023 einen schrittweisen Rückgang der Teuerung in Richtung 4%. Hierzu dürfte ein Zinsniveau von etwa 5% ausreichend sein, welches die FED im Frühjahr erreichen wird. Von der Fiskalpolitik sind durch die zu erwartenden politischen Blockaden im Kongress dabei weder ernstzunehmende Impulse noch störende Bremsmanöver zu erwarten. In Europa wird die Inflation im Frühjahr 2023 dagegen noch sehr hoch bleiben und erst im weiteren Jahresverlauf sinken, dann aber deutlicher. Denn die Inflation ist zu etwa 2/3 angebotsgetrieben, weshalb die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen wohl weiter über das natürliche Niveau anheben muss, um ausreichend Abwärtsdruck auszulösen. Bei einem Leitzins von 3 bis 3,5% wird in Europa wohl aber Schluss sein. Die konjunkturellen Bremsspuren werden dennoch stärker ausfallen. Daran wird auch die expansiver ausgerichtete Fiskalpolitik nichts ändern. Denn der Multiplikator der Entlastungspakete dürfte gering ausfallen. Nachdem das

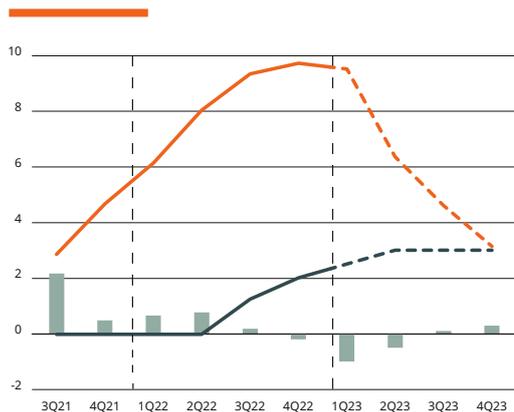
Wachstum in Europa 2022 noch deutlich höher als in den USA ausgefallen ist, wird 2023 wieder die US-Wirtschaft die Nase vorn haben.

**Grafik**  
USA: FED gelingt Soft Landing



US-BIP zum Vq., Inflation zum Vj. und EZB-Einlagezins, in %, Quartalsdurchschnitte, ab Q4: Prognosen; Quelle: Bloomberg, Eyb&Wallwitz, November 2022

**Grafik**  
Euro-Raum: Stärkere Bremsspuren



Euro-BIP zum Vq., Inflation zum Vj. und EZB-Einlagezins, in %, Quartalsdurchschnitte, ab Q4: Prognosen

**Shifting Baselines: Vom Konsum- zum Investitionszyklus**

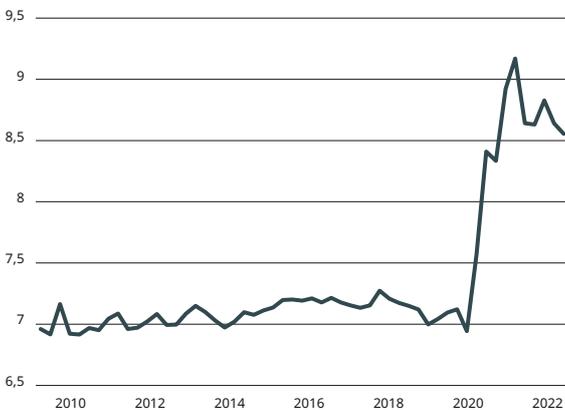
Unter der BIP-Oberfläche deuten sich für 2023 Verschiebungen an, die für Investoren wichtiger sind als die reine Wachstumszahl. Der Konsumboom der vergangenen Jahre neigt sich seinem Ende zu. Denn zentrale Treiber verlieren an Schubkraft. Die verfügbaren Einkommen werden durch die Eintrübung am Arbeitsmarkt gebremst und die Lohndynamik kann den Kaufkraftverlust durch die Inflation nicht ausgleichen. Zudem sind die für den Konsum besonders relevanten Finanzvermögen bereits um rund 30% geschmolzen und eine ähnliche Entwicklung ist für die Sachvermögen zu erwarten. Die COVID-Überschussersparnis ist zu einem großen Teil aufgebraucht. Und die gestiegenen Zinsen werden die Kreditfinanzierung schrittweise dämpfen. Die Konsumlust hat bereits nachgelassen, vor allem im Bereich dauerhafter Konsumgüter. Denn hier haben die Haushalte während der Pandemie übermäßig stark zugegriffen und werden bei geringeren finanziellen Spielräumen weiterhin den Rotstift ansetzen. Dienstleistungen und Basismaterialien werden davon weniger betroffen sein. Der Shift von Gütern zu Dienstleistungen wird sich also fortsetzen. Dies gilt für die USA in besonderem Maße, wird sich aber auch in anderen Regionen zeigen.

**„Unter der BIP-Oberfläche deuten sich für 2023 Verschiebungen an, die für Investoren wichtiger sind als die reine Wachstumszahl. Der Konsumboom der vergangenen Jahre neigt sich seinem Ende zu.“**

**Dr. Johannes Mayr**

**Grafik**

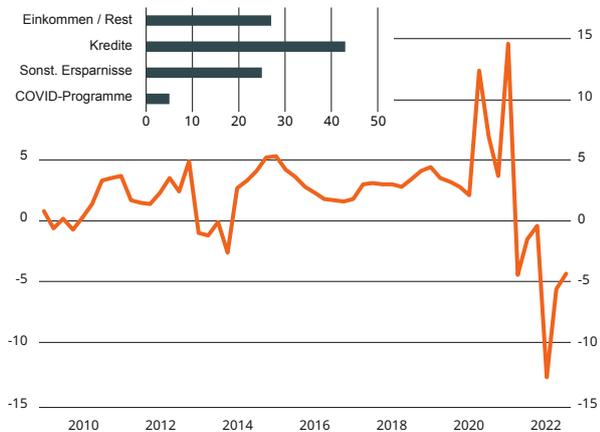
Zuviel des Guten – Konsumblase wird Luft verlieren



Private Konsumausgaben für Dauerhafte Güter in den USA, Anteil am BIP in %  
Quelle: Refinitiv, Eyb&Wallwitz, November 2022

**Grafik**

Auch da Haushalten schrittweise das Pulver ausgeht



Verfügbares Einkommen in den USA, real, Veränderungen zum Vorjahr in % und Anteil der Mittelherkunft für Konsumausgaben in %

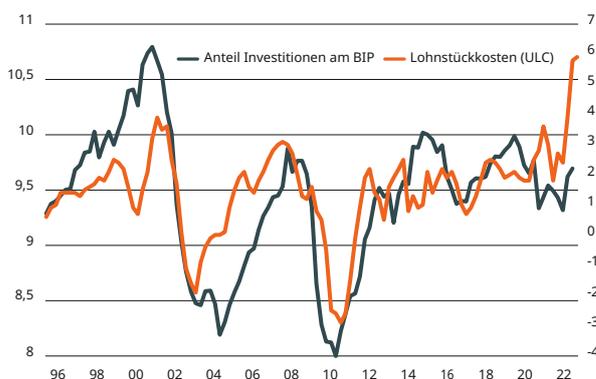
Und auch auf der Investitionsseite verschieben sich die Treiber. Die Korrektur am Immobilienmarkt – vor allem im privaten Wohnungsbau – wird sich im Zuge des Zinsanstiegs fortsetzen. Ausrüstungsinvestitionen gewinnen dagegen an Bedeutung. Denn die Auslastung bleibt hoch. Gleichzeitig ist der Kapitalstock in vielen Bereichen veraltet und die gestiegenen Lohnkosten und die Aussicht auf anhaltende Knappheiten von Arbeitskräften erhöhen die Opportunitätskosten und damit den Anreiz für die Unternehmen. Der Zinsanstieg wird die Investitionspläne dabei kaum

**„ Von einem neuen Investitionszyklus werden Geschäftsmodelle aus den Megatrends Dekarbonisierung und Digitalisierung sowie Infrastruktur also besonders profitieren.“**

**Dr. Johannes Mayr**

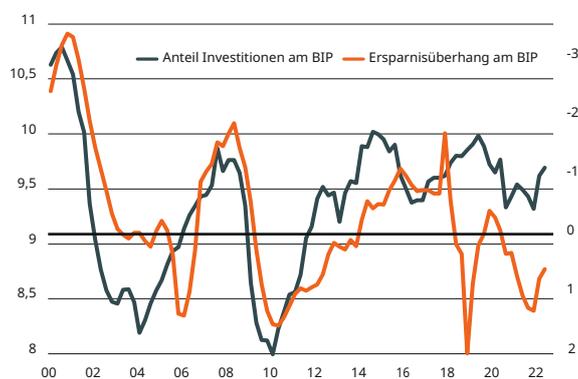
ausbremsen. Denn die Unternehmen haben ausreichend Polster aus der COVID-Zeit, der Ersparnisüberhang lag 2022 bei etwa 1% am BIP beziehungsweise rund 10% der aktuellen Ausrüstungsinvestitionen. Und schließlich stellt in vielen Bereichen die öffentliche Hand Co-Finanzierungen und Investitionsanreize bereit, in den USA beispielsweise allein 400 Milliarden US-Dollar im Rahmen des sogenannten „Inflation Reduction Act“ zum Umbau der US-Volkswirtschaft in Richtung Klimaneutralität. Im Fokus stehen dabei die Energieinfrastruktur sowie das Re-Shoring von Produktion kritischer (Vor-)Produkte etwa im Bereich der Halbleiter- und Batterieproduktion. Von einem neuen Investitionszyklus werden Geschäftsmodelle aus den Megatrends Dekarbonisierung und Digitalisierung sowie Infrastruktur also besonders profitieren. Die Volatilität der Konjunktur wird durch den Zykluswechsel von Konsum zu Investitionen zwar steigen. Und eine überbordende Skepsis der Unternehmen kann den Investitionsschub kurzfristig unterbrechen. Mittelfristig wirkt die Verschiebung aber positiv auf das Wachstumspotenzial, da die Produktivität – die zuletzt deutlich abgesackt ist – einen neuen Schub erhalten sollte.

**Grafik**  
Hohe Lohnkosten bringen starken Anreiz für Investitionen



US-Ausrüstungsinvestitionen, Anteil am BIP in % (IS) und Lohnstückkosten (ULC), Veränderungen zum Vorjahr in % (rS); Quelle: Refinitiv, Eyb&Wallwitz, November 2022

**Grafik**  
Und Ersparnisüberhang bietet Spielraum



US-Ausrüstungsinvestitionen, Anteil am BIP in % (IS) und Differenz von Ersparnis und Ausrüstungsinvestitionen relativ zum BIP in % (rS)

**Relevante Risiken in der Geld- und Fiskalpolitik, in China und am Immobilienmarkt**

Die Liste der Risiken für unser Szenario eines „Soft Landings“ und eines Zykluswechsels von Konsum zu Investitionen ist naturgemäß lang. Historisch enden wirtschaftspolitische Bremsmanöver meist in einer Rezession. Das größte Risiko liegt eindeutig in einem Wiederaufflammen der Inflationssorgen, was zuerst den Kurs der Notenbanken und die Finanzmärkte und dann die Konjunktur hart treffen würde. Ein kritischer Punkt wartet in der zweiten Jahreshälfte. Denn dann dürften sich die Inflationsraten in den USA auf niedrigerem Niveau stabilisieren, aber eben doch deutlich über dem 2% Ziel der FED liegen. Die „letzten Meter“ des Weges könnten dann un-

gleich anspruchsvoller werden. Denn um wieder auf das alte Inflationsziel zu gelangen, könnte die FED gezwungen sein, die Anker der Inflation anzugehen, und vor allem die von der Auslastung am Arbeitsmarkt dominierte Lohndynamik und die Inflationserwartungen der Haushalte weiter zu drücken. Das würde wohl eine neue Runde von Straffungsschritten notwendig machen, was dann doch in einer tieferen Rezession münden könnten. Wir gehen aber davon aus, dass dies nicht notwendig sein wird, beziehungsweise dass die FED ihre Reaktionsfunktion anpassen, temporär eine Inflation im Bereich von 3 bis 4% akzeptieren und ihre Mission als erfüllt bewerten wird. Auf globaler Ebene stellt die simultane quantitative Straffung der großen Notenbanken ein weiteres Risiko dar. Ein etwaiger stärkerer Abbau der Notenbankbilanzen und damit der Liquidität könnte die Finanzierungsbedingungen deutlich stärker als unterstellt unter Aufwärtsdruck setzen und am Finanzmarkt erhebliche Spuren hinterlassen. Wie es die englische Regierung kürzlich gezeigt hat, können Fehler der Fiskalpolitik leicht als Brandbeschleuniger wirken.

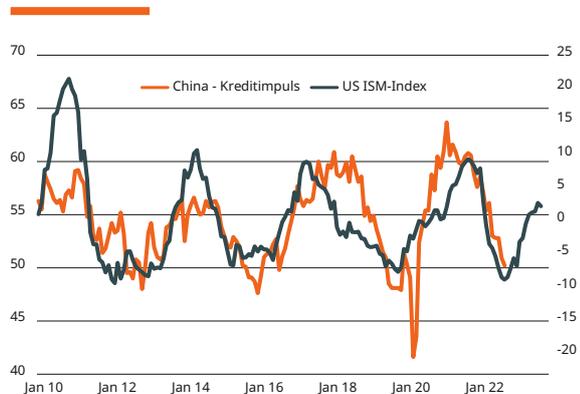
Auch die Entwicklung in China stellt ein zentrales Prognoserisiko dar. Wir unterstellen, dass die Regierung die COVID-Restriktionen wie bereits eingeleitet schrittweise lockern und so eine ernstzunehmende politische Krise eindämmen wird. Auch erwarten wir weitere moderate Lockerungen von Geld- und Fiskalpolitik, welche den Kreditimpuls und damit die chinesische Konjunktur wieder etwas anschieben sollten. Ein Scheitern der Administration in diesen Bereichen hat das Potenzial, die globale Wirtschaft in eine tiefe Rezession zu stürzen. Gleiches gilt für eine starke Abwärtsdynamik am Immobilienmarkt. Zwar scheint die fundamentale Lage vor allem in den USA stabiler als 2007. Angesichts der Dominanz des Immobilienmarktes für Wirtschaft und Gesellschaft und der ungewöhnlich langen Niedrigzinsphase sind krisenhafte Zuspitzungen im Zuge der laufenden Trendwende aber nicht ausgeschlossen. Das gilt für China, die USA und Europa in ähnlicher Weise. Ein relevantes Aufwärtsrisiko für unser Bild liegt dagegen in einem Zwischenspur der Konjunktur in Europa, da ein Teil der COVID Re-Opening Rally noch in der Pipeline steckt und vor allem im Fall deutlich sinkender Energiepreise zur Entfaltung kommen könnte. Gleiches gilt für das Re-Opening in China, vor allem im Fall der Zulassung eines westlichen Impfstoffs. Der chinesische Kreditimpuls wird einmal mehr ein zentraler Kompass für die globale Konjunktur sein.

**Grafik**  
Abwärtsrisiko: Inflationsanker bleiben hartnäckig zu hoch



US-Verbraucherpreise, Arbeitskosten und Inflationserwartungen, in % zum Vorjahr  
Quelle: Refinitiv, Eyb & Wallwitz, November 2022

**Grafik**  
Aufwärtsrisiko: China schiebt stärker an



Chinesischer Kreditimpuls, Veränderung zum Vj. in % (rS) und ISM-Index für die US-Industrie (IS)

## AUSBLICK II

# DIE ASSET ALLOKATION

---

von:

**Dr. Ernst Konrad**

Lead Portfoliomanager

### **Von Investment Grade Anleihen über High Yield zu Aktien**

Nachdem im Jahr 2022 fast jede Assetklasse mit Verlusten abschnitt, besteht für das Jahr 2023 begründete Hoffnung auf eine Erholung. Wenngleich wir an den Finanzmärkten keinen V-förmigen Raketenstart, sondern vielmehr den Beginn einer langsamen, aber dafür nachhaltigen Erholung sehen dürften, bieten im ersten Schritt Anleihen mit guter Bonität bereits wieder attraktive Chance-Risiko-Verhältnisse.

Trotz der zuvor beschriebenen Divergenz des makroökonomischen Ausblicks zwischen den USA und Europa gilt für das Jahr 2023 die zyklische Allokations-Reihenfolge in beiden Wirtschaftsräumen: Investment Grade Anleihen vor Hochzinsanleihen vor Aktien.



**„Wenngleich wir an den Finanzmärkten keinen V-förmigen Raketentart sehen dürften, bieten im ersten Schritt Anleihen mit guter Bonität bereits wieder attraktive Chance-Risiko-Verhältnisse.“**

**Dr. Ernst Konrad**  
Lead Portfoliomanager

## 1. Notwendige Bedingung Investment Grade Anleihen: FED-Pivot

Für das Jahr 2023 gibt es einige Argumente, weshalb Anleihen von bonitätsstarken Emittenten als Portfoliostabilisierung und Einkommensquelle in einem Mischportfolio wieder sinnvoll erscheinen. Denn die notwendige Bedingung für eine Stabilisierung der Kurse ist mit dem Näherrücken des Zinsgipfels wohl fast erfüllt.

Die Inflation in den USA ist im Zyklus bereits am weitesten fortgeschritten und hat ein Plateau erreicht. „Peak Hawkishness“ der Federal Reserve (FED) ist bereits in Sichtweite, weshalb sich die Stabilisierung der Kurse von US-Staatsanleihen, vor allem mit längeren Laufzeiten, fortsetzen dürfte. Die Inversion der Zinsstruktur wird damit jedoch anhalten. Auch wenn die Realrenditen noch eine Zeit lang niedrig bleiben werden, stellen sowohl aus Diversifikationsgesichtspunkten als Absicherung gegen ein „Hard Landing“-Szenario als auch aus Renditegesichtspunkten (langlaufende) US-Staatsanleihen eine attraktive Portfolio-Beimischung dar.

Für Europa ergibt sich aufgrund des späteren Makro-Zyklus ein verzögertes Bild. Da die Inflationsdynamik aufgrund der exogenen Ursache und dem Entgegenwirken der Fiskalpolitik noch bis in das Frühjahr 2023 sehr hoch bleiben dürfte, führen die damit weiter einhergehenden Straffungsmaßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) zunächst zu weiteren Renditeanstiegen.

Das größte Risiko für Anleihen bleibt eine erneut notwendige Straffung der Geldpolitik im zweiten Halbjahr, sollten die Anker der Inflation für eine Rückkehr zum 2%-Inflationsziel angegangen werden müssen. Die zu erwartende Abwertung des US-Dollars ist als Euro-Investor ein weiteres nicht zu vernachlässigendes Abwärtsrisiko bei Investitionen in US-Anleihen. Ein noch schwer abzuschätzendes Risiko stellen die Implikationen der quantitativen Straffung (Quantitative Tightening – „QT“) der Notenbanken auf die Finanzmärkte sowohl in den USA als auch Europa dar. Aufgrund fehlender historischer Präzedenzfälle ist bislang auch unklar, wer die Anleihen kaufen wird, sobald sich die Zentralbanken zurückziehen oder sogar selbst als Verkäufer am Markt auftreten. Erstmals könnten wieder Liquiditätsengpässe zu Stresssituationen auf den Rentenmärkten führen. Auch hier schätzen wir das Risiko für Europa als größer ein.

## 2. Notwendige Bedingung Unternehmensanleihen: Soft Landing

Für eine Stabilisierung der Kreditrisikoprämien muss ein „Soft Landing“ der Wirtschaftsleistung trotz restriktiver Geldpolitik der Zentralbanken als weitere notwendige Bedingung für die Finanzmärkte gelingen. Sobald dies in Aussicht ist, kommt es zu einer Abnahme der Risikoprämien bei Unternehmensanleihen. Obwohl das Risiko einer Energierationierung im Euro-Raum schwindet und sogenannte Tail-Risiken ab-

nehmen, wird eine mittlere Rezession in Europa Emittenten mit schwächeren Bilanzen unter Druck setzen und zu einem Anstieg der Zahlungsausfälle führen. Ein moderater Anstieg der Ausfallraten ist in den aktuellen Bewertungen bereits eingepreist. Aktuell favorisieren wir aus diesen Gründen noch Durationsrisiken gegenüber Kreditrisiken. Wenn die konjunkturellen Abwärtsrisiken in den nächsten Monaten weiter abnehmen, werden auch Hochzinsanleihen wieder gefragt sein.

### 3. Notwendige Bedingung Aktien: Bewertungsausdehnung und Gewinnaussichten

Wir gehen davon aus, dass die Märkte in den nächsten Monaten volatil bleiben werden. Ein neuer Aktienzyklus wird erst dann beginnen, wenn als weitere notwendige Bedingung neben der „Peak Hawkishness“ der FED und einem „Soft Landing“ auch attraktive Bewertungsniveaus und lohnende Gewinnaussichten für das Jahr 2024 erreicht sind.

Die Aktienrisikoprämie zeigt die relative Attraktivität von Aktien gegenüber Staatsanleihen innerhalb eines Landes. Eine Aktienrisikoprämie über dem historischen Durchschnitt impliziert demnach eine Präferenz von Aktien gegenüber Staatsanleihen. In den USA liegt die Aktienrisikoprämie unter dem langfristigen Durchschnitt, weshalb wir im aktuellen volatilen Marktumfeld Staatsanleihen und Anleihen von bonitätsstarken Emittenten relativ betrachtet günstiger als Aktien ansehen. Europäische Unternehmen sind in der Regel dividendenfreudiger als amerikanische Unternehmen. Zudem sind die Staatsanleihen-Renditen deutlich geringer als in den USA. Dies führt zu einer historisch höheren Aktienrisikoprämie. Gemäß unserer Argumentation im Ausblick Makroperspektiven zeigt die nachfolgende Grafik, dass die Kurse von Staatsanleihen in Europa vorerst weiter nachgeben müssen, damit diese relativ betrachtet günstig sind. Jedoch sind wir bei Euro-Aktien aufgrund unseres makroökonomischen Bildes noch zurückhaltend. Eine Konvergenz in Richtung historischem Durchschnitt erfolgt vor allem in Europa durch weitere negative Gewinnrevisionen. Die Tendenz zugunsten von Staatsanleihen hat in diesem Jahr jedoch erstmals wieder eine Dynamik angenommen, welche wir auch für 2023 erwarten.

**„ In den USA liegt die Aktienrisikoprämie unter dem langfristigen Durchschnitt, weshalb wir im aktuellen volatilen Marktumfeld Staatsanleihen und Anleihen von bonitätsstarken Emittenten relativ betrachtet günstiger als Aktien ansehen. “**

**Dr. Ernst Konrad**

#### Grafik

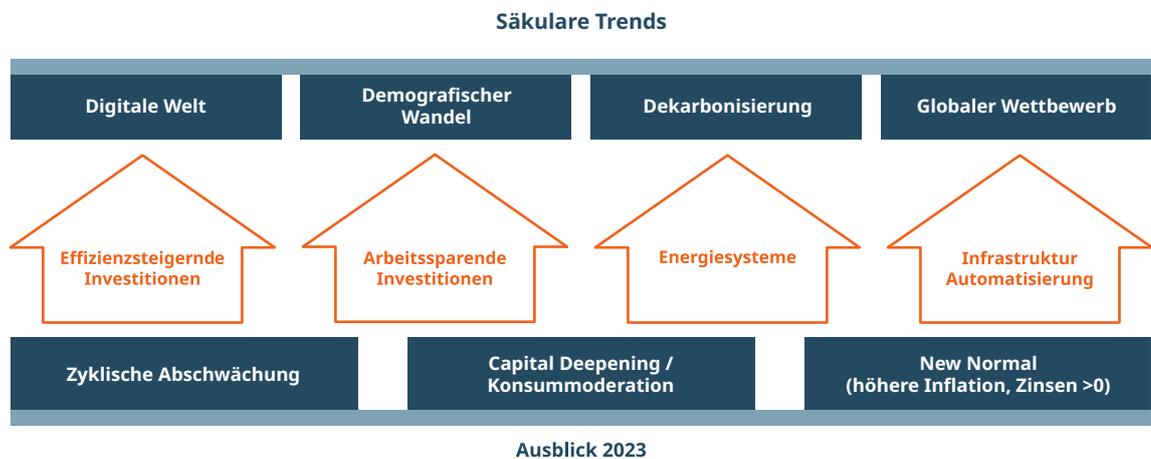
Aktien Risikoprämie gegenüber Staatsanleihen



Während das makroökonomische Umfeld und die Bewertungsrückgänge aus dem Jahr 2022 eine taktische Rotation zurück in Richtung Wachstumsaktien begünstigen, sind vor allem die längerfristigen Aussichten für Qualitätsaktien ermutigend. Ein gewisser Grad an Kapitalknappheit wird bei Investoren wahrscheinlich auch im Jahr 2023 ein Thema bleiben, sodass Aktien mit einer gesunden Free Cash Flow Rendite gefragt sein werden. Zudem wird der Shift vom Konsum- in den Investitionszyklus der Unternehmen neben effizienzsteigernden Technologieunternehmen auch Aktien aus den Bereichen Infrastruktur, Netzausbau und „Smart Energy“ stärkeren Rückenwind geben.

**Grafik**

Auswirkung auf die strategische Allokation



Nachdem in den USA Wachstumsaktien 2022 die schlechteste relative Performance seit 2000 erzielt haben, sollten diese aufgrund der sinkenden Inflation und niedrigeren Anleiherenditen zu einer taktischen, jedoch weniger strukturellen Erholung führen. Da die Renditen aber nur mäßig fallen werden, bevorzugen wir generell einen GARP-Ansatz (Growth At a Reasonable Price), also preiswerte Aktien mit nachhaltigem Wachstumspotential gegenüber Aktien mit sehr langer Duration. Hier erscheinen Unternehmen aus dem Bereich Medizintechnik, Automatisierungssoftware oder der Halbleiterindustrie interessant. Doch nicht nur Technologie-Aktien profitieren vom Shift vom Konsum- in den Investitionszyklus. Wir bleiben auch bei Luxusgütern positiv gestimmt, da diese wachstumsorientiert und in den Schwellenländern engagiert sind, welche aufgrund der Öffnung Chinas im ersten Halbjahr 2023 und dem abwertenden US-Dollar Rückenwind bekommen sollten.

Der ISM-Einkaufsmanagerindex kann als Indikator für das erwartete Gewinnwachstum in den USA herangezogen werden. Nachfolgend zeigt sich exemplarisch für den S&P 500, dass bereits ein Gewinnrückgang eingepreist wurde, jedoch weiteres Korrekturpotential besteht.

**Grafik6**

ISM-Einkaufsmanagerindex zu Gewinnwachstum



Unterstellt man ein klassisches Dividend-Discount Modell (Gordon Growth-Modell), so zeigt sich dies auch numerisch für den S&P 500.

Die EPS (Earnings per Share) im Jahr 2022 in Höhe von 220 implizieren somit einen eingepreisten Gewinnrückgang 2023 von circa 12%. Dies liegt leicht unter dem Gewinn im Jahr 2021 und erscheint vor dem Hintergrund eines Soft Landing Szenarios plausibel. Fällt die US-Wirtschaft in eine leichte Rezession, so müssen jedoch auch hier noch negative Revisionen vorgenommen werden.

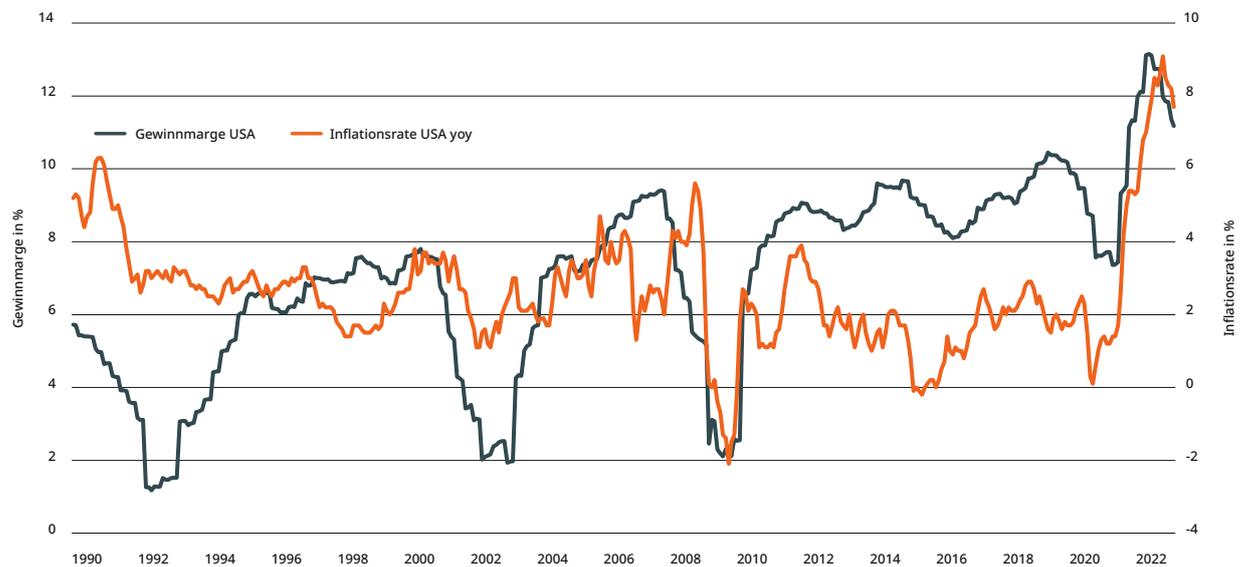
$$\begin{aligned}
 \text{Preis}_t &= \frac{(\text{Ausschüttungsquote} * \text{EPS}_{t+1})}{(10y \text{ Bond} + \text{Risikoprämie} - \text{LT EPS Wachstum})} \\
 \Leftrightarrow 3960 &= \frac{0,41 * \text{EPS}_{t+1}}{0,035 + 0,04 - 0,055} \\
 \Leftrightarrow \text{EPS nächstes Jahr} &= 193
 \end{aligned}$$

Historisch zeigt sich, dass Aktien in der Regel vor den Gewinnrevisionen ihren Tiefpunkt erreichen. Aktuell erscheinen uns die konsensualen EPS-Prognosen vor allem in Europa noch zu optimistisch, weshalb wir weiteres Korrekturpotential für die Zukunft sehen.

Aufgrund dieses noch nicht beendeten EPS-Herabstufungszyklus erscheint eine nachhaltige Erholung von Aktien erst im zweiten Halbjahr begründet. Zurückhaltend bleiben wir deshalb weiterhin bei klassischen Zyklikern (vor allem in Europa) und präferieren einkommensstarke Monopolisten mit entsprechendem stabilen Wachstum. Ein Rückgang der Inflation bedingt zudem eine Senkung der seit Pandemiebeginn stark zunehmenden Gewinnmargen der Unternehmen. Diese ist sowohl durch die starke Konsumnachfrage als auch das beschränkte Angebot (zum Beispiel durch Lieferengpässe) in Verbindung mit einer generell starken Preissetzungsmacht seitens der Unternehmen zu erklären. Eine Spreizung der Margen innerhalb von Geschäftsmodellen und Branchen wird im Jahr 2023 eintreten. Vor allem bei lohnkostenintensiven Geschäftsmodellen ist mit sinkenden Margen zu rechnen, da Lohnkosten nicht so rasch nachlassen wie der Preisdruck.

**Grafik**

Gewinnmarge zu Inflationsrate (in den USA)



Im Jahr 2023 kommt der rechtzeitigen Identifikation von Megatrends und dem damit einhergehenden Wachstum eine besondere Rolle zu. In den vergangenen Jahren konnten dank des Bullenmarktes in Verbindung mit einem Niedrigzinsumfeld Investoren in nahezu allen Segmenten positive Aktienrenditen erwirtschaften. Die jährlichen Durchschnittsrenditen auf Indexebene über die letzten zehn Jahre betragen circa 8% in Europa und 13% in den USA. In einem Übergangsjahr wie 2023, in welchem ein rezessives Konjunkturmilieu und eine weiterhin restriktive Geldpolitik herrscht, müssen Investoren ihre Renditeerwartungen nach unten anpassen. Nachdem aufgrund des Zinsanstiegs im kurzfristigen Investment Grade Segment in den USA Renditen von 5% realisierbar sind, ist eine dezidierte Aktienauswahl in Verbindung mit Megatrends unabdingbar, um auch perspektivisch das Wachstum und die Aktienrenditen der letzten Jahre zu erwirtschaften.

**„ Nachdem aufgrund des Zinsanstiegs im kurzfristigen Investment Grade Segment in den USA Renditen von 5% realisierbar sind, ist eine dezidierte Aktienauswahl in Verbindung mit Megatrends unabdingbar, um auch perspektivisch das Wachstum und die Aktienrenditen der letzten Jahre zu erwirtschaften.“**

**Dr. Ernst Konrad**

**Diversifikationsgedanken**

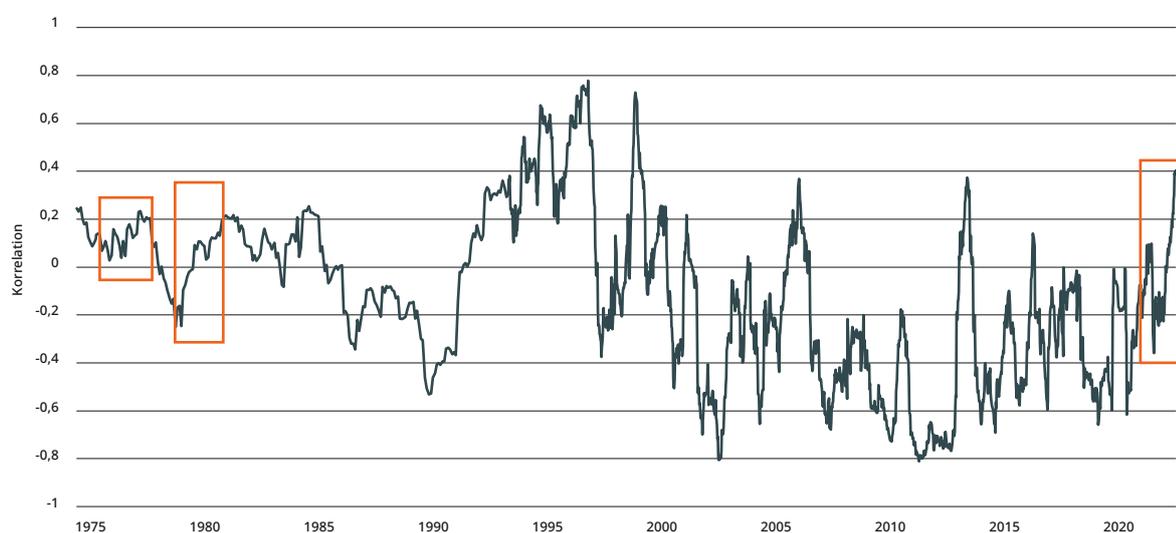
Das größte Risiko für Aktien und Anleihen bleibt im Jahr 2023 ein erneutes Aufflammen der Inflation und die damit einhergehenden Kursverluste durch weitere Zinsanhebungen seitens der Zentralbanken. In diesem Szenario würden wir Staatsanleihen durch inflationsgeschützte Staatsanleihen (sogenannte TIPS) ersetzen und Gold als reales Asset und sicherer Hafen aufstocken.

Rohstoffe, insbesondere Gold, erachten wir aufgrund der Attraktivität anderer Assetklassen unter unserem Basisszenario jedoch als zunehmend verzichtbar. Aufgrund der gestiegenen Anleiherenditen sind zukünftig höhere Opportunitätskosten zu berücksichtigen.

Neben der negativen Performance von Rentenpapieren erschwerte im Jahr 2022 auch die positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen und die dadurch fehlende Diversifikationseigenschaft die Berechtigung von Anleihenpositionen in einem Mischportfolio. Eine restriktive Geldpolitik mit sehr steilen Zinsanhebungszyklen, wie durch den damaligen Zentralbankvorsitzenden Paul Volcker in den 1970ern beziehungsweise 1980ern oder auch im Jahr 2022 durch Jerome Paul hervorgerufen, bewirkt neben steigenden Renditen und somit fallenden Anleihenkursen auch die Zunahme der Rezessionswahrscheinlichkeit und somit fallende Aktienkurse. Deshalb lässt sich gerade in Zeiten aggressiver restriktiver Geldpolitik eine Zunahme der Korrelation dieser beiden Assetklassen feststellen.

#### Grafik

Korrelation S&P 500 und US-Staatsanleihen



Wir gehen jedoch aufgrund unseres zuvor skizzierten Basisszenarios davon aus, dass die Korrelation zwischen Aktien und (Investment Grade) Anleihen im Jahr 2023 zurückgehen wird und somit die Diversifikationseigenschaften innerhalb eines Mischportfolios wieder gegeben sind.

#### Conclusio

Das Timing von Wendepunkten in Marktzyklen ist schwierig oder gar unmöglich vorauszusehen. Die Aussichten auf 2023 sind am Finanzmarkt allerdings besser als die Entwicklung 2022, da die Zinswende als größte Herausforderung für den Markt zumindest zu einem großen Teil eskomptiert ist.

## PHAIDROS FUNDS BALANCED

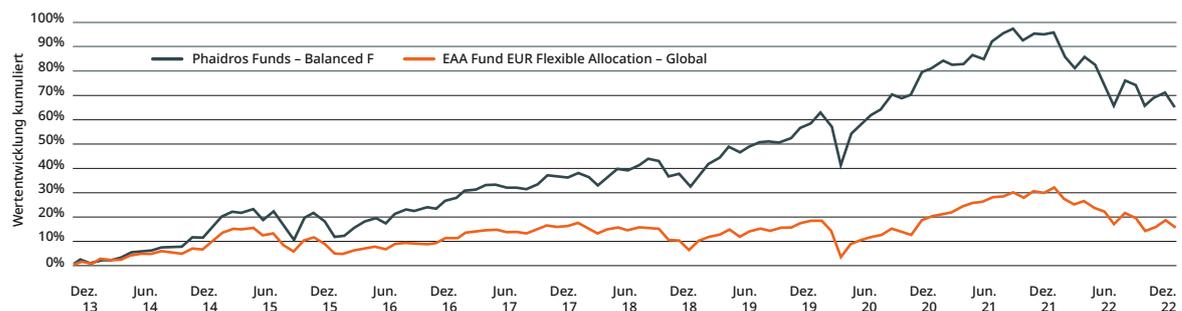
# AUSGEGLICHEN DURCH TURBULENTE ZEITEN

### Phaidros Funds Balanced: Robust und rentabel zu langfristigem Erfolg

Intelligent Investieren mit Weitblick und Vernunft – das ist das Ziel des Phaidros Funds Balanced von Eyb & Wallwitz. Der Fonds besteht aus einem flexiblen Portfolio von Aktien, Anleihen, Geldmarktkomponenten und Gold. Die Aktienquote kann dabei zwischen 25 und 75 Prozent variieren. Die breite Streuung und hohe Flexibilität des Portfolios machen den Fonds grundsätzlich unabhängiger von einzelnen Finanzmarktszenarien.

#### Grafik

Phaidros Funds Balanced F vs. EAA Fund EUR Allocation – Global



### Top-down-Ansatz

Der Investmentprozess folgt einem dreistufigen Top-down-Ansatz. Auf der ersten Stufe entwickeln wir ein strategisches Weltbild mit einem zeitlichen Horizont von drei bis fünf Jahren. Dafür richten wir uns an ökonomische Größen, wie Wachstum, Inflation, Liquidität oder den Gewinnmargen aus und ergänzen das entstandene Bild um eine ausführliche Risikoanalyse. Innerhalb dieses taktischen Rahmens ermitteln wir mithilfe verschiedener Modelle, welche Anlageklassen im aktuellen Umfeld das beste Risiko-Ertrags-Profil aufweisen. Der Zeithorizont erstreckt sich hierbei in der Regel auf sechs bis zwölf Monate.

#### Ihr Ansprechpartner

**Oliver Schmitz**  
Senior Relationship Manager

[schmitz@eybwallwitz.de](mailto:schmitz@eybwallwitz.de)

Telefon: (0 69) 273 11 48-08

Auf der zweiten Stufe werden die attraktivsten Aktien und Anleihen ausgewählt. Bei der Aktienselektion setzen wir auf unsere bewährte Schumpeter-Strategie, bestehend aus „Monopolisten“ und „Herausforderern“. Bei der Anleihseselektion konzentrieren wir uns auf Unternehmensanleihen, Nachrangpapiere und Wandelanleihen mit geringer Aktienmarktsensitivität.

Die dritte Stufe besteht aus einer fortlaufenden Risikoanalyse, um Diversifikationseffekte optimal ausnutzen zu können. Durch diesen Investmentansatz stellt der Phaidros Funds Balanced eine ideale Option für Anleger dar, die trotz der derzeit hohen Volatilität nicht auf eine solide Wertentwicklung verzichten wollen.

# DIE PHILOSOPHIE DES INVESTIERENS.

Die Ratio kommt vor der Emotion.  
Diesen Ansatz verfolgen wir in unseren  
PHAIDROS FUNDS.



Ausgewogener  
Multi-Asset Fonds



Defensiver  
Multi-Asset Fonds



Globaler Aktienfonds –  
Fokus auf Marktdominanz und  
Innovation



Globaler Anleihenfonds –  
Fokus auf das  
Crossover-Ratingsegment



[www.eybwallwitz.de](http://www.eybwallwitz.de)

Nur für professionelle Anleger.

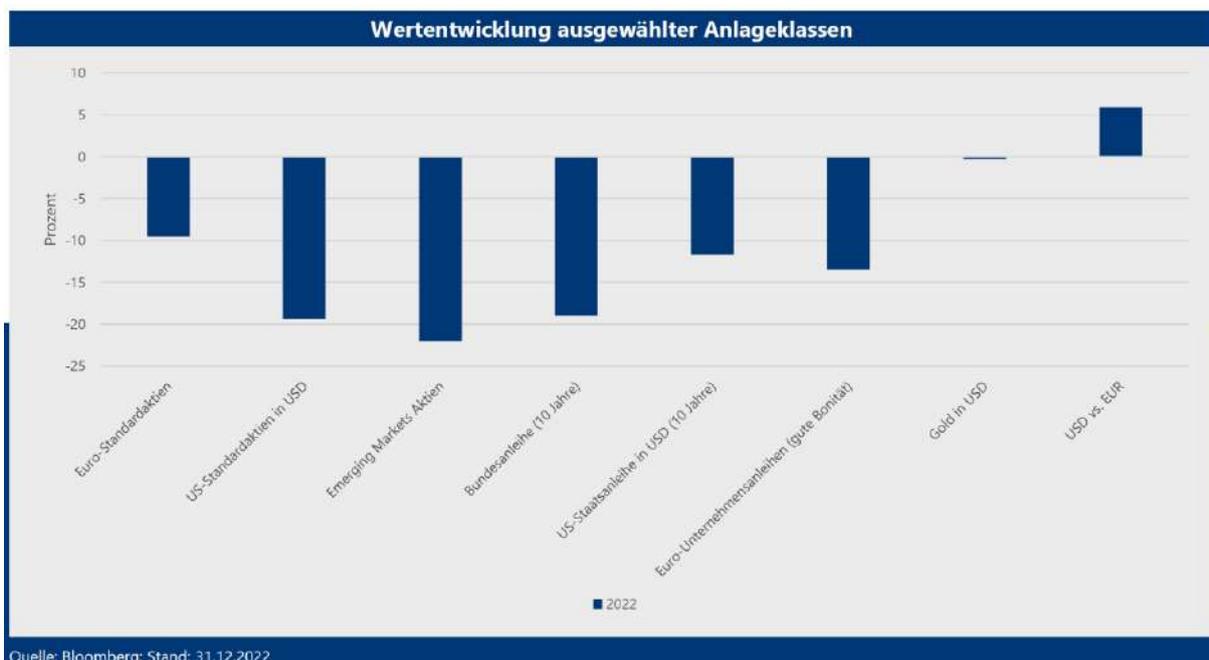


# HABEL, POHLIG & PARTNER

## Vermögensverwaltung

### Kapitalmärkte im Krisenmodus

Corona, Inflation, Krieg, Rezession: die Kapitalmärkte hatten in den vergangenen zweieinhalb Jahren einiges an Störungen zu verarbeiten. Beruhigten in der Corona-Krise noch Konjunkturprogramme und enorme geldpolitische Stimulanz die Anleger, so wurde bald die Kehrseite der Aktionen sichtbar. Große Geldmengen stießen auf ausgetrocknete und im Ablauf gestörte Gütermärkte, ein idealer Nährboden für Geldentwertung. Zunächst wurde das Problem noch als temporär von den Entscheidungsträgern der großen Zentralbanken abgetan. Mit der Eskalation des Geschehens in der Ukraine verschärfte sich die Lage jedoch nochmals. Mittlerweile hat auch die lange zögernde EZB eingesehen, dass sie ihrer Aufgabe als oberste Währungshüterin im Euro-Raum Rechnung tragen und Zinserhöhungen in Angriff nehmen muss. Die amerikanische Zentralbank Fed hatte bereits Monate vorher die Zinsschraube massiv angezogen und klargestellt, dass die Bekämpfung der Inflation Vorrang hat vor der Verhinderung einer Rezession.



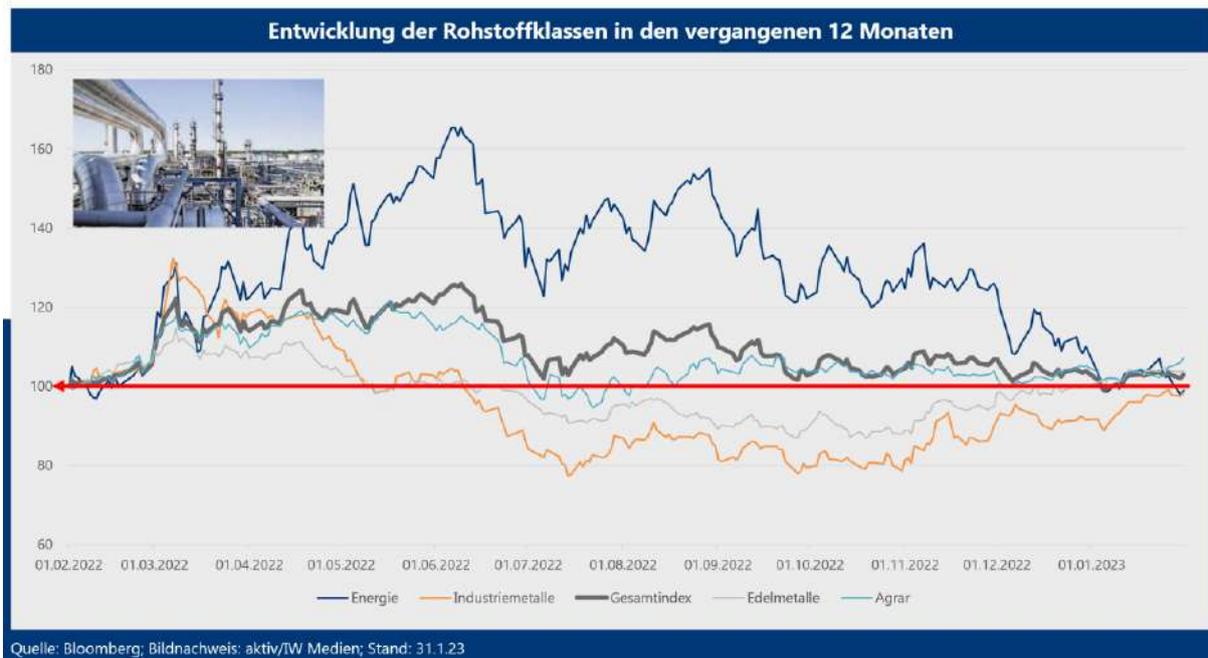
Durch die Brille des Kapitalmarktes führte dies zu der unerfreulichen und seltenen Entwicklung, dass in 2022 nahezu alle Anlageklassen in lokaler Währung deutlich negative Wertentwicklungen hinnehmen mussten. Lediglich in Euro umgerechnete US-Dollar-Anlagen konnten aufgrund der Währungsentwicklung teilweise zulegen. Nach mehreren Jahren ordentlicher Gewinne haben damit selbst sehr konservativ aufgestellte gemischte Portfolios in 2022 einen herben Dämpfer hinnehmen müssen.

Die weitere Entwicklung der kriegerischen Aktivitäten sind für die Kapitalmärkte derzeit genauso wenig einzuschätzen wie der Verlauf der kommenden Monate in Bezug auf die konjunkturelle Entwicklung. Auf den folgenden Seiten zeigen wir auf, welche Themen wir abseits der täglichen Nachrichtenflut im Fokus haben und welche Chancen und Risiken für die einzelnen Anlageklassen bestehen.

### **Inflation: nur temporär?**

Die globale Geldentwertung begleitet uns nun seit mehr als einem Jahr. Von einem temporären Phänomen kann also ganz und gar nicht die Rede sein.

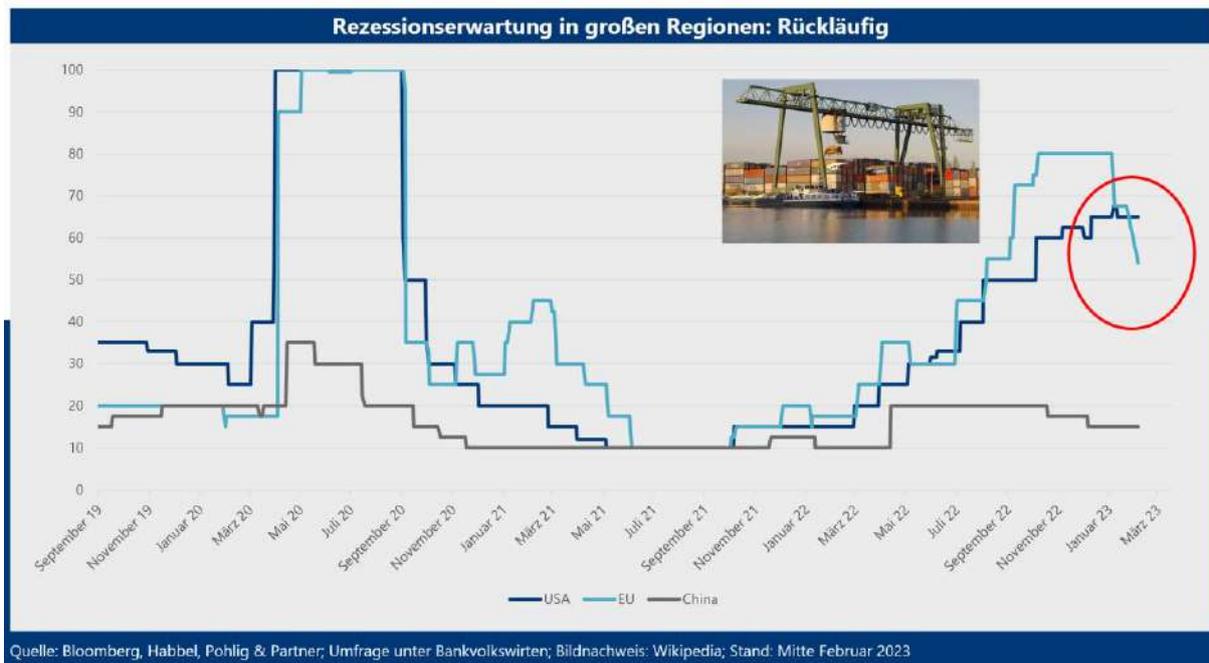
Der Blick richtet sich in den Medien meist auf die sogenannte Headline-Inflation, welche u.a. auch die stark schwankenden Energiepreise beinhaltet. In Deutschland ist diese Kennzahl erstmals in 70 Jahren im August zweistellig im Vergleich zum Vorjahr gestiegen, angetrieben eben durch die Energiepreise, die – gemessen am Bloomberg Energy Index – in den davorliegenden zwölf Monaten um rund 50% gestiegen sind. Doch bereits seit einigen Monaten sinkt der Energiepreisindex signifikant. Es ist deshalb zu erwarten, dass die Headline-Inflation ihren Zenit bald erreicht haben dürfte. Für die EZB sollte dies jedoch kein Anlass für Entwarnung sein. Zum einen hat die Zentralbank ihre eigene Inflationsprognose für die kommenden Jahre deutlich nach oben revidiert, für das Jahr 2023 auf über 6% und auch die Jahre darauf leicht oberhalb der eigenen Zielgröße von 2% (Stand Ende 2022). Zum anderen dürfte sich das Augenmerk künftig verstärkt auf die Kern-Inflationsrate richten. Diese schließt Energie- und Lebensmittelpreise aus, welche einer hohen Zyklik unterworfen sind. So ergibt sich ein besseres Bild über die längerfristige Inflationsentwicklung. Die Basiseffekte werden dort nicht so stark sichtbar werden wie in der Headline-Inflation.



## Geldpolitik: Marathon statt Sprint

Diese Entwicklungen verdeutlichen, warum sowohl Fed als auch EZB zu großen Zinsschritten gezwungen sind. Der Leitzins der EZB lag im Februar 2023 bereits bei 3,0%, eine weitere Erhöhung im März um 0,5% ist bereits angekündigt. Der Hochpunkt wird für den März 2023 erwartet. Die Zentralbanken machen keinen Hehl daraus, dass sie der Bekämpfung der Inflation Priorität über die Vermeidung einer Rezession einräumen. Die Unruhe ist verständlich: es geht schlicht und ergreifend um die Glaubwürdigkeit der Währungshüter. Seit vielen Jahren sind sie erstmals mit Inflation konfrontiert, haben dann (zu) lange gezögert und das Problem damit verschärft.

Zusätzlich zu den Problemen bei der Materialbeschaffung, der Unsicherheit über die Energieversorgung und psychologische Belastungen durch den Ukraine-Krieg, dürfte damit die Geldpolitik ein dämpfender Faktor für die Konjunktur bleiben. Eine regelmäßig durch den Börseninformationsdienst Bloomberg durchgeführte Umfrage unter Volkswirten zeigt seit Monaten rückläufige Wachstumsraten für die großen Wirtschaftsräume. Mehr als die Hälfte der Volkswirte geht mittlerweile von einer Rezession in den USA und Europa aus.



Die Renditestrukturkurve in den USA ist inzwischen invers, d.h. langlaufende Anleihen rentieren niedriger als Kurzläufer. In der Vergangenheit war dies ein sehr guter Indikator für eine anstehende Rezession, wenngleich mit einigem Vorlauf.

### **Kapitalmärkte: „Warten auf Pivot“**

Insbesondere die Fed macht derzeit kaum Anstalten, von ihrem restriktiven Kurs abzuweichen. Doch nach über 2% Zinsanhebung innerhalb weniger Monate liegt es nahe, dass die US-Notenbank bald eine Pause andeuten wird, um die Wirkung der eingeleiteten Maßnahmen abzuwarten, ihre weiteren Schritte zu über- und ggf. sogar umzudenken. Dieser sog. „Fed-Pivot“ wird ein wichtiger Punkt für die Kapitalmärkte sein, denn die einzelnen Anlageklassen haben bereits sehr viel Unsicherheit eingepreist, so dass spätestens mit dem Fed-Pivot die Zuversicht der Marktteilnehmer steigen dürfte. Diese Zuversicht trifft auf Portfolios, welche gemäß mehrerer Anlegerumfragen im Durchschnitt defensiv positioniert sind, sowohl in Aktien als auch Anleihen. In den vergangenen Monaten abgebaute Positionen dürften dann wieder ausgeglichen werden und zu Kursrallys führen.

### **Das geschah an den Aktienmärkten**

Die von vielen thematisierte Weihnachtssrally fiel in 2022 aus, so dass sich das Jahr so verabschiedet, wie es begonnen hat: mit Verlusten in den gängigen Aktien- und Rentenmärkten. Aufgrund hoher Inflation, restriktiveren Notenbanken und geopolitischen Konflikten fielen sowohl Aktien als auch Renten deutlich. Gerade im festverzinslichen Bereich geht das Jahr als eines der schwächsten in die

Finanzmarktgeschichte ein. Dies führt auch in defensiveren Fonds mit hoher Rentenquote zu untypisch stark negativen Ergebnissen. Da Jahre, in denen beide Assetklassen deutlich negativ rentieren, in der Vergangenheit spärlich gesät waren, nährt dies die Hoffnung, dass sich das kommende Jahr wieder positiver gestaltet. Vor allem eine Entspannung bei den Inflationen könnte zu deutlich positiveren Kursen führen.

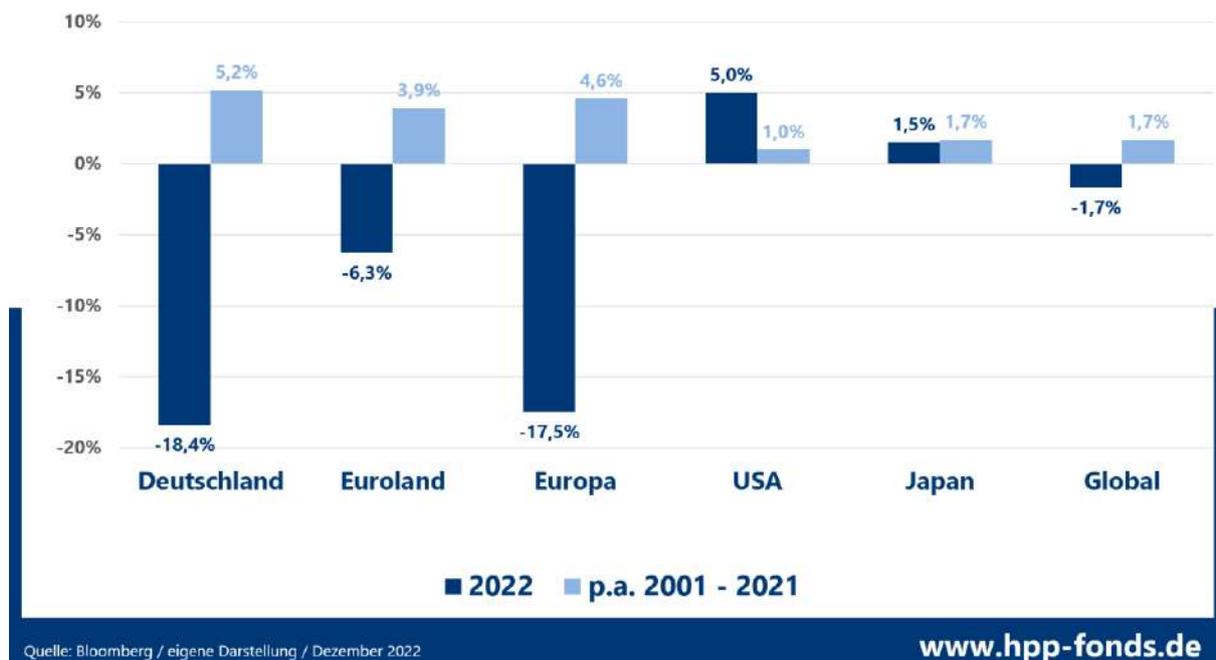
In 2022 verloren vor allem in Europa und Deutschland Aktien aus der zweiten Reihe überproportional mehr als ihre größeren Pendanten. Langfristig hingegen schlugen diese die Big-Caps jedoch recht deutlich. Man spricht in diesem Kontext auch von dem, in der Finanzwissenschaft gut dokumentierten, Size-Effekt. Auch dieser könnte im nächsten Jahr wieder deutlich positiver wirken.

### Size-Effekt aktuell vs. historisch

Relative Performance – Mid-Caps / Big-Caps



HABEL, POHLIG & PARTNER  
Vermögensverwaltung



Value-Titel konnten in 2022 den Markt deutlich schlagen, Qualitätstitel hatten das Nachsehen. Die Begründung des Sachverhaltes liegt im steigenden Diskontierungssatz, der in Bewertungsmodellen die zukünftigen Cashflows abzinst. Je weiter diese in der Zukunft liegen, desto weniger fallen sie bei steigenden Zinsen für die Ermittlung des fairen Wertes ins Gewicht. Da der Großteil der Cashflows von Qualitätsunternehmen erst in weiter Ferne anfallen, verlieren diese relativ zu sogenannten Substanzwerten, deren Gewinne besser prognostizierbar sind und in naher Zukunft liegen, an Wert. Qualitätstitel gelten jedoch gerade in Phasen hoher Inflation und steigender Zinsen, aufgrund ihrer Preissetzungsmacht und niedrigen Verschuldungsgraden, als

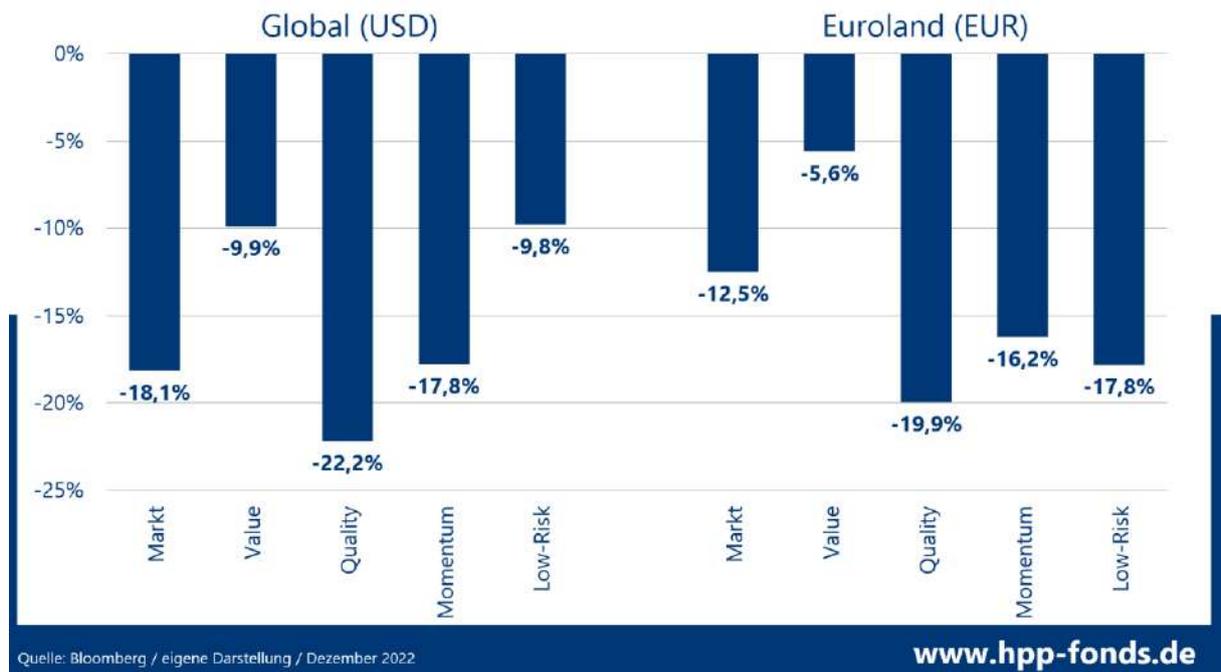
vorteilhaft, was bisher von den Marktteilnehmern noch nicht gewürdigt wurde. Paradoxerweise verloren in dem stark fallenden Markt risikoaverse Titel der Eurozone noch einmal deutlich mehr. Global hingegen waren Low-Risk-Titel eine Möglichkeit den breiten Markt zu schlagen.

## Globale Märkte

Faktorperformance YTD 2022



HABEL, POHLIG & PARTNER  
Vermögensverwaltung

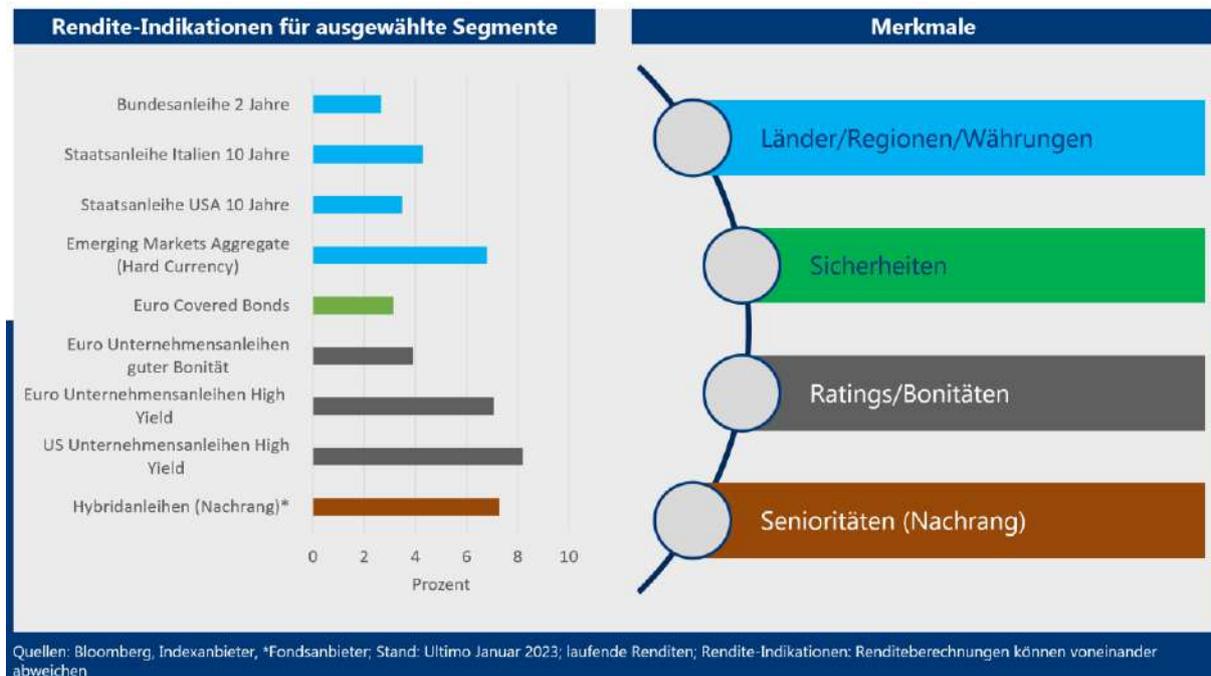


Themenmäßig empfiehlt sich ein Blick auf die Profiteure des nachhaltigen Umbaus der Wirtschaft. Die jüngsten geopolitischen Ereignisse haben uns vor Augen geführt, dass neben Umweltaspekten die Dringlichkeit der Reduzierung von Abhängigkeiten zu einigen Energielieferanten ein Umdenken erfordert, um langfristige Versorgungssicherheit zu gewährleisten. Konjunkturprogramme wie beispielsweise der jüngst beschlossene Inflation Reduction Act in den USA werden bestimmte Wirtschaftssegmente weiter ankurbeln. Knapp 400 Mrd. USD sind innerhalb des „IRA“ für die Energiewirtschaft und den Klimaschutz reserviert. Gut positionierte Infrastrukturunternehmen haben sich bereits im laufenden Jahr stabil entwickelt und sollten auch weiterhin profitieren.

### Anleihen: Verluste von heute sind die Renditen von morgen

Ein rekordschwaches Jahr liegt hinter festverzinslichen Wertpapieren, gleichgültig welcher Emittentengruppe, Bonitätsstufe oder Seniorität. Zur Wahrheit gehört jedoch auch, dass durch die jahrelange Niedrigzinspolitik sowie die exorbitant großen

Anleihekaufprogramme der Zentralbanken die Renditen auf künstlich niedrige Niveaus gedrückt wurden, die nicht mehr das tatsächliche Risiko reflektierten. Allein das Pandemic Emergency Purchasing Programme der EZB („PEPP“) hatte ein Volumen von 1.850 Milliarden Euro und führte zu Negativrenditen selbst bei einigen Unternehmensanleihe-segmenten. Die Entwicklung des Jahres 2022 ist deshalb aus unserer Sicht ein Teil des Weges zur Normalisierung der Anleihemärkte: durch die Kursverluste sind die Renditeniveaus wieder realistischer geworden, Risiken werden wieder besser entlohnt.



Klassischer Profiteur einer Rezession ist das Segment der Staatsanleihen, wohingegen in diesem Szenario bei Unternehmensanleihen insbesondere mit niedrigerer Bonität („High Yield“) – auch mit Blick auf den Wegfall von Anleihekaufprogrammen und der daraus resultierenden Abnahme der Marktliquidität – noch Vorsicht angebracht ist.

### Gold auf der Suche nach altem Glanz

Inflation, Rezession, Krisen: warum scheint Gold in diesem Glanz nicht? In US-Dollar gerechnet konnte auch das bedeutendste Edelmetall dieses Jahr nicht überzeugen. Gründe hierfür waren die gestiegenen Anleiherenditen, welche im Vergleich zu Gold in laufenden Erträgen einen Trumpf hatten, sowie die starke US-Valuta, welche den Kauf von Gold deutlich verteuerten. Wir sind trotzdem überzeugt von der Sinnhaftigkeit im Portfolio-Kontext. Relativ zu Aktien und Anleihen hat sich Gold auch dieses Jahr sehr gut gehalten, und auch im Vergleich zu den im vergangenen Jahr noch als „Gold-Nachfolger“ gepriesenen Kryptowährungen hat das Edelmetall eindeutig die Nase vorn. Angesichts einer nicht absehbaren Kriegsentwicklung sollten diese Diversifikationseigenschaften auch in den kommenden Monaten gefragt sein. Zu guter Letzt hat Gold angesichts zahlreicher schuldenfinanzierter Konjunkturprogramme

(Stichwort: „Doppel-Wumms“-Programm der Bundesregierung) einen nicht zu unterschätzenden langfristigen „Werterhalt-Charme“.

**Fazit: Ende des Tunnels?**

Die Folgen der Zentralbankpolitik, vor allem jedoch der Ausgang des Ukraine-Kriegs und die politischen und wirtschaftlichen Konsequenzen daraus sind derzeit nicht absehbar. Durch die Korrekturen und Normalisierungen nach Übertreibungen in allen relevanten Anlageklassen ist jedoch eine neue Basis für gewinnversprechende Anlageentscheidungen entstanden. Selbst nach Bereinigung der größten Probleme ist jedoch nicht von „linearen“ Aufwärtsbewegungen und einer Rückkehr zur Tagesordnung auszugehen. Schwankungen an den Kapitalmärkten werden uns noch einige Zeit weiter begleiten, so dass aktives und schnelles Handeln in einem Wertpapierportfolio von großer Bedeutung für den Anlageerfolg sein dürfte.

**Mit systematischer Titelselektion, breit diversifiziert den Markt schlagen**

Die systematische Multi-Faktor-Strategie im HP&P Global Equity (R: A2QSG5) ermöglicht es, die aussichtsreichsten Titel des riesigen, globalen Anlageuniversums (mehr als 4.500 Unternehmen) aufzuspüren. Die unzähligen Daten und Informationsquellen werden dabei in immer gleich hoher Qualität ausgewertet und verarbeitet. Elementarer Bestandteil ist, mögliche Risiken im Vorfeld aufzuspüren und zu vermeiden. Die breite Portfolioaufstellung, in der aktuell die typischen Indexschergewichte kaum eine Rolle spielen, bietet selbst in global ausgerichteten Kundenportfolios eine wichtige Diversifikation. Zudem schlägt die Strategie der Habel, Pohlig & Partner Vermögensverwaltung seit Auflage den weltweiten Aktienindex nach Kosten und rangiert in den vorderen Rängen ihrer Peergroup.



**Morningstar Sustainability Rating**



## Antizyklische Investmentchance im Euro-Raum

Wer auf das Aufholpotential von Mid-Caps und den Stilen Low-Risk, Qualität und Momentum in der Eurozone setzen möchte, für den lohnt ein genauerer Blick auf unseren HP&P Stiftungsfonds (A: A2QCXE). Der HP&P Stiftungsfonds bietet Exposure in genau diesen Stilen. Auch hier kommt unsere systematische Multi-Faktor-Strategie zur Identifikation aussichtsreicher Portfoliotitel zum Einsatz. Das Anlageuniversum besteht aus liquiden Titeln der Eurozone die eine Dividende ausschütten. Das Marktrisiko wird durch den Einsatz von Futures stark gedämpft. Das entstehende Anlageprofil ähnelt dem eines klassischen defensiven Mischfonds. Der Clou der Strategie besteht darin, dass der Investor auf die kompletten Aktien ordentliche Erträge erzielt, das Aktienmarktrisiko gegenüber einer reinen Aktienanlage jedoch signifikant niedriger ist. Zudem wird ein Mehrertrag über die Aktienselektion in Aussicht gestellt. In den letzten zwei Jahren wurden jeweils 3 Euro ordentlicher Ertrag ausgeschüttet, was einer Rendite von derzeit ca. 3,4% entspricht. Für steuerbefreite Anleger steht zudem eine S-Tranche (A2QCF) mit reduzierten Gebühren zur Auswahl.



### Ausschüttungen



Es werden hohe jährliche Ausschüttungen angestrebt



**Letzte Ausschüttung (14. Februar 2022):**  
 Anteilsklasse R: 3,00 € ~ 3%  
 Anteilsklasse S: 3,00 € ~ 3%

### Multi-Faktor-Strategie



## Morningstar Sustainability Rating



Unsere Strategien bieten wir selbstverständlich auch individualisiert im Spezialmandat an. Sprechen Sie uns an:



## **Thomas Faulstroh**

Sales Director

Tel.: 0611-999 66 18

E-Mail: [faulstroh@hpp-vermoegensverwaltung.de](mailto:faulstroh@hpp-vermoegensverwaltung.de)



## **Andreas Hauser**

Geschäftsführender Gesellschafter

Tel.: 0611-999 66 34

E-Mail: [hauser@hpp-vermoegensverwaltung.de](mailto:hauser@hpp-vermoegensverwaltung.de)



**HABEL, POHLIG & PARTNER**

Vermögensverwaltung

Sonnenberger Str. 14, 65193 Wiesbaden

[www.hpp-vermoegensverwaltung.de](http://www.hpp-vermoegensverwaltung.de)

[www.hpp-fonds.de](http://www.hpp-fonds.de)



HAUCK  
AUFHÄUSER  
INNOVATIVE CAPITAL

## Kryptoassets und Inflation

### Einleitung Inflation

Die Inflation ist so alt wie die Geschichte des Geldes selbst und in dieser Zeit zeigte sie sich in all ihren Ausprägungen. Neben den katastrophalen Auswirkungen hyperinflationärer Phasen offenbarte sich dabei auch der positive Effekt einer kontrolliert niedrigen Inflation. Langfristig entwickelt sich die Inflation mit der Geldmenge, kurzfristig kann sie sich auch unabhängig von dieser entwickeln. So wurde es zum Mandat der Zentralbanken, die Inflation auf niedrigem Niveau (im Bereich von 2 %) zu halten und Hyperinflation durch zu starkes Geldmengenwachstum zu verhindern.

Während es in einzelnen Ländern (z. B. Russland oder Venezuela) auch in der jüngeren Vergangenheit zu Hyperinflation kam, gelang es in den großen Volkswirtschaften USA und Europa seit Beginn der 1980er Jahre, die Inflation zu kontrollieren. Seit Ende des Jahres 2021 verzeichnen allerdings auch diese Wirtschaftsräume stark steigende Inflationsraten.

### Einleitung Kryptoassets

Bei Kryptoassets handelt es sich um ein vergleichsweise junges Phänomen, dennoch sind sie, wie alle monetären Systeme, mit dem langfristigen Zusammenhang von Geldmengenwachstum und Inflation konfrontiert. Da es sich in der Regel um dezentrale Protokolle handelt, gibt es keine zentrale Instanz, die kurzfristig das Geldmengenwachstum regulieren kann. Stattdessen stellt der im Programmcode definierte Inflationsmechanismus, der das „Geldmengenwachstum“ des Protokolls steuert, einen integralen Bestandteil der sogenannten *Tokenomics* jedes Krypto-Projekts dar. Dieser Mechanismus kann nur im demokratischen Prozess eines „Netzwerkforks“ geändert werden, wenn sich ein Großteil der Nodebetreiber\* entschließt, eine neue Version des Protokolls zu verwenden. Da nicht alle Protokolle die gleichen Ziele verfolgen, unterscheiden sich auch ihre Inflationsmechanismen. Es herrscht also eine Art Wettbewerb, bei dem langfristig der Markt entscheidet, welche Mechanismen sich durchsetzen werden.

\* Ein Node (Knoten) ist ein Computer auf dem die Software eines Kryptoassets läuft und sich über das Internet mit anderen Nodes verbindet. Dieses Netzwerk von Nodes bildet das Rückgrat einer Blockchain. Weiterentwicklungen der Blockchain müssen von den Node-Betreibern in Form von Software-Updates auf ihren Nodes installiert werden. Wenn ein Update im Netzwerk installiert wird, kommt es zu einem Netzwerkfork. Die Blockchain spaltet sich und es entsteht eine zweite Blockchain, die die Protokolländerungen beinhalten und von nun an fortgesetzt wird.

## Beispiel: Inflationsmechanismen

Das älteste und bekannteste Kryptoasset Bitcoin verfolgt das relativ simple Konzept regelmäßiger „Halvings“, bei denen sich alle vier Jahre das Geldmengenwachstum, also die Anzahl der pro Block an die Netzwerk-Validatoren ausgeschütteten Bitcoins, halbiert. Aktuell erhalten „Miner“ pro Block eine Ausschüttung von 6,25 Bitcoin, woraus eine Inflationsrate von ca. 1,8% resultiert.



Abb 1: Geplantes Wachstum der Bitcoin Menge und „Halving-Schedule“. Quelle: coingecko.com

Die Smart-Contract Plattform Ethereum wählt einen Mechanismus, der neben einem Prozess, bei dem Token erschaffen werden, auch einen gegengerichteten Prozess beinhaltet, bei dem ein Teil der Token, die als Gebühren für Transaktionen bezahlt wurden, vernichtet werden. Diese Kombination aus Zerstörung und Erschaffung von Token steuert das Geldmengenwachstum abhängig von der Auslastung (Anzahl der Transaktionen) des Netzwerks. Mit dem Wechsel von Proof-of-Work zu Proof-of-Stake im Jahr 2022 verringerte sich die Anzahl der erschaffenen Token, sodass mehr Token durch den Burn-Mechanismus zerstört als neue Token erschaffen wurden. Dadurch wurde Ethereum zu einem deflationären System mit negativem Geldmengenwachstum. Zukünftig kann sich dies auch wieder umkehren, unter anderem in Abhängigkeit von der Netzwerkauslastung.

Die Smart-Contract-Plattform Solana verfolgt ein dem Bitcoin ähnliches Inflationskonzept: Statt einer Halbierung alle vier Jahre verringert sich die Inflationsrate in einem jährlichen Turnus, von ursprünglich 8 % p.a. bis der Zielwert von 1,5 % p.a. erreicht ist.

\* *Proof-Of-Work* und *Proof-Of-Stake* sind die verbreitetsten Mechanismen zur Regelung, wie Blöcke zu einer Blockchain hinzugefügt werden können. Während die Netzwerkvalidatoren (Miner) bei auf Proof-Of-Work basierten Blockchains eine aufwendige mathematische Berechnung durchführen müssen, ermöglicht Proof-Of-Stake ein Verfahren, für das keine aufwendige Rechenarbeit notwendig ist.

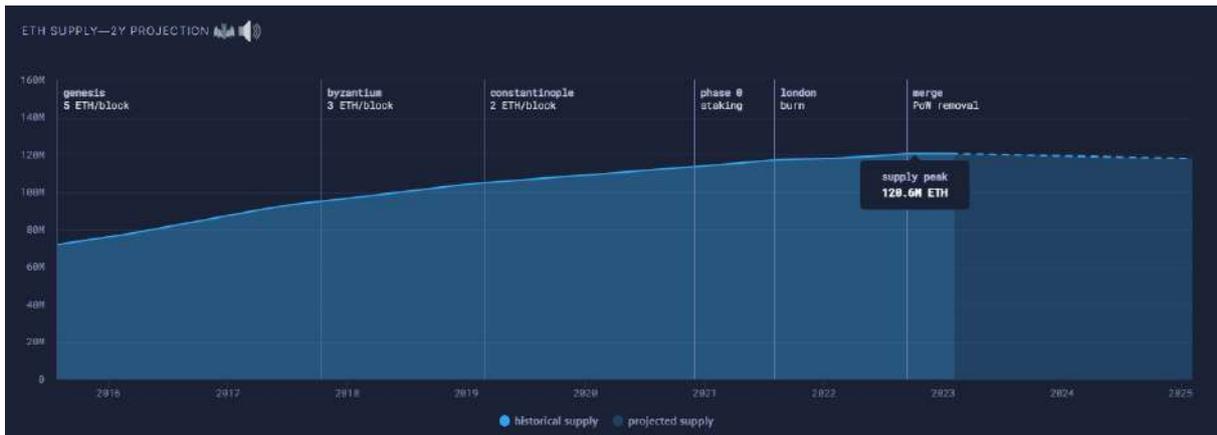


Abb. 2: Schätzung des zukünftigen Umlaufmenge an Ethereum. Projektion basiert auf aktuellen Erschaffungs- & Burn Zahlen. Quelle: Ultrasound Money

Neben diesen moderaten Inflationszielen, die denen der klassischen Geldpolitik ähneln, gibt es auch Projekte mit teilweise hohen jährlichen Inflationsraten von über 50 % wie beispielsweise die Defi-Protokolle dYdX oder PancakeSwap. Die hohen Inflationsraten sollen jedoch mit der Zeit deutlich reduziert werden. dYdX beispielsweise plant einen Mechanismus, der es den Token-Besitzern erlaubt, über die geplante Inflationsrate bis zu einem Maximum von 2 % p. a. zu entscheiden. Andere Projekte wie Iota allokierten den kompletten der Bestand der Protokoll-Token bei Netzwerkstart an die Investoren und verzichteten ganz auf Geldmengenwachstum.

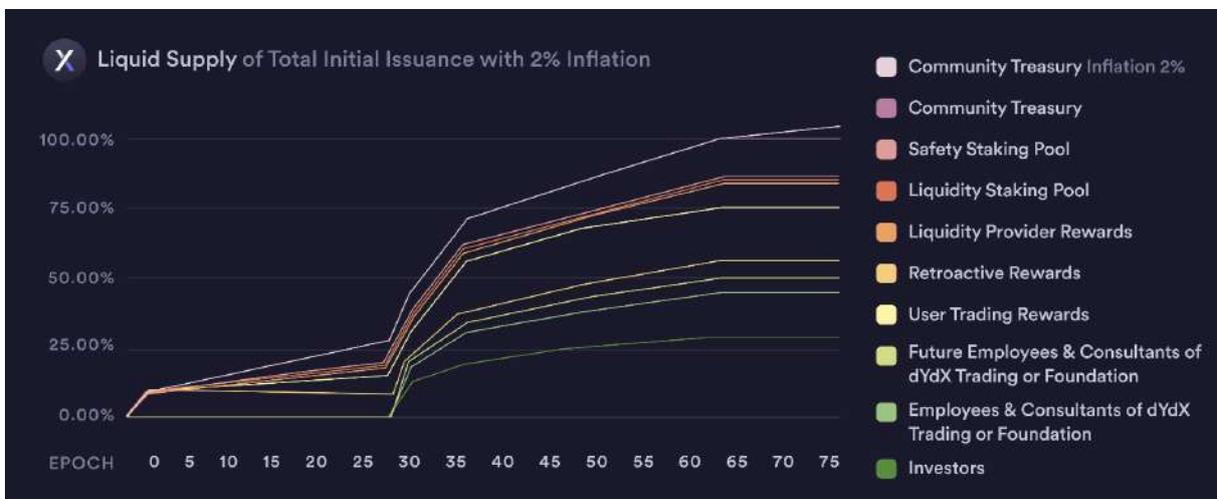


Abb. 3: Projektion der Geplanten Inflationsrate von dYdX, mit anfänglich moderater Inflation, extrem hoher Inflationsrate Ende 2023/Anfang 2024 und Zielinflation von maximal 2% ab 2026. Quelle: dYdX Governance Documentation

Im Gegensatz zur klassischen Geldpolitik zeigt sich das Krypto-Ökosystem also experimentierfreudig. Die Mechanismen der oben beschriebenen Projekte funktionieren soweit gut, doch es gibt auch andere Fälle, wie zum Beispiel beim Projekt Luna. Dort führte ein schlecht designter Inflationsmechanismus zur Hyperinflation und damit zum Totalverlust für die Investoren. Neben dem Inflationsmechanismus beinhalten die Tokenomics eines Kryptoprojekts noch weitere Merkmale wie die initiale Verteilung, Gebühren und die Nutzungsmöglichkeiten des Tokens im Netzwerk selbst. Über die Gesamtheit des Ökosystems mit über 5000 Krypto-Projekten hinweg gibt es

eine Vielzahl verschiedener Kombinationen dieser Faktoren. Es ist nicht absehbar, welche sich langfristig durchsetzen werden. Aus Investorenperspektive lautet der Schlüssel zur Lösung eines solchen Problems: Diversifikation.

## Diversifikation durch Investition in einen Kryptofonds

Welche Arten von Mechanismen für welche Arten von Projekten am besten geeignet sind, wird sich erst langfristig am Markt zeigen. Der HAIC Crypto Native Advanced - Select Fonds ermöglicht eine Investition in die Breite des Kryptomarkts und beinhaltet dabei immer eine Mehrzahl an Protokollen der verschiedenen Sektoren (Payment, Smart Contract Platform, DeFi, Metaverse & Gaming), die sich sowohl in ihrer technischen Lösung als auch in ihren Tokenomics unterscheiden, um eine möglichst sinnvolle Diversifikation zu gewährleisten.



**Autor: Tilman Schicker, Senior Analyst**

Tilman Schicker ist bei Hauck & Aufhäuser Innovative Capital als Senior Analyst für die Beschaffung und Auswertung von Daten verantwortlich, die benötigt werden, um im Markt der Kryptoassets fundierte Investitionsentscheidungen zu treffen.



HAUCK  
AUFHÄUSER  
INNOVATIVE CAPITAL

Die Hauck & Aufhäuser Innovative Capital Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH bietet als AIF-KVG in Deutschland alle Aktivitäten zum Auf- und Ausbau des Produkt- und Servicespektrums rund um native Kryptowerte in Fondsstrukturen.



HAUCK  
AUFHÄUSER  
INNOVATIVE CAPITAL

## Ihre Ansprechpartner



**Sascha Hoffmann**  
**Business Development & CRM**  
Kaiserstraße 24  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon +49 69 2161-1718  
[sascha.hoffmann@hal-privatbank.com](mailto:sascha.hoffmann@hal-privatbank.com)



**Patrick Karb**  
**Geschäftsführer**  
Kaiserstraße 24  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon +49 69 2161-1631  
[patrick.karb@hal-privatbank.com](mailto:patrick.karb@hal-privatbank.com)



J. Safra Sarasin

# Investment Spotlight

Internationale Ausgabe

Februar 2023

## Hochzinsanlagen während eines Abschwungs

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Zu Beginn des Jahres sorgen sich verständlicherweise viele über die Inflation, die Zinserhöhungen der Zentralbanken und die Aussicht auf eine globale Rezession. Ist eine Anlage in Hochzinsanleihen in diesem Umfeld überhaupt noch sinnvoll? Wie besorgniserregend ist die Inflation und wie bedenklich sind die Ausfallquoten?

Im aktuellen Spotlight gehen wir auf einige gängige „Mythen“ in Bezug auf Hochzinsanleihen ein und sprechen uns dafür aus, selbst bei einem Abschwung in der Anlageklasse engagiert zu bleiben.

Den Markt zu „timen“, gestaltet sich oft schwierig und kann höhere Verluste nach sich ziehen. Und angesichts einer drohenden Rezession ist es umso wichtiger, das eigene Portfolio aktiv zu verwalten und die richtigen Anleihen auszuwählen. Für uns bedeutet dies einen Fokus auf Qualitätsemitenten mit umfangreicher Liquidität und starken Nachhaltigkeitsmerkmalen. Ein strenger Anleiheauswahlprozess und ein intelligentes Risikomanagement können dazu beitragen, die vor uns liegenden ungewissen Zeiten zu meistern.

Freundliche Grüsse



Gerhard von Stockhum  
Portfolio Manager



Jayadev Mishra  
Portfolio Manager

Im letzten Jahrzehnt bescherten die lockere Geldpolitik und die überschwängliche Marktstimmung den Anlegern durchweg hohe Erträge. Da die Zentralbanken aber nun einen Kurswechsel vollziehen, beginnen auch die Anleger damit, ihre Allokationsentscheidungen zu überdenken. Die Weltwirtschaft steuert auf eine Rezession zu. Daher scheint es angebracht, Risiken zu meiden und sogenannte Risikoanlagen zu veräussern. Eine solche Vorgehensweise könnte sich auf mittlere Sicht allerdings als abträglich erweisen, vor allem im Bereich Hochzinsanleihen.

Zum einen ist es gar nicht so einfach, den richtigen Marktzeitpunkt und Preis für die Veräusserung von Vermögenswerten zu finden. Anleger, die sich erst gegen Ende einer Verkaufswelle von ihren Engagements trennen, laufen Gefahr, den Grossteil der Verluste mitnehmen zu müssen. Ebenso könnten jene, die einen Aufschwung nicht frühzeitig antizipieren, das Gros der Zugewinne im Rahmen einer Erholungsrally verpassen.

Für Hochzinsanleger besteht ein besserer Ansatz in diesen unsicheren Zeiten darin, in sorgsam ausgewählten Anleihen engagiert zu bleiben und dabei besonderes Augenmerk auf die Liquidität und Bonität der Emittenten zu richten. Diese Herangehensweise kann Anlegern dabei helfen, die Verluste im Zusammenhang mit Ausfällen während eines Abschwungs zu verringern und sich entsprechend zu positionieren, um am Aufwärtspotenzial im Zuge eines darauffolgenden Marktaufschwungs zu partizipieren. Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren im Anlageprozess für Hochzinsanleihen fördert zudem eine disziplinierte Denkweise, was Anleger wiederum in die Lage versetzt, Abschwünge besser zu meistern.

### Vorteile, investiert zu bleiben

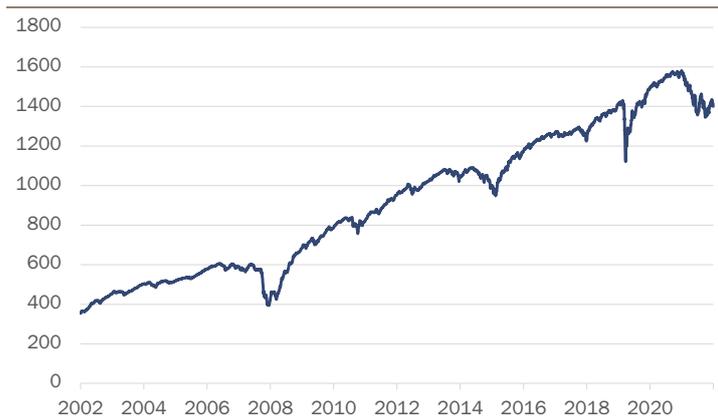
Das Timing des Marktes ist keine Wissenschaft, doch aufgrund inhärenter Tendenzen neigen Anleger dennoch dazu. Verschiedene Studien<sup>1</sup> haben gezeigt, dass Anleger, die die besten Tage innerhalb eines

<sup>1</sup> Brocato, Joe; Chandy, P R. Journal of Portfolio Management; London Vol. 20, Iss. 2, (Winter 1994): 39

Jahres verpassen, eine schlechtere Wertentwicklung verzeichnen als solche, die über einen mittel- bis langfristigen Zeitraum investiert bleiben.

In den letzten Jahren waren Anleger, die im US High Yield Index (vgl. Abbildung 1) engagiert sind, in der Lage, rund 80% ihrer während deutlicher Marktkorrekturen erlittenen Verluste innerhalb der nächsten drei Monate wieder wettzumachen. Den perfekten Zeitpunkt abzapfen, um in den Markt einzusteigen und überdurchschnittlich hohe Erträge zu erzielen, ist jedoch äusserst unwahrscheinlich. Erstaunlicherweise hielten die Abschwünge in der Regel deutlich länger an als der grösste Teil der Erholung.

**Abbildung 1: Gesamtertrag im US-Hochzinssegment in den letzten Jahrzehnten**



Quelle: Bank J. Safra Sarasin AG, ICE BofA US HY Index, per 31.12.2022

Darüber hinaus wurde in einigen wissenschaftlichen Studien<sup>2</sup> gezeigt, dass die Portfolioerträge zu rund 80% durch die strategische Asset Allocation bestimmt werden. Dies unterstreicht, wie wichtig es ist, über einen längeren Zeitraum in einer breit über verschiedene Anlageklassen diversifizierten Strategie engagiert zu bleiben, anstatt zu versuchen, den genauen Einstiegspunkt zu bestimmen. Erwähnt werden sollte auch, dass Hochzinsanlagen mit signifikanten Diversifizierungsvorteilen verbunden sind und die risikobereinigten Erträge eines klassischen 60/40-Portfolios steigern können.

### In einer Rezession ist Liquidität entscheidend

Investiert zu bleiben, ist zwar wichtig, aber nicht der einzige Faktor. Die Auswahl der richtigen Anleihen ist entscheidend, insbesondere in einem Abschwung. Von Bedeutung ist auch ein solider Anlageprozess, und im aktuellen Umfeld ist ein Fokus auf die Liquidität der Unternehmen unabdingbar. Zwar werden in einem Abschwung alle in Mitleidenschaft gezogen, jedoch werden nicht zwangsläufig auch alle an der Erholung partizipieren. In einer Rezession sehen sich zahlreiche Hochzinsemittenten Schwierigkeiten gegenüber, darunter schwächere Gewinne, langsames Wachstum und rückläufige Bonitätskennzahlen. Unternehmen mit umfangreicher Liquidität sind jedoch besser positioniert, dies zu verkraften und ihren Zahlungsverpflichtungen trotz der nachteiligen Marktbedingungen nachzukommen.

Die US-Zinskurve legt derzeit nahe, dass die Finanzierungskosten noch für einige Quartale erhöht bleiben dürften. Wenngleich die Emittenten darauf nur wenig Einfluss nehmen können, so werden sie den Zeitpunkt ihrer Refinanzierungen doch gut planen müssen. Im Moment betrifft dies die meisten Hochzinsemittenten dank des minimalen Refinanzierungsbedarfs und der starken Gewinne noch nicht. Doch je länger sich der Abschwung hinzieht, desto eher dürften Unternehmen die Nase vorn haben, die proaktiv längerfristige Finanzierungen abschliessen oder ihre Kreditfälligkeiten bereits weiter in die Zukunft verschieben konnten. Anders ausgedrückt dürften Emittenten, die über ein gutes Liquiditätsmanagement verfügen, besser abschneiden als der breite Markt. Diese Emittenten sind in der Lage, die Belastung durch eine Verkaufswelle abzufedern, und dürften Anlegern die Chance bieten, von der Erholungsrally zu profitieren.

### Aktives Management und ESG helfen dabei, die Gewinner zu identifizieren

Eine aktive Titelauswahl ist entscheidend, und die Maxime des Hochzinssegments, „die Verlierer zu meiden“, trifft aktuell mehr denn je zu. Neben dem Fokus auf Liquidität sorgt die Berücksichtigung von Nachhaltigkeit im Rahmen eines strengen Anleiheauswahlprozesses für eine ganzheitlichere Perspektive in Bezug auf die Risiken und Erträge von Anlagen. Durch den Einbezug von ESG-Faktoren in die Anleiheauswahl können wir Risiken mindern, die vom Markt für gewöhnlich unterschätzt werden, so etwa Reputations-, ökologische und operative Risiken. Ausserdem sind wir dadurch in der Lage, nachhaltige Qualitätsemitenten ausfindig zu machen, deren Geschäftstätigkeit in der Regel widerstandsfähiger ist, vor allem im Hinblick auf eine Rezession.

Darüber hinaus verfügen Hochzinsanleger über eine breite Palette an Instrumenten, mit denen sie Anlagerisiken (die über das Emittentenrisiko hinausgehen) begegnen können. Dazu zählen der Rang einer Anleihe in der Kapitalstruktur, Sicherheiten, Bonitätsbedingungen, Bedingungen in Bezug auf den Asset-Schutz, Put-Optionen und der Fälligkeitszeitpunkt. Bei gezieltem Einsatz können diese Tools für herausragenden Schutz und attraktive Chancen sorgen. Selbst in schwierigen Zeiten kann ein umsichtiger Manager ein diversifiziertes Sektor- und Emittentenexposure eingehen, indem er die richtigen Anleihen innerhalb der Kapitalstruktur eines Emittenten auswählt, und damit überdurchschnittliche risikobereinigte Erträge erzielen. Ein erfahrener Manager, der sich diese Instrumente zunutze macht, um die richtigen Anleihen für eine Anlage auszuwählen, kann somit Mehrwert schaffen. Das folgende Fallbeispiel veranschaulicht unsere Aussage.

### Fallstudie: Casino Group – besicherte und unbesicherte Anleihen im Vergleich

Die Casino Group, einer der grössten französischen Einzelhandelskonzerne mit globaler Präsenz, sieht sich seit 2018 mit diversen Kreditschwierigkeiten konfrontiert. Zu diesem Zeitpunkt hatte der Konzern bereits eine beachtliche Einzelhandelspräsenz in Frankreich, Brasilien und Kolumbien aufgebaut. Finanziert wurde dies grösstenteils durch umfangreiche Kreditaufnahmen auf Ebene der Holdingge-

<sup>2</sup> Article I. Strategic Asset Allocation and Other Determinants of Portfolio Returns; Jeffrey T. Hoernemann, Dean A. Junkans und Carmen M. Zarate.

The Journal of Wealth Management, Winter 2005, 8 (3) 26-38; Santacruz, Lujer; Strategic Asset Allocation and Portfolio Performance (2011). Journal of Management Research, Vol. 1, No. 2, 2011

sellschaft (Rallye SA). Eine Phase mit schwacher operativer Entwicklung hatte jedoch Liquiditätsprobleme beim Holdingkonzern zur Folge, was wiederum Druck auf die operative Einheit ausübte, ihre Vermögenswerte zu monetarisieren. Seither kam es zu mehreren Asset-Verkäufen, und der Konzern setzt seine Zahlungen an die Anleiheinhaber fort. Die anhaltenden Kreditschwierigkeiten des Unternehmens sowie das Ausführungsrisiko bei mehreren seiner Pläne sorgten jedoch für volatile Kreditspreads. Wichtig hierbei ist, dass sich die Kursentwicklung der besicherten 5.875% Anleihe des Unternehmens mit Laufzeit bis 2024 in diesem Zeitraum deutlich von jener der unbesicherten 4.498% Anleihe mit gleicher Laufzeit unterschied. Obschon beide Papiere nahe beieinander liegende Fälligkeitstermine aufweisen, waren die Volatilität und die Kursbewegungen bei der unbesicherten Anleihe wesentlich ausgeprägter. Somit hätte ein aktiver Manager, der sich bei der durch hochwertige Sicherheiten besicherten Anleihen engagiert, von einer deutlich geringeren Volatilität und vorhersagbareren Erträgen profitiert.

**Abbildung 2: Volatilität der verschiedenen, von Casino begebenen Anleihen**



Quelle: Bloomberg, Bank J. Safra Sarasin AG

### Widerlegung von Hochzinsmythen: Ausfallquoten und reale Renditen

In einer Rezession scheuen Anleger häufig vor einer Anlage in Hochzinsanleihen zurück, da sie mit einem Anstieg der Ausfallquoten sowie niedrigen Realrenditen rechnen. Für aktive Anleger sind derartige Bedenken allerdings grösstenteils unbegründet.

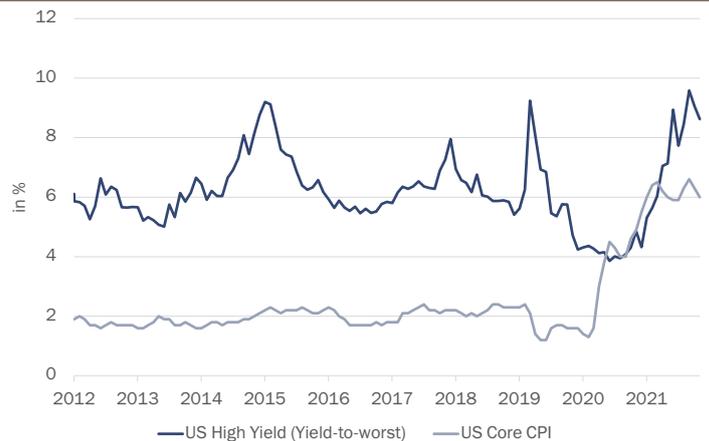
Rezessionen erschweren es Unternehmen zwar zu florieren. Sie allein sind aber nicht für Ausfälle verantwortlich. Vielmehr sind es die zugrunde liegenden Ursachen einer Rezession, die in der Regel Aufschluss über künftige Ausfälle geben. Die erwartete bevorstehende Rezession ist der Inflation geschuldet und dürfte die Unternehmensgewinne daher weniger stark in Mitleidenschaft ziehen. Somit ist auch mit einer geringeren Zahl an Ausfällen als bei einer bonitätsbedingten Rezession zu rechnen – wie etwa jene, die auf das Platzen der Dot-Com-Blase 2001 oder die globale Finanzkrise 2008 folgten. Da sich die Zusammensetzung der Hochzinsindizes im Laufe der Jahre durch die Aufnahme einer grösseren Zahl an Anleihen mit Rating BB deutlich verändert hat, sind historische Ausfallquoten mittlerweile weniger aussagekräftig als zuvor. Darüber hinaus hat die Bilanzstärke in den vergangenen Jahren zugenommen. Die derzeit erhöhten Energiepreise kommen dem umfangreichen Hochzins-Energiesektor ebenfalls deutlich zugute. Des Weiteren werden die Fälligkeiten von Hoch-

zinsanleihen weiter in die Zukunft verschoben. Zusammen genommen stimmen uns diese Faktoren zuversichtlich, dass die Ausfallquoten weniger Sorgen bereiten dürften als in früheren Zyklen. Sollte die Rezession stärker ausfallen und länger Bestand haben, werden wir diese Annahme selbstverständlich revidieren müssen. Ansonsten sind wir jedoch der Ansicht, dass die Zahl der Ausfälle im Hochzinssegment in diesem Zyklus deutlich geringer ausfallen wird als von vielen Anlegern befürchtet. Und wie bereits erwähnt kann ein aktives Management mit entsprechender Positionierung für eine Rezession die Ausfallwahrscheinlichkeit innerhalb eines Portfolios erheblich reduzieren.

### Inflation ist nicht immer schlecht

Anleger hegen oft Zweifel daran, dass sich mit festverzinslichen Anlagen in einem von Inflation geprägten Umfeld positive Realrenditen erzielen lassen. Hochzinsanleihen haben in der Vergangenheit allerdings gezeigt, dass dies sehr wohl möglich ist (vgl. Abbildung unten). Obschon die Inflation die Wirtschaft und die Gesellschaft belastet, wenn sie nicht unter Kontrolle gehalten wird, so schmälert sie nicht zwangsläufig auch die Unternehmensgewinne, sofern klug damit umgegangen wird. Die Unternehmen können einen Grossteil der Kosteninflation an die Kunden weitergeben, womit auf kurze Sicht ein deutlicher Rückgang ihrer Bonitätskennzahlen vermieden wird.

**Abbildung 3: Rendite des HY-Index im Vergleich zur VPI**



Quelle: ICE BofA Index, Bank J. Safra Sarasin AG

### Bewältigung der Herausforderungen 2023 mit den richtigen Tools

Da Volatilität auch mit Chancen einhergeht, können Anleger Konjunkturabschwünge und Rezessionen mit einem aktiven Management und einer sorgfältigen Titelauswahl besser überstehen. Anstatt eine risikoarme Allokation zu verfolgen und sich vollständig aus dem Markt zurückzuziehen, bestünde ein besserer Ansatz darin, bei Hochzinspapieren engagiert zu bleiben. Hierbei sollte der Fokus insbesondere auf Qualitätsemitenten mit umfangreicher Liquidität und starken Nachhaltigkeitsmerkmalen gelegt werden. 2023 wird zahlreiche Herausforderungen bereithalten, weshalb ein strenger Anleiheauswahlprozess sowie ein intelligentes Risikomanagement, das ESG-Faktoren berücksichtigt, unerlässlich für Anleger sind.

## Wichtige rechtliche Hinweise

### ICE Data Indices

Die Quelle ICE Data Indices, LLC («ICE Data») wird mit Genehmigung verwendet. ICE Data, seine verbundenen Unternehmen und die jeweiligen Drittanbieter übernehmen keine Gewährleistung und machen keine Zusagen, weder ausdrücklich noch implizit, einschliesslich Gewährleistungen zur Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck oder eine bestimmte Verwendung der Indizes, der Index Daten und jeglicher darin enthaltener, damit verbundener oder daraus abgeleiteter Daten. ICE Data, seine verbundenen Unternehmen und die jeweiligen Drittanbieter übernehmen keinerlei Schäden oder Haftung in Bezug auf die Eignung, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Indizes oder der Index Daten oder jeglicher Komponenten derselben. Die Indizes und die Index Daten sowie jegliche Komponenten derselben werden ohne Gewähr zur Verfügung gestellt und die Verwendung erfolgt auf eigene Gefahr. Weder ICE Data noch seine verbundenen Unternehmen oder die jeweiligen Drittanbieter sponsern, unterstützen oder empfehlen Bank J. Safra Sarasin AG oder dessen Produkte oder Dienstleistungen.

Dieses Dokument wurde von der Bank J. Safra Sarasin AG („die Bank“) ausschliesslich zu Informationszwecken. Es ist weder das Ergebnis einer Finanzanalyse der Research-Abteilung der Bank noch einer anderen ausführlichen Due-Diligence-Prüfung. Daher finden die von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen „Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse“ auf dieses Dokument keine Anwendung. Das Dokument basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen und Daten („die Informationen“), von denen angenommen wird, dass sie richtig, zutreffend und vollständig sind. Die Bank hat die Genauigkeit und die Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen nicht überprüft und kann diese auch nicht garantieren. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen stellen keine rechtlichen (vertraglich festgelegten oder stillschweigend mitvereinbarten) Gründe für eine Haftung dar, weder im Hinblick auf unmittelbare oder mittelbare Schäden noch auf Folgeschäden. Weder die Bank noch deren Gesellschafter und Mitarbeiter haften für die in diesem Dokument geäusserten Einschätzungen. Externe Datenlieferanten geben keinerlei Zusicherungen oder Gewährleistungen im Hinblick auf die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der gelieferten Daten und haften nicht für in Verbindung mit diesen Daten entstandene Schäden jeglicher Art.

Dieses Dokument stellt weder eine Anfrage noch ein Angebot, eine Aufforderung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anlagen oder anderen spezifischen Finanzinstrumenten, Produkten oder Dienstleistungen dar. Es darf nicht als Ersatz für eine persönliche Beratung und Risikoauflärung durch einen qualifizierten Finanz-, Rechts- oder Steuerberater erachtet werden.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Anlagen in Fremdwährung unterliegen Wechselkursschwankungen. Zudem bestehen Wechselkursrisiken, falls die Referenzwährung des Anlegers nicht der Anlagewährung entspricht. Es besteht keine Garantie, dass die angestrebte Nettorendite erreicht werden kann. Informationen im Hinblick auf Prognosen dienen ausschliesslich zu Informationszwecken; sie stellen weder Vorhersagen noch Garantien für zukünftige Ergebnisse dar und könnten aus verschiedenen Gründen deutlich von der tatsächlichen Wertentwicklung abweichen. Weder die Bank noch deren Gesellschafter und Mitarbeiter haften für die in diesem Dokument geäusserten Einschätzungen. Die in diesem Dokument enthaltenen Einschätzungen und Meinungen können sich zusammen mit den genannten Zahlen, Daten und Prognosen ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Bank noch eine andere Person sind dazu verpflichtet, die Inhalte dieses Dokuments zu aktualisieren. Die Bank übernimmt keine Haftung für jegliche Verluste, die durch die Nutzung der Informationen (bzw. Teilen derselben) in diesem Dokument entstehen. Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon dürfen in die Vereinigten Staaten gesandt oder dorthin mitgenommen werden oder in den Vereinigten Staaten oder an eine US-Person verteilt werden. Diese Informationen richten sich nicht an institutionelle Anleger in beliebigen Rechtsordnungen, in denen (aufgrund der Nationalität, Ansässigkeit der Personen oder anderweitig) die Verbreitung dieser Informationen untersagt ist; die Verbreitung ist nur in Ländern gestattet, in denen diese rechtlich zulässig ist.

Deutschland: Diese Publikation ist für die Verteilung durch J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Frankfurt am Main an Kunden bestimmt, die entweder in Deutschland ansässig sind oder dort ihren eingetragenen Sitz unterhalten; sie richtet sich ausschliesslich an institutionelle Kunden, die die Absicht hegen, als Unternehmer ausschliesslich zu gewerblichen Zwecken Anlagegeschäfte zu tätigen. Der Kundenkreis beschränkt sich auf Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, Kapitalverwaltungs- und Versicherungsgesellschaften, sofern diese die notwendige Genehmigung für ihre Geschäftstätigkeit besitzen und einer Aufsicht unterliegen, sowie auf mittelgrosse und grosse Gesellschaften im Sinne des deutschen Handelsgesetzbuchs (Paragraf 267 Absätze 2 und 3 HGB).

J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Frankfurt am Main, Germany, T: +49(0)69714497-300

© Copyright: Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten.

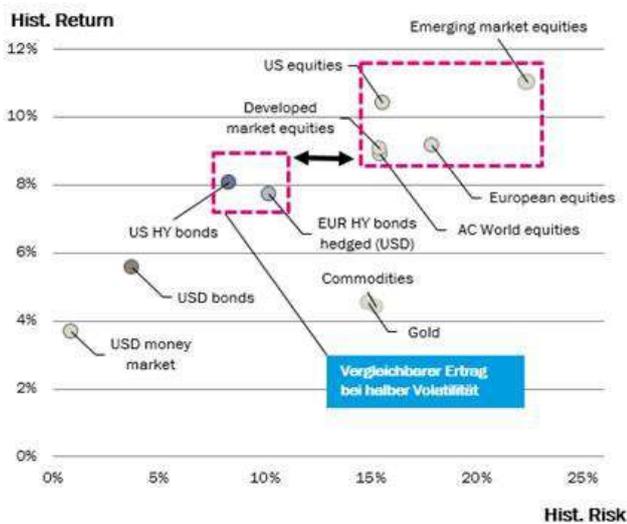


## Aktienähnliche Renditen mit dem JSS Sustainable Bond – Global High Yield

Hochzinsanleihen bieten aktuell äußerst attraktive Rendite-Risiko-Profile und können sich mit Aktien durchaus messen bei deutlich niedrigerer Volatilität. Neben der aktuellen Zinsentwicklung tragen hierzu vor allem die gestiegenen Risikoprämien bei.

### Historisches Risiko-Ertrags-Verhältnis

Dezember 1984 bis Oktober 2022

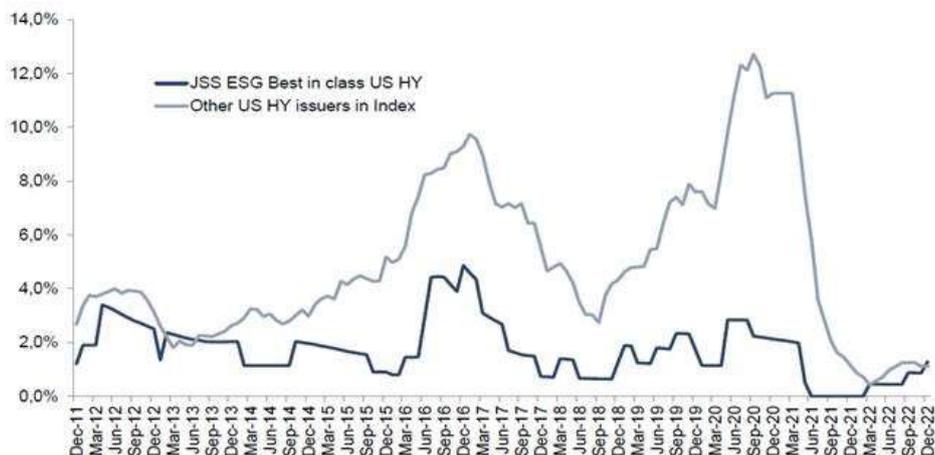


Strategie/index	Hist. Ertrag	Hist. Risiko
<b>US HY bonds</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.3%</b>
<b>EUR HY bonds hedged (USD)</b>	<b>7.7%</b>	<b>10.2%</b>
USD money market	3.7%	0.9%
USD bonds	5.6%	3.7%
US equities	10.4%	15.6%
European equities	9.2%	17.9%
AC World equities	8.9%	15.5%
Emerging market equities	11.0%	22.4%
Gold	4.5%	14.9%
Commodities	4.4%	15.2%

Quelle: Datastream. Indices: US HY bonds: ICE BofA US HY MASTER II (\$) - TOT RETURN IND; EUR HY bonds hedged (USD): ICE BofA EURO HIGH YIELD (E) - TOT RETURN IND hedged (USD); USD money market: ICE BofA US Dollar 3-Month Deposit Index - Total Rtn; USD bonds: ICE BofA US CRP/GVT 1-10Y A+ - TOT RETURN IND; US equities: MSCI USA US - NET RETURN; European equities: MSCI EUROPE US - NET RETURN; Emerging market equities: MSCI EM US - NET RETURN. Angaben zu künftigen (Wert-) Entwicklungen werden lediglich zu Informationszwecken gemacht und sind weder als Vorhersagen noch Zusicherungen einer künftigen Wertentwicklung zu verstehen, sie können aus unterschiedlichen Gründen erheblich von der tatsächlichen Wertentwicklung abweichen.

Mit der **JSS-Nachhaltigkeitsanalyse** steht ein effizientes Instrument zur **Risikoreduktion** von High Yields bereit, denn geringere ESG-Risiken führen zu einer nachweislich besseren Kreditqualität: wie Studien gezeigt haben, sind die Ausfallquoten von nachhaltigen Emittenten deutlich geringer.

### Nachhaltige Emittenten sind weniger häufig ausgefallen als der Rest des Marktes



Quelle: Bloomberg, BofA ML, Berechnungen des Fondsmanagers Bank J. Safra Sarasin AG, per 31.12.2022. Die Ausfallraten in der Vergangenheit bieten keinen verlässlichen Hinweis für die laufenden oder zukünftigen Ausfallraten.

Daher möchten wir Ihnen heute den **JSS Sustainable Bond – Global High Yield** vorstellen, der aktives High Yield-Portfolio Management mit risikomindernder ESG-Integration kombiniert:

- High Yield-Anleihen bieten **eines der attraktivsten Risiko-Rendite-Profile im Bondbereich** mit aktien-ähnlichen Erträgen bei geringerer Volatilität
- „Non-Investment Grade“-Anleihen, die gem. JSS Nachhaltigkeits-Analyse klassifiziert sind
- Titel mit **fundamental gesunden Kreditkennzahlen** (Bilanzen, Verschuldungsgrad, Liquidität), ...
- ... die zusätzlich unseren **ESG Risikofilter** durchlaufen haben (z.B. Ausschluss von Umwelt-, Rechts-, Reputationsrisiken)
- Globales Portfolio von 140 Titeln, diversifiziert nach Branchen, Regionen und Emittenten
- Outperformance der Benchmark\*) in 2022 trotz schwierigen Marktumfeldes
- Verfalls-Rendite 8,53% vs. Benchmark\*) mit 8,21% (per 31.1.2023)
- CO<sup>2</sup>-Fußabdruck knapp 1/3 vs. Benchmark\*) (per 31.1.2023)
- Erfahrenes Bond-Team in enger Zusammenarbeit mit den Experten des JSS Sustainable Research Teams
- Attraktive Portfoliobeimischung klassischer Anlageportfolios
- Klassifiziert nach Art. 8+ BVI-Verbändekonzept / MIFID
- ISINs: I EUR dist hedged LU1711709664, P EUR acc hedged LU1711705597, P USD acc LU1711704608

\*) Quelle: Bank J. Safra Sarasin AG, Benchmark ICE BofA Global High Yield Index USD hedged

Aufgrund der geringeren Inflation, den abnehmenden Rezessionsängsten und der schnellen Erholung Chinas verzeichneten High Yields einen starken Jahresstart in 2023. Trotz leicht zurückgekommener Spreads im Zuge steigender Zinsen und der Sorgen vor einer zu straffen Geldpolitik mit Rezession und Zahlungsausfällen, sind High Yields aktuell fair bewertet.

Haben wir Ihr Interesse geweckt? Gerne beantworten wir Ihre Fragen in einem persönlichen Gespräch.

### **Institutional Clients & Wholesale Team Germany**

J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH

Kirchnerstr. 6-8

60311 Frankfurt

T: +49 (0)69 71 44 97 - 300

Web: [www.jsafrasarasin.de](http://www.jsafrasarasin.de)

## **Wichtige rechtliche Informationen**

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung der J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Frankfurt am Main, die zu reinen Informationszwecken dient und nicht den Anspruch, die vollständige Darstellung der Produkteigenschaften zu enthalten, erhebt. Sie stellt weder eine Anlageberatung, Empfehlung, ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder anderen spezifischen Produkten dar, noch ersetzt sie die unerlässliche Beratung und Risikoaufklärung, die wir Ihnen vor jeder Anlageentscheidung ausdrücklich empfehlen. Vor einer Anlage sollte daher sowohl die aktuelle Verkaufsdokumentation gelesen werden sowie ein unabhängiger Berater zu Rate gezogen werden.

Der Verkaufsprospekt, das PRIIPs-Basisinformationsblatt (oder die wesentlichen Anlegerinformationen [KIID]) sowie der Jahres- und Halbjahresbericht der JSS Investmentfonds SICAV sind auf Anfrage kostenlos bei der J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Frankfurt am Main in deutscher und englischer Sprache erhältlich.

Soweit im Rahmen dieses Dokuments zukünftige Wertentwicklungen dargestellt werden, beruhen diese unter anderem auf Prognosen für die zukünftige Entwicklung der Finanzmärkte und entsprechenden Simulationen. Diese Prognosen und Simulationen wiederum beruhen vor allem auf Erfahrungen und konkreten Wertentwicklungsdaten der Vergangenheit. Wir möchten Sie daher ausdrücklich darauf hinweisen, dass historische Wertentwicklungsdaten, Prognoseberechnungen und sonstige Simulationen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Eine Garantie für das Eintreten der prognostizierten Werte der Modellrechnungen können wir daher nicht übernehmen.

Eine vollständige Darstellung der Eigenschaften der in diesem Dokument erwähnten Produkte und die vollumfängliche Darstellung der mit den jeweiligen Produkten verbundenen Vor- und Nachteile bzw. Chancen und Risiken können Sie den jeweils zugrunde liegenden Verkaufsprospekten entnehmen. Diese stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung.

Dieses Dokument wurde auf Basis der heute geltenden Gesetze erstellt. Daher ist auch die Gültigkeit der Informationen auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments beschränkt. Gesetzesänderungen, Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen oder sonstige Ereignisse können die zukünftige Entwicklung abweichend von unseren Darstellungen (insbesondere zu Renditen oder Steuern) beeinflussen. Individuelle Steuer- und / oder Rechtsfragen bitten wir Sie, bei Bedarf mit einem Angehörigen der steuer- und / oder rechtsberatenden Berufe zu besprechen.

Dieses Dokument wurde auf Grundlage von öffentlich zugänglichen Informationen aus von uns als verlässlich eingestuftem Datenquellen erstellt. Wir übernehmen weder eine vertragliche noch eine stillschweigende Haftung für die Vollständigkeit und/oder Richtigkeit dieser Informationen. Wir geben insbesondere keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen ab. Des Weiteren übernehmen wir keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Die Haftung wegen Vorsatz und grober Fahrlässigkeit bleibt unberührt. Wenn nicht ausdrücklich erwähnt, sind alle Zahlen in diesem Dokument ungeprüft.

Die in diesem Dokument bereitgestellten Informationen für Kunden mit Wohnsitz oder Sitz in Deutschland richten sich daher ausschließlich an institutionelle Kunden, die Anlagegeschäfte ausschließlich als Unternehmer zu gewerblichen Zwecken abzuschließen beabsichtigen. Dieser Kundenkreis ist beschränkt auf Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, Kapitalverwaltungsgesellschaften und Versicherungsunternehmen, soweit sie über die für den Geschäftsbetrieb jeweils erforderliche Erlaubnis verfügen und einer Aufsicht unterliegen, sowie mittelgroße und große Kapitalgesellschaften im Sinne des deutschen Handelsgesetzbuchs (§ 267 Abs. 2 und Abs. 3 HGB).

Personen mit Domizil oder Nationalität USA ist es nicht erlaubt, Anteile von Fonds der JSS Investmentfonds SICAV zu erwerben oder zu halten, und es ist verboten, Personen mit Nationalität oder Domizil USA diese Anteile öffentlich anzubieten, auszugeben oder zu verkaufen. Diese Publikation ist nur für Anleger in Deutschland bestimmt.

Der gesamte Inhalt dieses Dokuments ist urheberrechtlich geschützt (alle Rechte vorbehalten). Das Verwenden, Modifizieren oder Vervielfältigen im Ganzen sowie in Teilen darf allein zum privaten, nicht kommerziellen Gebrauch des Interessenten erfolgen. Dabei dürfen Urheberrechtshinweise und Markenbezeichnungen weder verändert noch entfernt werden. Jede darüber hinausgehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH. Dies gilt auch für die Weitergabe dieses Dokuments.

© J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Frankfurt

# KEPLER FONDS

KEPLER-FONDS Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.

## Investieren in Substanzwerte – Chancenreiche Zukunftsthemen KEPLER Umwelt Aktienfonds

Jahresende 2022 und Jahresanfang 2023 hätten kaum unterschiedlicher ausfallen können. Einer deutlichen Abwärtsbewegung bei Aktien und Anleihen im Dezember steht ein starker Start ins neue Jahr gegenüber.

2022 war in vielerlei Hinsicht ein sehr spezielles und besonders schwieriges Jahr. Der letzte Monat war symptomatisch für das Gesamtjahr. Aktien und Anleihen fielen in gleicher Weise, die gewohnten Effekte einer Stabilisierung der Portfolios durch Diversifikation traten nicht ein.

Im Dezember fielen die globalen Aktienmärkte um mehr als 6 %, während die europäischen Anleihenmärkte knapp über 4 % einbüßten. Auch die erhoffte Jahresendrallye blieb 2022 aus. Die Gründe für diese Bewegung haben sich kaum verändert: Den Marktteilnehmern machen die hohen Inflationsraten nach wie vor Sorgen. Die Notenbanken reagieren mit der Ankündigung von weiteren Zinsschritten, was wiederum Sorgen vor einer drohenden Rezession wachsen lässt.

Die Ankündigungen der Notenbanken und die Erwartungen der Marktteilnehmer divergieren momentan allerdings kräftig. Speziell die US-Zinskurve zeigt an, dass es zu deutlich weniger bzw. geringeren Zinsschritten bis zum sehnlichst erwarteten Höhepunkt bzw. Wendepunkt („Pivot“) in der US-Notenbankpolitik kommen sollte. Andererseits rechnen viele Investoren aufgrund der inversen Zinskurve schon jetzt mit einer kräftigen Rezession im ersten Halbjahr – viel von einem zukünftigen Schreckensszenario ist somit bereits eingepreist. Gleichzeitig gibt es 2023 mehr als nur einen Hoffnungsschimmer und gute Gründe für eine offensivere Positionierung: Die Energiepreise liegen selbst auf EUR-Basis niedriger als vor dem Ausbruch der bewaffneten Auseinandersetzung zwischen der Ukraine und Russland.

Dies lässt eine Abschwächung des Inflationsdrucks erwarten. Vielleicht wird „Basiseffekt“ sogar zum volkswirtschaftlichen Begriff des Jahres 2023. Darauf deuten mittlerweile auch die kurzfristigen Inflationserwartungen hin. Die langfristigen Erwartungen waren ohnehin immer einigermaßen „verankert“, man könnte auch entspannt dazu sagen.

Natürlich ist der Häusermarkt eingebrochen - in den USA schon früher als in Europa - und auch die Auftragseingänge sind zurückgegangen. Dennoch bleiben die Gewinne der Unternehmen bislang erstaunlich stabil. Erst recht kann am Arbeitsmarkt von einer Schwäche nicht die Rede sein.

Stabile Gewinne bei gleichzeitig fallenden Kursen haben bei Aktien dafür gesorgt, dass das Bewertungsniveau deutlich günstiger ist als noch vor einem Jahr. Bei den Emerging Marktes ist das noch ausgeprägter, weil dieses Segment durch die mehrjährige unterdurchschnittliche Wertentwicklung auch vorher schon nicht wirklich teuer war.

**Ein guter Zeitpunkt also, um auf ein Aktieninvestment der [KEPLER-FONDS KAG](#) hinzuweisen, das mit seinem Investmentansatz innovative Umweltstrategien vorantreibt und damit nicht nur einen**

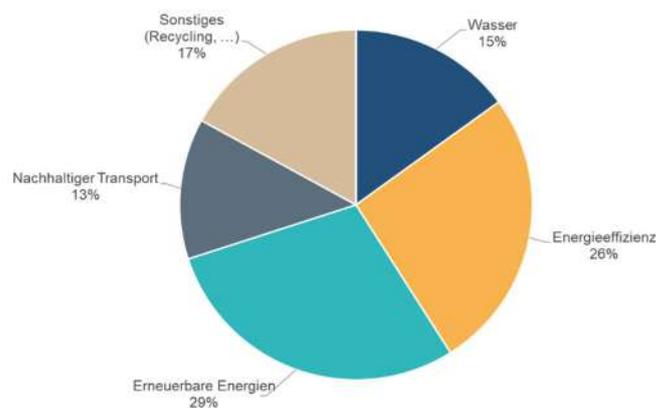
**positiven Beitrag für Mensch und Natur leistet, sondern gleichzeitig attraktive Ertragschancen für Anleger bietet.**

### **Breiter ökologischer Themenmix**

Der [KEPLER Umwelt Aktienfonds](#) investiert gezielt in ökologisch wichtige Zukunftsthemen. Berücksichtigt werden dabei die Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen – 8 von insgesamt 17 sogenannten UN Sustainable Development Goals, die das Thema Umwelt betreffen.

Im Fondsvermögen befinden sich Aktien internationaler Unternehmen, die den Sektoren Erneuerbare Energien, Energieeffizienz, Nachhaltiger Transport und Wasser zuzurechnen sind. Im Energiebereich liegt der Fokus zB auf Solarenergie, Erdwärme, Windkraft oder Bioenergie. Der Themenmix umfasst unter anderem auch Recycling, Abfallentsorgung und Wasserstoff. Zusätzlich werden im Investmentprozess strenge Ausschlusskriterien wie z.B. Atomenergie, Gentechnik oder kontroverses Umweltverhalten berücksichtigt. Als Plattform zur Diskussion und Ideenfindung von neuen Themen aus dem Energie- und Umweltbereich und deren Auswirkungen auf die Veranlagung im KEPLER Umwelt Aktienfonds dient der KEPLER Umweltbeirat.

### **Aktuelle Portfoliostruktur nach Themen**



Stand: Jänner 2023, Quelle: KEPLER-FONDS KAG

### **Nachhaltiger Investmentprozess**

Der KEPLER-Investmentprozess gewährleistet, dass nur in ökologisch verantwortungsvolle Unternehmen investiert wird. In Kooperation mit der Nachhaltigkeitsagentur ISS ESG wird für jedes Unternehmen eine umfassende Nachhaltigkeits- und Umweltanalyse erstellt. Aufgrund der strengen Nachhaltigkeitskriterien, die KEPLER definiert hat, verbleiben aus einem globalen Analyseuniversum von ca. 7.800 Unternehmen ca. 400 im Anlageuniversum. Aus diesen 400 Unternehmen werden unter Berücksichtigung von Value und Quality/Growth-Faktoren ca. 50-60 Einzelwerte selektiert, die ein kompaktes Portfolio ergeben.

Der Managementansatz bevorzugt tendenziell attraktiv bewertete Unternehmen mit positiven, möglichst stabilen Gewinnen und Cashflows.

### **Best-in-Class Ansatz**

Beim KEPLER Umwelt Aktienfonds kommt ein absoluter Best-in-Class Ansatz nach ISS ESG Corporate Rating zum Einsatz. Zusätzlich wird der Fokus auf acht von ISS ESG definierte Umweltziele und die entsprechenden UN SDGs gelegt. Die nachfolgende Grafik zeigt diese Ziele in Verbindung mit den SDGs auf:

Nachhaltige Forst- und Landwirtschaft verwirklichen				Materialverbrauch optimieren	
Die Ressource Wasser schützen				Klimawandel bekämpfen	
Zur nachhaltigen Energieversorgung und -nutzung beitragen				Marine Ökosysteme schützen	
Nachhaltigkeit von Gebäuden fördern				Terrestrische Ökosysteme schützen	

Bei den investierten Unternehmen sind mindestens 50 % des Umsatzes diesen Umweltzielen zuzuordnen. Unternehmen werden nach sozialer und ökologischer Performance anhand von ausgewählten sozialen, ökologischen und Governance-Kriterien beurteilt. Alle Kriterien werden einzeln gewichtet, bewertet und schließlich zu einer Gesamtnote aggregiert. Jene Unternehmen, die im Rahmen des ISS ESG Corporate Ratings zu den führenden Unternehmen ihrer Branche zählen und die branchenspezifischen Mindestanforderungen erfüllen, werden von ISS ESG mit dem „Prime Status“ ausgezeichnet. Im KEPLER Umwelt Aktienfonds befinden sich überwiegend Prime-Unternehmen, es dürfen aber auch bis zu maximal 40 % des Fondsvolumens in Unternehmen mit einem Rating zwei Stufen unter „Prime“ investiert werden, wenn ein starker Umweltbezug gegeben ist (hohe EU Taxonomie- und/oder SDG-Umsatzanteile).

Als Beispiele im Portfolio können hier die Unternehmen Enphase Energy und Kurita Water Industries genannt werden. Enphase Energy ist ein weltweit tätiges amerikanisches Unternehmen, welches sich ausschließlich mit dem Design, der Entwicklung, der Herstellung und dem Verkauf von Mikro-Wechselrichtersystemen für die Solar-Photovoltaik-Industrie beschäftigt und prämierte Batterie-Speicherlösungen für Eigenheime herstellt. Das Unternehmen liefert einen Beitrag zu den UN SDGs „Bezahlbare und Saubere Energie“ (SDG 7) und „Maßnahmen zum Klimaschutz“ (SDG 13). Kurita Water Industries als japanischer Hersteller von Anlagen und Chemikalien zur Wasseraufbereitung liefert einen Beitrag zu den UN SDGs „Sauberes Wasser und Sanitäreinrichtungen“ (SDG 6) und „Leben unter Wasser“ (SDG 14) und ist damit ebenfalls im KEPLER Umwelt Aktienfonds vertreten.

### Ausschlusskriterien

Zusätzlich zum Best-in-Class Ansatz werden umfassende, von KEPLER definierte [Ausschlusskriterien](#) angewendet. Diese Ausschlusskriterien kommen sowohl auf Ebene der Geschäftsfelder (Sector-Based Screening) als auch auf Ebene der Geschäftspraktiken von Unternehmen (Norm-Based Research) zum Einsatz. Zudem sind die Kriterien konform mit den Vorgaben der österreichischen Bischofskonferenz (FinAnKo).

### Qualitäts-Siegel

Hohe Kompetenz und Transparenz bei Nachhaltiger Geldanlage werden immer wichtiger. Deshalb vertrauen bereits seit dem Jahr 2000 institutionelle und private Investoren auf ESG Portfolios der KEPLER-FONDS KAG. KEPLER erfüllt international anerkannte [Qualitätskriterien](#) für nachhaltige



Anlageprodukte und Dienstleistungen (u.a. UN PRI). Der KEPLER Umwelt Aktienfonds trägt das Österreichische Umweltzeichen für nachhaltige Finanzprodukte, das Eurosif-Transparenz-Logo und fördert ökologische und soziale Merkmale gemäß Artikel 8+ der EU-Offenlegungsverordnung. Informationen zu den nachhaltigkeitsrelevanten Aspekten des Fonds sind dem aktuellen Prospekt unter [www.kepler.at](http://www.kepler.at) zu entnehmen.

### **Eckdaten KEPLER Umwelt Aktienfonds**

ISIN (T):	AT000UMWELT5
ISIN institutionelle Tranche (T):	AT0000A2STU6
Fondsvermögen in Mio.:	EUR 186,84
Managementgebühr:	1,00 % p.a
Ausgabeaufschlag:	4,00 %

### **Ihr Ansprechpartner**



Georg Eichelsberger  
Institutional Sales  
[georg.eichelsberger@kepler.at](mailto:georg.eichelsberger@kepler.at)  
Telefon: +43 732 6596 25365

### **Risikohinweis, Haftungsausschluss**

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine **Marketingmitteilung**, die von der KEPLER-FONDS Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. (KEPLER-FONDS KAG), 4020 Linz, Österreich erstellt wurde. Sie wurde nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Diese Marketingmitteilung stellt weder eine Anlageberatung, eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf noch ein Angebot oder eine Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Veranlagungen dar. Die enthaltenen Angaben, Analysen und Prognosen basieren auf dem Wissensstand und der Markteinschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung - vorbehaltlich von Änderungen und Ergänzungen. Die KEPLER-FONDS KAG übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der Inhalte und für das Eintreten von Prognosen.

Die Inhalte sind unverbindlich. Da jede Anlageentscheidung einer individuellen Abstimmung auf die persönlichen Verhältnisse (z.B. Risikobereitschaft) des Anlegers bedarf, ersetzt diese Information nicht die persönliche Beratung und Risikoaufklärung durch den Kundenberater im Rahmen eines Beratungsgesprächs. Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Finanzinstrumente und Veranlagungen mitunter erhebliche Risiken bergen.

Angaben über die Wertentwicklung beziehen sich auf die Vergangenheit und stellen daher keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar. Währungsschwankungen bei Nicht-Euro-Veranlagungen können sich auf die Wertentwicklung ertrags erhöhend oder ertragsmindernd auswirken. Aus der Veranlagung können sich steuerliche Verpflichtungen ergeben, die von den jeweiligen persönlichen Verhältnissen des Kunden abhängen und künftigen Änderungen unterworfen sein können. Diese Information kann daher nicht die individuelle Betreuung des Anlegers durch einen Steuerberater ersetzen. Die beschränkte Steuerpflicht in Österreich betreffend Steuerausländer impliziert keine Steuerfreiheit im Wohnsitzstaat. Die Wertentwicklung von Fonds wird entsprechend der OeKB-Methode, basierend auf den veröffentlichten Fondspreisen, ermittelt. Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass sich die Zusammensetzung des Fondsvermögens in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Regelungen ändern kann. Im Rahmen der Anlagestrategie von Investmentfonds kann überwiegend in Investmentfonds, Bankeinlagen und Derivate investiert oder die Nachbildung eines Index angestrebt werden. Fonds können erhöhte Wertschwankungen (Volatilität) aufweisen. In durch die FMA bewilligten Fondsbestimmungen können Emittenten angegeben sein, die zu mehr als 35 % im Fondsvermögen gewichtet sein können. Marktbedingte geringe oder sogar negative Renditen von Geldmarktinstrumenten bzw. Anleihen können den Nettoinventarwert von Investmentfonds negativ beeinflussen bzw. nicht ausreichend sein, um die laufenden Kosten zu decken.

Anleger oder potentielle Anleger finden die Zusammenfassung ihrer Anlegerrechte und der Instrumente zur kollektiven Rechtsdurchsetzung auf Deutsch und Englisch unter <https://www.kepler.at/de/startseite/beschwerden.html>. Es wird darauf hingewiesen, dass die KEPLER-FONDS KAG den Vertrieb ihrer Fondsanteile im Ausland jederzeit beenden kann.

Der aktuelle Prospekt (für OGAW) sowie die Wesentlichen Anlegerinformationen - Kundeninformationsdokument (KID) sind in deutscher Sprache bei der KEPLER-FONDS KAG, Europaplatz 1a, 4020 Linz, den Vertriebsstellen sowie unter [www.kepler.at](http://www.kepler.at) kostenlos erhältlich. Ausführliche Risikohinweise und Haftungsausschluss unter [www.kepler.at](http://www.kepler.at).

**Herausgeber**

KEPLER-FONDS4020 Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Europaplatz 1a | Linz | Internet: [www.kepler.at](http://www.kepler.at)



# TELOS Kompendium (Spezial)

## Inflation: Umfeld und Anlagelösungen

Februar 2023

Verfasser: **WERNER KRÄMER**  
Geschäftsführer & Economic Analyst

Verfasserin: **DESIREE SAUER**  
Vice President, Investment-Spezialistin

LAZARD | 175  
ASSET MANAGEMENT YEARS

## Inflation: Umfeld und Anlagelösungen

Das Jahr 2022 gehört mit den Jahren 2008 (Finanzmarktkrise) und 2002 (endgültiges Platzen der Dotcom-Blase) zu den schlimmsten der jüngeren Kapitalmarktgeschichte. Ursächlich hierfür war ein weitgehend unerwartetes bzw. lange unterschätztes Wiedererwachen der Inflation. Nachdem Preisrisiken seit Jahrzehnten keine wesentliche Rolle an den Kapitalmärkten gespielt hatten, kam es in den USA und Europa im Laufe des Jahres 2022 vorübergehend sogar zu zweistelligen Konsumentenpreissteigerungsraten, was es seit den 1970er Jahren nicht mehr gegeben hatte.

Oberflächlich betrachtet war diese Wiederkehr der Inflation lediglich eine Folge der Covid-Pandemie und des unerwarteten Angriffs Russlands auf die Ukraine im Februar 2022, was zu Verwerfungen an den Gütermärkten, Lieferengpässen, Verknappungen von Rohstoffen und Halbleitern sowie in Gänze zu einer globalen Störung des Warenaustauschs zwischen den einzelnen Wirtschaftsräumen geführt hat. Tieferliegend muss man aber anerkennen, dass die Geld- und Fiskalpolitik, die seit der Finanzmarktkrise auf dauerhafte, permanente Expansion geschaltet hatte, sich rückblickend als extrem guter Nährboden für Inflationsdruck in einer Situation des Angebotsschocks erwiesen hat.

Über die letzte Dekade waren Volkswirte eher überrascht, dass das permanente Gelddrucken der Zentralbanken und Schuldenmachen der Staaten seit 2008 keinen messbaren Einfluss auf die Preise hatten. Jetzt weiß man, dass eine überexpansive Geld- und Fiskalpolitik tatsächlich Risiken birgt, dass sie aber erst dann zu ernsthafter Inflation führt, wenn es realwirtschaftlich einen Auslöser für die Inflation gibt, sie dann aber trendverstärkend wirkt. Jedenfalls kann man die in den letzten Jahren in der Wissenschaft entwickelte „Modern Monetary Theory“ als „Voodoo Economics“ zu den Akten legen. Geldpolitik, Fiskalpolitik und Inflation hängen eng zusammen, wenn auch mit großen Wirkungsverzögerungen, genauso, wie es die „orthodoxe“ Volkswirtschaftslehre schon immer behauptet hat.

Die erwachende Inflation und die steigenden Geldmarktzinsen belasteten natürlich am stärksten die Rentenmärkte, wie die explodierende Volatilität zeigt. Sie waren aber auch für alle anderen Assetklassen ein Problem. Wir erlebten im Jahr 2022 ein wahres „annus horribilis“, in dem die Korrelationen fast aller (liquiden) Assetklassen gegen eins gingen, denn der Zinsanstieg und damit die Wertverluste an den Rentenmärkten rissen alle Risikoassets mit nach unten. Praktisch alle Kapitalanlagen erlebten im vergangenen Jahr eine negative Wertentwicklung.

Seit langem war klar, dass die hohen Inflationsraten angesichts dahinter zurückbleibender Lohnsteigerungen die Kaufkraft der Konsumenten senken würden. Pandemie und Krieg hemmten die Investitionsbereitschaft der Unternehmen. Die Schwäche Chinas in Folge der Immobilienkrise und der Lockdowns der Null-Covid-Strategie gefährdete zudem die gesamte Weltwirtschaft.

So verstärkten sich dann in den letzten Monaten noch die Befürchtungen, dass die stark steigenden Zinsen die Unternehmen zusätzlich belasten und sich insbesondere negativ auf den Immobilienmarkt auswirken werden, weil sich die Kosten der Baufinanzierung massiv erhöht haben. Zudem stockt in einer solchen globalen Krise der Außenhandel, was sich auf die exportstarken Länder Kerneuropas besonders negativ auswirkt.

Vor diesem Hintergrund ist es nicht besonders überraschend, dass sich die Anzeichen für eine mögliche Rezession immer mehr verdichteten. Man könnte auch formulieren, dass die Anleger erkannten, dass die Inflation in einer Situation, wie wir sie heute haben, nur unter Inkaufnahme einer Rezession eingedämmt werden kann und die Zentralbanken dazu auch bereit sind. Sich abschwächende Einkaufsmanagerindizes, eine sinkende Expansion der Geldmengenaggregate und eine Invertierung der Zinsstrukturkurven machen deutlich, dass eine globale Rezession droht.

Um den Rückblick mit einer positiven Note zu schließen, sei darauf hingewiesen, dass die Märkte (und die Konsumenten) das Vertrauen in die Zentralbanken noch nicht verloren haben. Trotz des starken Anspringens der Inflation im Jahresverlauf haben sich die Inflationserwartungen nicht wesentlich in die Richtung des höheren Niveaus der aktuellen Inflationsraten erhöht. Die Märkte glauben also den Aussagen der Zentralbanken, dass sie alles tun werden, um die Inflation in den Griff zu bekommen und dass die Preissteigerungsraten auf längere Sicht auf Niveaus um 2,5 % absinken werden. Dies ist eine wesentliche Erleichterung, denn man weiß aus der Vergangenheit, dass es massive Folgen für die Welt hat, wenn die Menschen den Glauben in die Fähigkeit der Zentralbanken, Preisstabilität zu garantieren, verlieren.

Die Entwicklung der Kapitalmärkte im Jahr 2023 wird davon abhängen, wie scharf die globale Rezession ausfällt, wie deutlich und schnell die Inflation zurückgeht und wie die Zentralbanken auf diese Situation reagieren.

Positiv ist zu vermerken, dass eine globale Rezession in 2023 zwar sehr wahrscheinlich ist, aber die Gefahr, dass es ein sehr scharfer Einbruch werden könnte, zuletzt zurückgegangen ist. Die Weltkonjunktur hat sich in den letzten Monaten als überraschend resilient erwiesen. China hat die Null-Covid-Strategie aufgehoben und versucht, den kriselnden Immobilienmarkt zu stützen, was die dortige Konjunkturschwäche dämpft.

Die Unternehmensdaten zeigen weltweit noch immer eine gewisse Robustheit. Der Arbeitsmarkt ist extrem stabil, weil angesichts überall knappen Personals auch in einer Krise kaum Mitarbeiter entlassen werden. Die Gefahren einer echten Energiekrise mit Rationierungen (vor allem in Europa) sind eher geringer geworden. Zudem greifen allmählich die Energiehilfen der einzelnen Länder, sodass sich der private Verbrauch behaupten könnte. Insgesamt spricht dies für eine gute Chance, dass die erwartete Rezession recht milde ausfällt (natürlich immer unter der Annahme, dass der Ukraine-Krieg nicht weiter eskaliert und dass die Covid-Pandemie in China nicht außer Kontrolle gerät).

Auf der negativen Seite ist zu vermerken, dass der Höhepunkt des Inflationsdrucks weltweit zwar vermutlich hinter uns liegt, weil die zyklischen Komponenten der Inflation (Energiepreise) sich deutlich abschwächen („Peak Inflation“), dass aber die strukturellen Bestandteile des Preisdrucks verhindern werden, dass der Inflationsrückgang ganz schnell und problemlos verläuft. So war zuletzt zu vermerken, dass der Rückgang der Dienstleistungspreise weniger schnell erfolgt als im verarbeitenden Gewerbe. Dies liegt zum Teil daran, dass die Arbeitsmärkte ziemlich eng bleiben. Hier spielt auch die Demographie eine Rolle. Zudem muss man die vielen staatlichen Eingriffe in vielen Ländern als inflationär ansehen ebenso wie die Bekämpfung des Klimawandels durch die Internalisierung der negativen externen Kosten der Produktion in die Preisbildung (Greenflation). Insgesamt wird es möglich sein, die sogenannte „Headline Inflation“ relativ schnell abzusenken, wengleich die Kernraten ein längerfristiges Problem darstellen werden.

Vor diesem Hintergrund ist nicht klar, wie die Zentralbanken agieren. Die Märkte haben zwar eingepreist, dass Fed und EZB bis Mitte 2023 weitere Zinserhöhungen vornehmen, aber sie erwarten dann relativ schnell eine stabile Geldpolitik oder gar Zinssenkungen. Dies passt nicht so recht in die Vorstellung einer nur milden Rezession bei einer hartnäckig verharrenden Kerninflationsrate. Hier könnten für die Kapitalmärkte Risiken bestehen, wenn dieser „Leitzinsoptimismus“ sich als trügerisch erweist.

Abgesehen von diesem (begrenzten) Leitzinsrisiko sind wir für den Rentenmarkt im Jahr 2023 eher optimistisch. Auf Basis der Inflationserwartungen sind viele Realrenditen mittlerweile wieder positiv. Ein genauer Blick lohnt sich bei fast allen Segmenten, seien es (dänische) Pfandbriefe, Unternehmensanleihen, (Nordic) High Yield, Nachranganleihen oder Emerging Markets-Anleihen. Die stark angestiegenen Renditen liegen mittlerweile über den Anlagezielen der meisten Investoren. Die Zeit, in der Anleihen kaum noch eine Funktion in der Kapitalanlage hatten, ist definitiv vorüber. Der Zins ist zurück!

Natürlich spielt die alternative Kapitalanlage am Aktienmarkt oder im Rahmen von Total Return-Konzepten mit Multi Asset-Ideen auch bei diesem höheren Zinsniveau am Rentenmarkt eine wichtige Rolle. Die Bewertungen am Aktienmarkt sind nach dem Ausverkauf des letzten Jahres deutlich heruntergekommen, weil die Kurse gefallen, die Erwartungen für die Unternehmensgewinne aber relativ unverändert geblieben sind. Die Erwartungen sind vermutlich angesichts der kommenden Rezession etwas zu hoch, aber die Bewertungen preisen wieder einen Risikopuffer und mehr Potenzial ein.

Das vielfach gehörte „There Is No Alternative (TINA)“-Argument, also die Tatsache, dass große Teile des Rentenmarkts so unattraktiv sind und als Anlagealternative kaum noch infrage kommen, gilt als Argument für Aktienanlagen definitiv nicht mehr. Dennoch sind die Gewinnrenditen und Dividendenrenditen relativ zu den Renditen am Rentenmarkt immer noch in Ordnung, zumindest in Europa. Balanced-Mandate bzw. Multi-Asset-Ansätze könnten in diesem Umfeld eine Renaissance erleben. Aktien sind wieder günstiger und damit chancenreicher, Renten bieten einen attraktiven Kupon und wieder mehr Sicherheit.

Trotz aller Risiken sind wir mittelfristig moderat optimistisch für Risikoassets, also nicht nur für Aktien, sondern analog für Unternehmensanleihen, Anleihen der europäischen Peripherie, High Yield und Emerging Markets-Anleihen, Nachrangtitel, dänische Pfandbriefe und Wandelanleihen. Die Zentralbanken werden die Gangart zwar weiter verschärfen und die Liquidität verknappen, diesen Schritt aber sehr vorsichtig angehen, um die Rezessionsrisiken und die Marktreaktionen mit ins Kalkül zu ziehen. Langfristig würde es sich überaus positiv auswirken, wenn es den Zentralbanken gelänge, die Inflation rechtzeitig einzudämmen und die Inflationserwartungen endgültig zu stabilisieren.

Es gilt weiterhin unser grundsätzliches Credo: Als Investor muss man langfristig im Sinne strategischer Asset Allocation denken und sich nicht an kurzfristigen Entwicklungen und Jahresprognosen ausrichten. Ein wohldiversifiziertes, strategisches Portfolio umfasst Anleihen (und vielleicht auch Gold wegen des Stabilitätscharakters) und Aktien, weil sie langfristig outperformen und von der Zentralbankpolitik unterstützt werden. Der Verzicht auf eine breite Streuung in die verschiedenen Assetklassen und Regionen wäre ein unnötiges Risiko.

In den folgenden zwei Abschnitten möchten wir zwei Anlagekonzepte vorstellen, welche aus unserer Sicht gut in das derzeitige Marktumfeld passen. Bei Lazard Global Equity Franchise handelt es sich um ein globales Aktienkonzept, bei Lazard Emerging Markets Corporate Debt um ein Schwellenländer-Rentenkonzept. Beide Strategien bietet Lazard sowohl als Spezialfondslösung als auch als Publikumsfonds an.

## (1) Lazard Global Equity Franchise

Das Rückschlagsrisiko bei der Aktienanlage ist weiterhin ausgeprägt, denn innerhalb kurzer Zeit haben sich die Bedingungen an den Aktienmärkten radikal verändert: Von einem Marktumfeld, das durch niedrige Zinsen und durch ein starkes Gewinnwachstum geprägt war, zu einem Umfeld mit höherer Inflation und steigenden Zinsen. Dabei handelt es sich um mehr als nur eine kurzfristige Anpassung. Es ist ein struktureller Wandel im Gange, der über kurz oder lang viele Anleger dazu zwingen wird zu prüfen, welche Unternehmen ihnen tatsächlich einen langfristigen Wert bieten.

Vor diesem Hintergrund ist aus unserer Sicht eine Anlage in Substanzwerte sinnvoll. So könnten Qualitätstitel das Verlustrisiko reduzieren, denn diese weisen neben einer großen Sicherheit, einen niedrigen Verschuldungsgrad, Stabilität sowie Prognostizierbarkeit auch Profitabilität auf. Die langfristige Outperformance des Qualitäts-Faktors gegenüber dem Markt ist wissenschaftlich belegt.

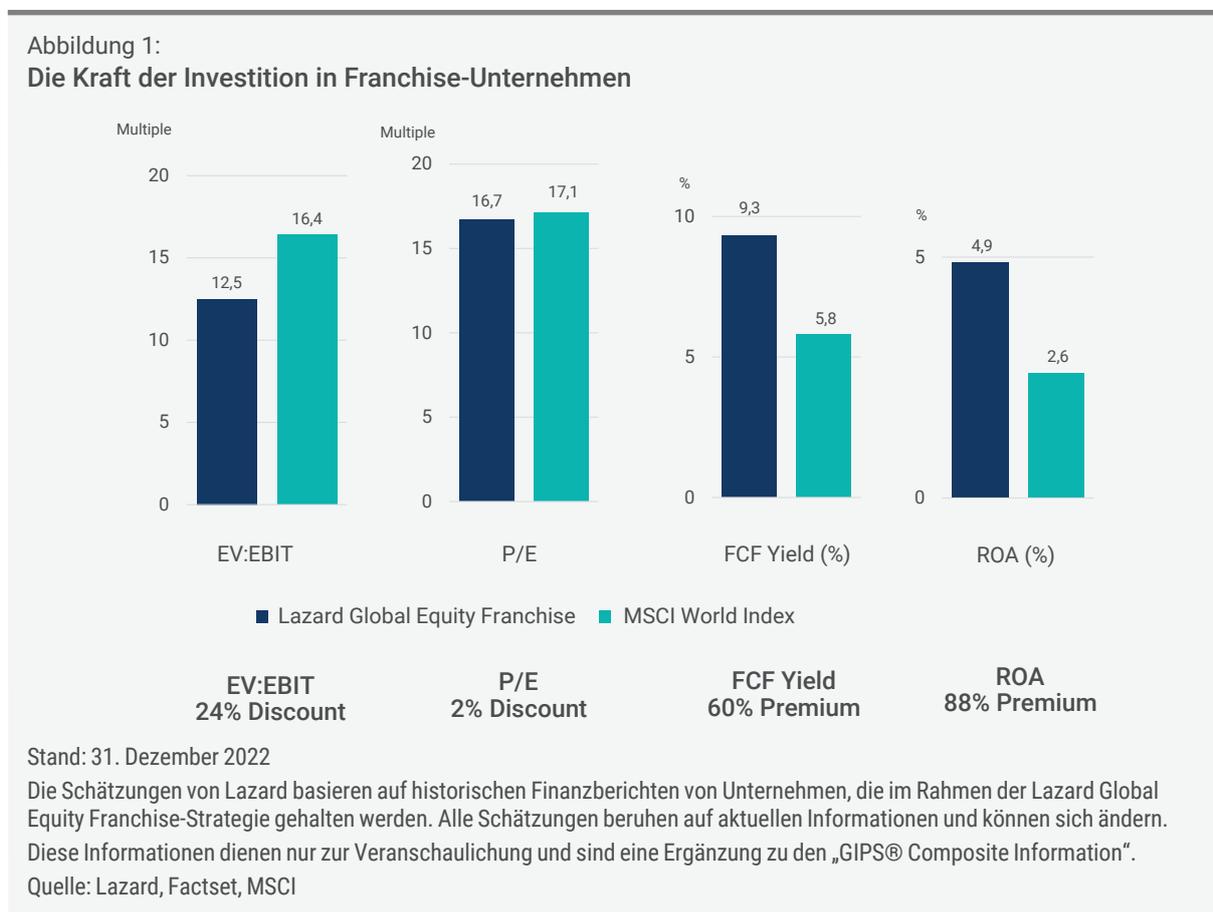
Lazard investiert mit der Global Equity Franchise-Strategie in eine Unterkategorie der Qualitätstitel, in sogenannte Economic Franchise-Unternehmen. Mit Economic Franchise sind nicht, wie der Name suggerieren könnte, Franchise-Unternehmen im klassischen Sinne (wie McDonald`s, Burger King, etc.) gemeint, sondern Unternehmen, die einen **ökonomischen** Franchise-Charakter aufweisen. Das sind Unternehmen, die sich durch gut prognostizierbare Cashflows sowie große Wettbewerbsvorteile auszeichnen und in der Regel eine auskömmliche Dividende zahlen. Diese Aktienunternehmen erzielen entweder regulierte Erträge (z. B. Infrastrukturunternehmen) oder verfügen über signifikante wirtschaftliche Markteintrittsbarrieren und Wettbewerbsvorteile. Die Wettbewerbsvorteile solcher Firmen ergeben sich dabei aus einem oder mehreren der folgenden Faktoren:

- **Ein natürliches Monopol**
- **Kostenführerschaft (Skalenvorteile)**
- **Netzwerkeffekte (wenn der Wert eines Netzwerks mit der Anzahl der Nutzer steigt)**
- **Starke Markenpositionierung und geistiges Eigentum**
- **Hohe Wechselkosten**

Economic Franchise-Unternehmen sind aufgrund der genannten Eigenschaften insbesondere im aktuellen inflationären Marktumfeld interessant. Sie verfügen häufig über Preissetzungsmacht, sind also in der Lage, höhere Kosten an die Verbraucher weiterzugeben, ohne dass dadurch die Nachfrage automatisch sinkt. So besteht, beispielsweise durch regulatorische oder konzessionäre Vereinbarungen im Infrastrukturbereich, eine starke Inflationsabsicherung. „Unregulierte“ Franchise-Unternehmen verfügen wiederum über Preissetzungsmacht und eine relativ geringe Anlageintensität sowie häufig über eine relativ unelastische Nachfrage.

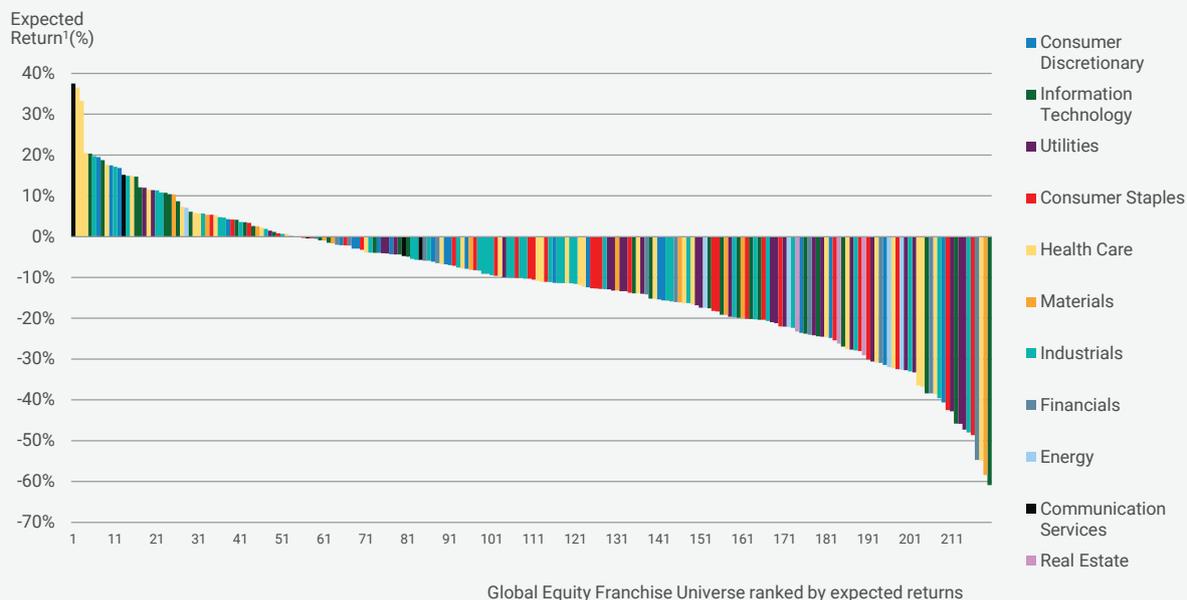
Im Vergleich zum breiteren Markt haben Economic Franchise-Unternehmen in der Vergangenheit zudem höhere und stabilere Gewinnspannen aufgewiesen, welche in einem inflationären Umfeld hilfreich sind.

Franchise-Unternehmen erwirtschaften in der Regel relativ hohe Erträge für jeden investierten Dollar, was dem Management die Möglichkeit gibt, Kapital an die Aktionäre zurückzugeben (in Form von Dividenden, Aktienrückkäufe) oder in die Zukunft des Unternehmens zu investieren. Diese Eigenschaften haben unser Portfoliomanagementteam veranlasst, ein Portfolio mit deutlich höherer freier Cashflow- und Kapitalrendite aufzubauen, welches gleichzeitig zu niedrigeren Bewertungen gehandelt wird (siehe Abbildung 1).



Allerdings ist bei einem Investment in ein Economic Franchise eine strikte Bewertungsdisziplin essenziell, um von den Vorteilen der Economic Franchise-Unternehmen zu profitieren. Bei diesen Qualitätsunternehmen besteht nämlich die Gefahr, zu viel für die Aktie zu bezahlen. Überhöhte Preise können jedoch langfristige Renditen schmälern. Da Value-Titel wiederum aber häufig Bewertungsfallen sind, verbindet das Lazard Global Equity Franchise-Team Quality mit Value und konzentriert sich auf den positiven Bereich beider Entscheidungskriterien. Das Team preist eine Sicherheitsmarge ein und investiert nur in solche Unternehmen, die mit einem Abschlag gegenüber ihres intrinsischen Wertes notieren.

Abbildung 2:  
Value Rank by Sector



Stand: 31. Dezember 2022

<sup>1</sup> Über 3 Jahre, unter der Annahme, dass alle Aktien in 3 Jahren zu unserer Bewertung gehandelt werden. Die in dieser Grafik enthaltenen Meinungen und Schätzungen beruhen auf aktuellen Informationen und können sich ändern. Es sollte nicht davon ausgegangen werden, dass eine Investition rentabel war oder sein wird. Die erwarteten Renditen stellen keine Zusage oder Garantie für zukünftige Ergebnisse dar und können sich ändern. Jeder Balken stellt die erwartete Rendite einer einzelnen Aktie pro Jahr für die nächsten drei Jahre dar. Dies basiert auf einem Vergleich der intrinsischen Bewertung der Aktie durch das Global Equity Franchise Team von Lazard in drei Jahren, dem heutigen Marktpreis der Aktie und den prognostizierten Zwischendividenden. Währung: AUD

Auch Umwelt-, Sozial- und Corporate-Governance-Faktoren (ESG) werden im Anlageprozess berücksichtigt, denn aus Sicht des Teams sind Unternehmen, die ESG-Risiken nicht berücksichtigen, weniger prognostizierbar und anfälliger für negative Schocks sind.

Insgesamt ist das Team überzeugt, dass das Portfolio auch bei anhaltendem Inflationsdruck gut positioniert ist, da die Qualität der Erträge der Unternehmen hoch ist und die Bewertungsdisziplin darauf abzielt, dieses Ertragspotenzial nicht überzubewerten. Das derzeitige Umfeld ist für disziplinierte Stockpicker günstig, da die Marktvolatilität zwangsläufig Investitionsmöglichkeiten in Franchise-Unternehmen zu attraktiven Bewertungen eröffnet.

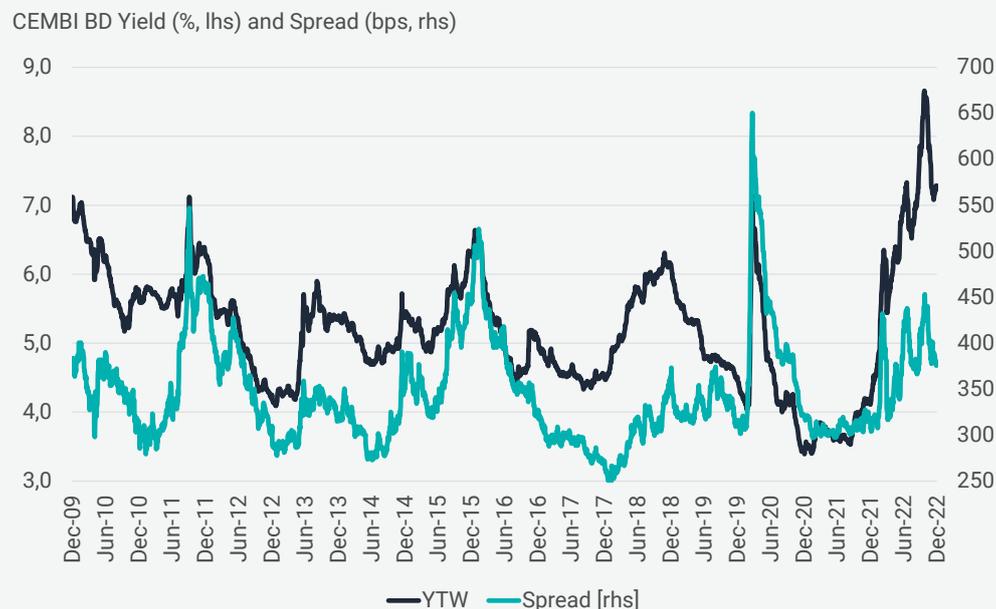
Die Strategie wird von einem erfahrenen Team verwaltet, das an verschiedenen Standorten auf der ganzen Welt tätig ist. Zu dem Team gehören John Mulquiney, Warryn Robertson Anthony Rohrlach und Gary Yan in Sydney, Matt Landy und Edward Keating in New York sowie Bertrand Cliquet in London. Das Team arbeitet seit 2005 bei Lazard zusammen mit Ausnahme von Gary Yan, der 2019 hinzu kam. Die Spezialisten im Portfoliomanagement werden von unserem globalen Netzwerk an Analysten unterstützt. So kann das Team auf die umfangreichen Ressourcen von Lazard Asset Management weltweit zurückgreifen, zu denen über 250 Anlageexperten gehören. Mit seiner langjährigen Erfahrung und der umfassenden Kompetenz kann das Team eine starke Erfolgsbilanz vorweisen.

## (2) Lazard Emerging Markets Corporate Debt

2021 und insbesondere 2022 waren zwei schwierige Jahre für Schwellenländeranleihen. Die Auswirkungen der Coronapandemie, gestörte Lieferketten, strengere Finanzierungsbedingungen, die Verlangsamung des globalen Wachstums, der Krieg in der Ukraine und Chinas kriselnder Immobiliensektor setzten den Anleihen der Emerging Markets stark zu.

Lazard ist jedoch der festen Überzeugung, dass die Aussichten für das Jahr 2023 deutlich besser sind. Festverzinsliche Wertpapiere, die lange als „langweilige“ Anlageklasse im Vergleich zu Aktien galten, haben wieder an Fahrt aufgenommen. Dies gilt insbesondere für Unternehmensanleihen aus den Schwellenländern, denn diese bieten Anlegern höhere Renditen und Spreads im Vergleich zu Papieren mit ähnlicher Bonitätseinstufung aus den USA und Europa, die es zuletzt zu Zeiten der Finanzmarktkrise 2008 gab.

Abbildung 3:  
EMD Corporate Spread & Yields



Stand: 31. Dezember 2022

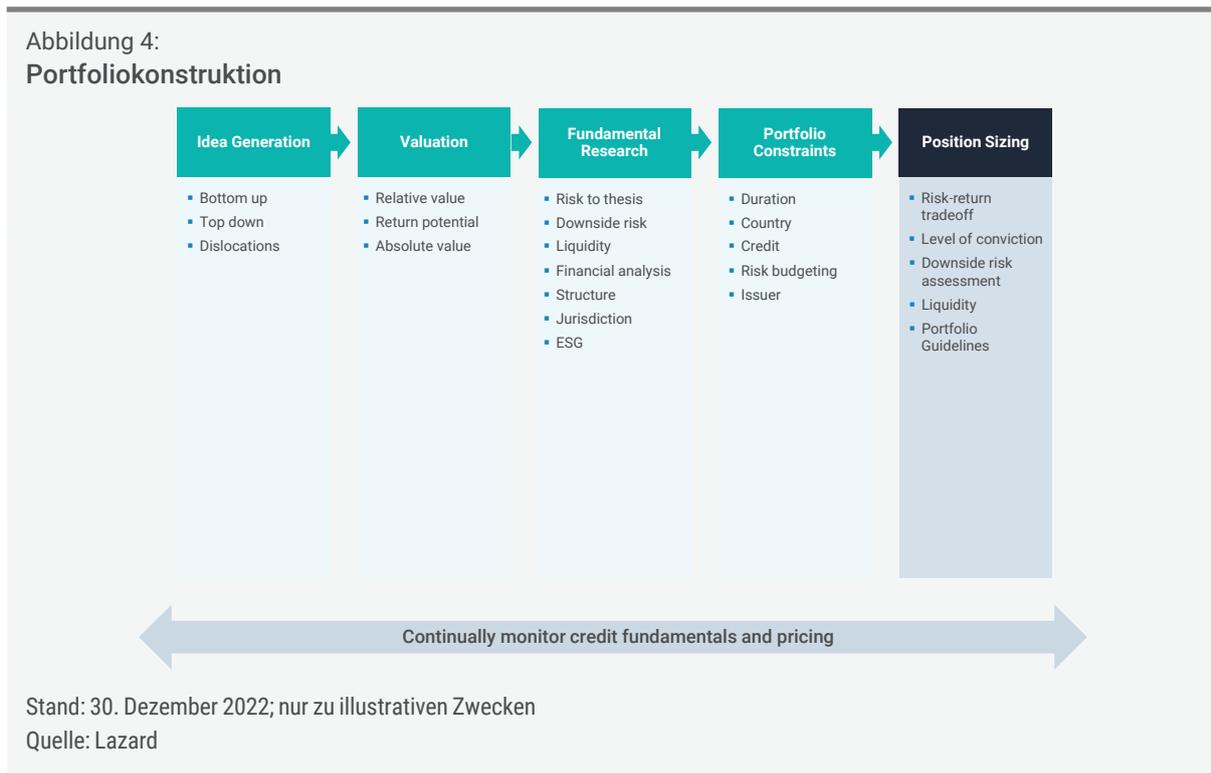
Quelle: Barclays, Bloomberg, Lazard, JP Morgan, S&P

Wichtig hierbei ist, dass die höheren Renditen das Ergebnis von Marktineffizienzen sind und keine Kompensation für das höhere Kreditrisiko darstellen. Diese Marktineffizienzen haben sich in den zwei Jahrzehnten der Geschichte der Anlageklasse hartnäckig gehalten. Die Gründe für die Ineffizienzen sind vielfältig. Zum einen gibt es nur wenige auf die Assetklasse spezialisierte Investoren. Zum anderen meiden viele Anleger diese Assetklasse aufgrund des Labels „Schwellenländer“. Hinzu kommt, dass Unternehmensanleihen aus den Schwellenländern weniger liquide sind im Vergleich zu ihren US-amerikanischen Pendanten, d.h. die Emissionen sind kleiner und die Geld-Brief-Spannen in der Regel größer.

Insgesamt sind wir bei Lazard der Überzeugung, dass die Märkte für Unternehmensanleihen der Schwellenländer strukturell attraktiv sind. Anleger profitieren einerseits von der „Überkompensation“ des Kreditrisikos und andererseits von einer hohen Diversifikation zu anderen festverzinslichen Anlagen.

Um die Rendite- und Diversifizierungsvorteile für unsere Kunden zu nutzen, verfolgt das Portfoliomanagement-Team einen rigorosen Bottom-up-Ansatz, welcher durch eine Top-down-Analyse ergänzt wird. Ziel ist die Konstruktion eines Portfolios mit hohem Ertragsniveau bei gleichzeitiger Begrenzung der Kapitalverluste. Hierfür investiert das Team in Emittenten mit guten Geschäftsmodellen, deren Anleihen überzeugende risikobereinigte Renditen bieten.

Lazards Investmentprozess für Schwellenländerunternehmen folgt einem disziplinierten dreistufigen Framework (Abbildung 4).



Die Analyse von ESG-Faktoren ist Teil des Prozesses, denn starke ESG-Faktoren weisen auf eine größere Widerstandsfähigkeit hin, während schwache Faktoren erhebliche Risiken bergen, wenn sie übersehen werden. Wir sind der Meinung, dass ESG-Faktoren einen direkten Einfluss auf die Credit-Spreads haben. Das Ziel der ESG-Analyse besteht letztlich darin festzustellen, ob die Risiken angemessen entschädigt werden.

Das Portfoliomanagement-Team um die Lazard Emerging Markets Corporate Debt-Strategie besteht aus Adam Borneleit, Denise Simon, Arif Joshi und Darren Madden, welche in New York ansässig sind. Adam Borneleit ist für die Portfoliokonstruktion zuständig, einschließlich der Bottom-up-Wertpapierauswahl, während Denise Simon und Arif Joshi in erster Linie für Top-down-Entscheidungen verantwortlich sind, einschließlich der Verwendung des Risikobudgets und der Sicherstellung, dass Länderrisiken, sofern relevant, angemessen berücksichtigt werden. Ein engagiertes und erfahrenes Team von Research-Analysten, Händlern und Risikomanagern unterstützt das Portfolio-Management-Team.

Verfasser: Werner Krämer  
E-Mail: werner.kraemer@lazard.com

Verfasserin: Desiree Sauer  
E-Mail: desiree.sauer@lazard.com

## Kontakte/Ansprechpartner



Vorname Name **Andreas Blanck**  
Titel / Funktion **Leiter Vertrieb Institutionelle Anleger**  
Telefon (0049) (40) 35 72 90 - 26  
E-Mail andreas.blanck@lazard.com



Vorname Name **Daniela Weißenborn**  
Titel / Funktion **Leiterin Vertrieb Third Party Distribution**  
Telefon (0049) (69) - 50606 - 190  
E-Mail: daniela.weissenborn@lazard.com

Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC oder verbundener Unternehmen („Lazard“) wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten. Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC oder verbundenen Unternehmen („Lazard“) ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt.

Keine Aussagen in diesem Dokument stellen eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handeln eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes, sonstigen Vermögenswertes oder einer Investmentdienstleistung dar. Anlagen in Wertpapiere, Derivaten und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer Investmentfonds, enthalten höhere Risiken, und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann. Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.

Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen. Bitte informieren Sie sich auf [www.lazardassetmanagement.com](http://www.lazardassetmanagement.com) über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.

Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Neue Mainzer Straße 75, 60311 Frankfurt am Main.

# KONZEPTE & ANLAGELÖSUNGEN

## IMMER EINEN SCHRITT VORAUS

Wir bei Lazard Asset Management stehen für **Unabhängigkeit, Transparenz, langjährige Investmentexpertise** und **Kundennähe**.

### UNSERE KERNKOMPETENZEN:

- Globale Investmenterfahrung
- Lokale Präsenz in Frankfurt und Hamburg
- Berater mit langjähriger Kenntnis über Anforderungen deutscher institutioneller Anleger
- Maßgeschneiderte innovative Anlagekonzepte als Spezial- oder Publikumsfonds

Durch diese Eigenschaften sind wir heute einer der **weltweit erfolgreichsten Vermögensverwalter**.



**BESUCHEN SIE UNS UNTER**  
[www.lazardassetmanagement.com](http://www.lazardassetmanagement.com)

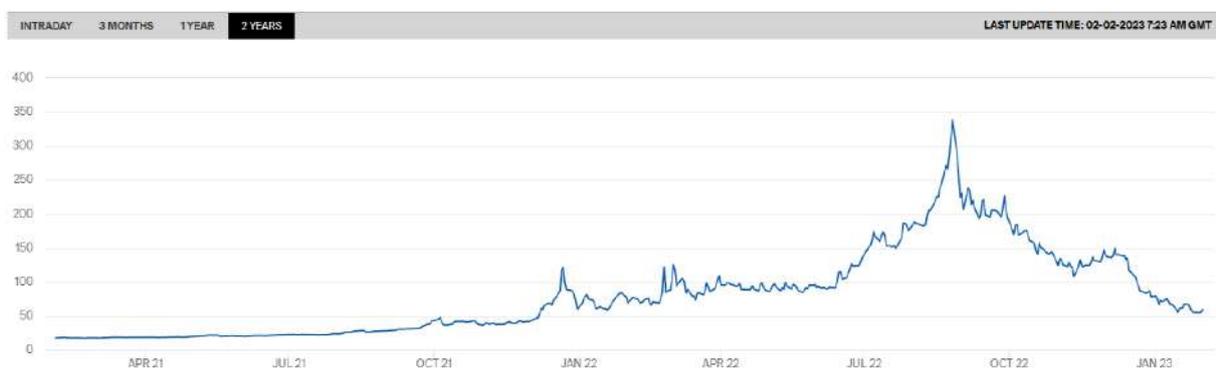
Dieses Marketingdokument dient rein zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Derivaten, etc. dar. Die Anzeige wurde von Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH (im Folgenden „LAM“) erstellt und herausgegeben. Sie dient ausschließlich der Weitergabe an institutionelle Anleger. Dieses Dokument oder Teile von ihm dürfen ohne Erlaubnis von LAM weder reproduziert noch weitergegeben werden. LAM ist in keiner Hinsicht dafür verantwortlich, falls Dritte eine Weitergabe vornehmen oder veranlassen.

Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Neue Mainzer Straße 75, 60311 Frankfurt am Main.

# Aufgehellte Stimmung zum Jahresstart

Ein Blick auf das Börsenjahr 2023

Das Jahr 2022 war überschattet vom schrecklichen Krieg in der Ukraine. Explodierende Energiepreise, eskalierende Inflation und der Zinsanstieg waren beherrschende Themen. Daher ist es wenig verwunderlich, dass die Finanzmärkte sehr turbulente waren. Der Krieg und der damit verbundene Erdöl- und Gas-Stop aus Russland ließ die Energiepreise kräftig steigen. Das hat sich wieder beruhigt. Während ein Barrel Rohöl in der Spitze 112 Dollar kostete, wird es jetzt für 78 Dollar gehandelt, also auf Vorkriegsniveau. Der Gaspreis ist ebenfalls deutlich auf 65 Euro gesunken. In der Spitze kostete eine MWh 345 Euro. Hier greifen weltweite Ausgleichsmechanismen. Russland verkauft sein Gas in andere Regionen der Welt und Europa bezieht aus anderen Ländern, die aber auch teilweise wieder russisches Gas oder Erdöl kaufen. Da die deutsche Regierung Kohlekraftwerke aus Umweltgründen stilllegt, Atomkraftwerke abschaltet, gegen die Förderung von heimischen Gasvorräten ist und auf das russische Gas verzichten muss, braucht es Alternativen. Da Wind- und Solarenergie bei Weitem nicht die Energiemengen und die Energiesicherheit liefern kann, muss Flüssiggas aus aller Welt gekauft werden. Das geschah im letzten Jahr zu großen Mengen zu absoluten Spitzenpreisen. Um den Schaden für die deutsche Bevölkerung und deutsche Wirtschaft gering zu halten wurden dreistellige Milliardenbeträge verteilt. Diese werden über neue Schulden finanziert, so dass es kurzfristig niemanden weh tut. Es ist das Problem der künftigen Generationen. Wobei die Probleme dieser Schuldenpolitik auch jetzt schon in Form von Inflation offensichtlich werden. Die Staaten verschulden sich und die Europäische Notenbank druckt das entsprechende Geld.



Quelle: <https://theice.com> ; Stand 31.01.2023

Die neuesten Inflationsdaten für die Eurozone wurden mit 9,2% gemeldet. Um diesen Wert wurde dem Sparer sein Geld entwertet und sind für den Verbraucher die Lebenshaltungskosten gestiegen. Logisch, dass die Arbeitnehmer Lohnerhöhungen wünschen. Die etwa 60.000 Mitarbeiter der Europäischen Institutionen in Brüssel haben schon mal 8,5% Gehaltserhöhung bekommen. Die Gewerkschaft Verdi hat für die Angestellten der Post jetzt 15% Erhöhung gefordert. Damit befindet sich Deutschland in einer Lohn-Preis-Spirale. Die EZB versucht nun mit Zinserhöhungen entgegenzuhalten und den Preisauftrieb zu bremsen. Jedoch sind die aktuellen Zinsen von 2,5% viel zu niedrig und die Aktion kommt auch viel zu spät. Die größten Treiber der lockeren EZB Politik sind die Regierungen mit ihren üppigen Ausgabenprogrammen und der übermäßigen Verschuldung. Der Preis dafür ist die Inflation. Auch der dadurch geschwächte Euro importiert Inflation.

### Inflation expectations

Market-based measures of inflation one-year-ahead have declined sharply, especially in the United States and euro area. (5-day moving average)



Source: Bloomberg, IMF staff calculations.

Note: Emerging markets series is the average of 1-year zero coupon inflation swap of Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Poland, Thailand and South Africa.



Die Aktienmärkte haben 2022 einen Absturz und dann eine regelrechte Achterbahnfahrt erlebt. Mit minus 12%, nach zwischenzeitlichen minus 24%, ist der DAX angesichts der vielfältigen Probleme ganz gut weggekommen. Im Gegensatz dazu hat es die großen weltweit dominierenden Technologiewerte aus den USA, vertreten in dem Nasdaq100, mit minus 32% schon deutlich heftiger erwischt. Hier spielt die zuvor hohe Bewertung und die Sensitivität bei Zinserhöhungen eine entscheidende Rolle. Immerhin sind die Zinsen in den USA von Null auf über 4% gestiegen.

Deutsche Konzerne haben relativ flexibel auf die Energiekrise reagiert. Sehr positiv sind hier deutliche Energieeinsparungen zu nennen, etwas bedenklicher aus deutscher Sicht sind viele Produktionsverlagerungen ins Ausland. Deutschland hat mittlerweile viele Standortnachteile im internationalen Vergleich und ist ein Hochsteuerland mit enormen bürokratischen Belastungen für Unternehmen. Dennoch konnten die Konzerne im Schnitt ihre Gewinnmargen halten und gute Gewinne einfahren. Da sich die Lage an der Preisfront für Energie etwas entspannt hat, die Inflation vielleicht etwas nachlässt, sollten die Aussichten für die Aktienmärkte für 2023 gar nicht so schlecht sein. Natürlich kann eine Verschärfung des Krieges in der Ukraine weitere negative Auswirkungen bringen. Auch könnte eine ernsthaftere EZB Politik mit deutlichen weiteren Zinserhöhungen Gegenwind für den Aktienmarkt bringen.



Eine große Unbekannte ist China. Durch die extrem restriktive Corona Politik wurde die Nachfrage in China deutlich gebremst und die weltweiten Lieferketten erheblich gestört. Durch die radikale Kehrtwende in der Coronapolitik hin zu einer weitreichenden Freizügigkeit ist an Märkte eine Art Jubelstimmung ausgebrochen. Die Entwicklung muss allerdings genau beobachtet werden, sollten sich in kürzester Zeit hunderte Millionen Chinesen infizieren. Nachhaltige Erkenntnisse dürfte die große Reisetätigkeit in China anlässlich des chinesischen Neujahresfestes am 22.01. bringen.

Wir halten daher an unserer bewährten Strategie fest, gut in europäischen und internationalen Werten investiert zu sein, stets ein aktives Risikomanagement zu beachten und sehen somit den nächsten Monaten gelassen entgegen.

Weitere Informationen fordern Sie bitte per Mail über unseren Vertriebskanal [service@robertbeer.com](mailto:service@robertbeer.com) an.

[www.robertbeer.com](http://www.robertbeer.com)

---

Dies ist eine Marketing-Anzeige.

Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt des betreffenden Fonds und das KIID, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Diese Unterlagen können in deutscher Sprache kostenlos auf [www.robertbeer.com](http://www.robertbeer.com) unter dem betreffenden Fonds abgerufen werden. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte kann in deutscher Sprache kostenlos in elektronischer Form auf der Webseite unter [www.dje.de/zusammenfassung-der-anlegerrechte](http://www.dje.de/zusammenfassung-der-anlegerrechte) abgerufen werden.

Die in dieser Marketing-Anzeige beschriebenen Fonds können in verschiedenen EU-Mitgliedsstaaten zum Vertrieb angezeigt worden sein. Anleger werden drauf hingewiesen, dass die jeweilige Verwaltungsgesellschaft beschließen kann, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb der Anteile Ihrer Fonds getroffen hat, gemäß der Richtlinie 2009/65/EG und Art. 32 a der Richtlinie 2011/61/EU aufzuheben.

Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information, können sich jederzeit ändern und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Alleinige verbindliche Grundlage für den Erwerb des betreffenden Fonds sind die o.g. Unterlagen in Verbindung mit dem dazugehörigen Jahresbericht und/oder dem Halbjahresbericht.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen geben die aktuelle Einschätzung der Robert Beer Management GmbH wieder. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit, ohne vorherige Ankündigung, ändern.

Alle Angaben dieser Übersicht sind mit Sorgfalt entsprechend dem Kenntnisstand zum Zeitpunkt der Erstellung gemacht worden. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr und keine Haftung übernommen werden.

## **Disclaimer**

Diese Informationen richten sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater und nicht an Privatkunden. Sie sind nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt.

Alle Rechte vorbehalten. Dieses Kompodium beruht auf Fakten und Informationen, deren Quellen wir für zuverlässig halten, ohne jedoch deren Richtigkeit und/oder Vollständigkeit garantieren zu können. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Die in diesem Kompodium dargestellten Auswertungen stellen kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar.



## IMI – Investment-Manager.Info

Das online Informationsportal für institutionelle Investoren

Sie suchen Informationen über **Asset Manager**, **Master-** und **Service-KVGen** oder **Verwahrstellen**?

Dann besuchen Sie unser online Informationsportal

[www.investment-manager.info](http://www.investment-manager.info)



Asset Manager



Master- und Service-KVGen



Verwahrstellen



# ESG Portfolio Management

**Wir engagieren uns, um hohe ESG Qualitäten und positive Wirkungen auf die Nachhaltigkeitsziele zu erreichen.**

TELOS verleiht uns als Asset Manager im Bereich ESG die **Höchstnote PLATIN** im TELOS ESG Company Check.

Der Fokus unserer Anlagen liegt auf den Zielen "kein Hunger", "Gesundheit und Wohlergehen", "Hochwertige Bildung", "Bezahlbare und saubere Energie", "Nachhaltiger Konsum und Produktion" und "Maßnahmen zum Klimaschutz".

Zudem berücksichtigen wir eine lange Liste von Ausschlusskriterien (darunter weiterhin Nuklearenergie).

(siehe: <https://www.esg-portfolio-management.com/nachhaltig-investieren>)

Unsere als Artikel 9 eingestuften Fonds wurden bereits mehrfach ausgezeichnet: Sie erhielten das FNG-Siegel mit drei Sternen (seit vier Jahren in Folge), den Sustainable Investment Award „Multi-Asset Manager of the Year 2020“ sowie in 2021 die ESG Investment Awards „Best ESG Investment Fund Multi Asset“ und „Best ESG Investment Fund Fixed Income“. Für 2022 erhielt der SDG Evolution Flexibel den Sustainable Performance Award in der Kategorie Mischfonds Europa. Im Jahr 2020 wurde ESG Portfolio Management in die PRI Leaders' Group aufgenommen und erhielt 2022 den Boutiquen Award Nachhaltigkeit. In den Jahren 2020, 2021 und 2022 erhielt ESG Portfolio Management GmbH den Deutschen Exzellenzpreis.

**Kontakt: Christoph Klein, CFA, CEFA**

Weißfrauenstraße 12-16, 60311 Frankfurt am Main

Mobil: +49 151 50408817

[klein@esg-pm.com](mailto:klein@esg-pm.com) [www.esg-pm.com](http://www.esg-pm.com)

ESG Portfolio Management GmbH erbringt ihre Dienstleistungen in der Anlagevermittlung und der Anlageberatung in Finanzinstrumenten gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 3 und Nr. 4 des Wertpapierinstitutsgesetzes („WpIG“) als vertraglich gebundener Vermittler gemäß § 3 Abs. 2 WpIG ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der AHP Capital Management GmbH, Weißfrauenstraße 12, 60311 Frankfurt am Main.

# Unsere Consulting Services für institutionelle Investoren

Individuell, transparent, erfahren



Asset Manager Auswahl



Master-KVG Auswahl



Verwahrstellen Auswahl



Asset Manager Monitoring



ESG Analysen



Kostenanalysen