

Lesezeit: 5 Minuten

Autor: Marc Raffelsieper

# Sorglosigkeit um jeden Preis?

Aber - der Investitionsbooster bietet Investoren Chancen.

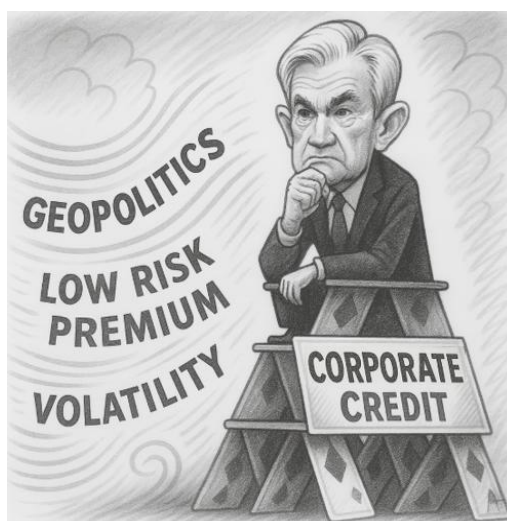
Aktuell scheinen viele Investoren Unternehmensanleihen so zu bewerten, wie sie es in den letzten dreizehn Jahren gewohnt waren. Die Credit Spreads bewegen sich auf einem Niveau, das ziemlich genau der stabilen Marktphase seit der Eurokrise entspricht. Was dabei allerdings oft übersehen wird: Inzwischen hat sich einiges verändert – strukturell wie auch makroökonomisch. Einige dieser neuen Rahmenbedingungen könnten sich negativ auf die Bewertungen auswirken und langfristig für mehr Schwankungen sorgen. Um auf diese eher unterschätzten Entwicklungen reagieren zu können, gewinnen gezielte Titelauswahl und eine differenzierte Betrachtung einzelner Sektoren zunehmend an Bedeutung.

## Die Makro-Perspektive

EZB-Statement: „Hidden leverage, blind spots and regulatory arbitrage.“

Private Capital Markets wachsen rasant – ebenso wie ihre Verbindungen zu Banken. Die Folge – eine zunehmende Komplexität und Leverage außerhalb des regulierten Sektors.

Im Gegensatz zu den Standards vor der Finanz- und Staatsschuldenkrise agieren Banken heute in deutlich höherem Maße als zentrale Liquiditätsgeber für eine breite Palette privater und teils unregulierter Finanzintermediäre, die vor 15 Jahren noch deutlich kleiner und weitaus weniger systemrelevant waren. Diese privaten Akteure haben inzwischen einige wirtschaftliche Funktionen übernommen, die in der Vergangenheit von Banken ausgeführt wurden, folgen jedoch deutlich weniger stringenten Asset-Liability-Management-Profilen und regulatorischen Vorgaben.



Die Banken selbst stellen als Liquidity Provider von General Partners, Limited Partners, Investoren und Private Capital Fonds an immer mehr Stellen der Wertschöpfungskette von Private Credit und Private Equity Transaktionen Liquidität zur Verfügung.

Die EZB nimmt diese Entwicklungen ernst und spricht in ihren Stellungnahmen im Mai und Juni dieses Jahres insbesondere die Risikomessung der Banken im Private Markets Sektor an. Vor allem die zunehmende Komplexität, sowie die mangelnde Transparenz und Datenverfügbarkeit des Private Markets Sektors treibt die EZB zunehmend um.

Der laufende Kreditzyklus weist inzwischen eine ausgeprägte Dauer und vor dem Hintergrund der zahlreichen geopolitischen Entwicklungen, beachtliche Widerstandsfähigkeit auf. Die gesunkenen Risikoprämien von Unternehmensanleihen in Public Markets lassen immer mehr Investoren nach Alternativen Ausschau halten. Vor allem die Illiquiditätsprämien machen hierbei die Private Markets attraktiv.

Dabei sind die Liquiditätsprämien im öffentlichen Sektor trotz der zunehmenden Investments in private Assets nicht gestiegen, sondern erreichen inzwischen die Tiefstände der letzten 20 Jahre. Vor dem Hintergrund der starken Vernetzung des Bankensektors in die Finanzierung illiquider Assets verbunden mit niedrigen Liquiditätsrisikoprämien erscheint uns eine gewisse Sorglosigkeit bei Spreads eingepreist. Vor allem das Liquiditätsrisiko liefert in Public Markets kaum noch Upside, weißt aber im Marktstressfall inzwischen enormes downside Potential auf und wird in unserer Bewertung als äußerst unattraktiv eingestuft.

### **Begrenzte fiskal- und geldpolitische Handlungsspielräume**

In den vergangenen dreizehn Jahren konnten Investoren auf einen „Bewertungsboden“ bauen,

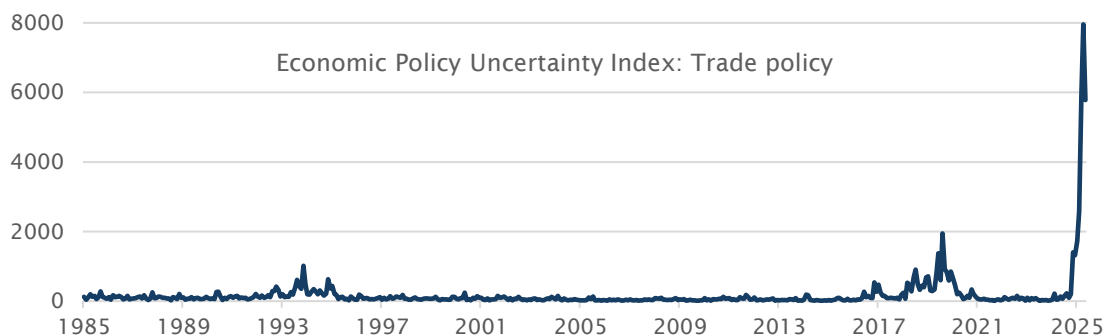
der durch geldpolitische Interventionen (z. B. QE, TLTRO) während der Eurokrise und fiskalische Maßnahmen während der COVID-19-Pandemie (z.B. NextGenerationEU) gewährleistet wurde.

Jüngste strukturelle Entwicklungen – etwa Fortschritte bei KI, der Krieg in der Ukraine und das wachsende Bewusstsein (insbesondere in Deutschland) für eine mangelhafte Infrastruktur und Sicherheitspolitik – haben die Ausgaben-schwerpunkte verschoben. Vor dem Hintergrund der hohen Inflation 2023 und struktureller Preissteigerungen, die u.a. durch „De-globalisierung“ und US-Zollpolitik bedingt sind, ist es unwahrscheinlich, dass die Zentralbanken eine vergleichbare Unterstützung wie 2012 bieten können. Gleichzeitig begrenzen das schwache Wachstum, demografische Herausforderungen sowie Investitionsbedarfe in IT, Verteidigung und Infrastruktur den fiskalischen Spielraum im Krisenfall.

Zudem hat die politische Zurückhaltung gegenüber einer tieferen europäischen Integration die Entstehung einer echten Kapitalmarkt- oder Bankenunion behindert, wodurch seit geraumer Zeit die Regulierungsarbitrage innerhalb der EU-Mitgliedsstaaten zunimmt. Diese Fragmentierung erschwert es den Regulierungsbehörden, Kreditgeber (private Fonds), Kapitalgeber (Pensionskassen, Versicherer) und Liquiditätsanbieter (Banken) effektiv zu überwachen.

Aus einer Makro-Perspektive ist der Boden für eine strukturell höhere Volatilität im Unternehmensanleihemarkt bereitet. Unseres Erachtens laufen die Kreditmärkte Gefahr, das Potential dieser Verschiebungen zu unterschätzen.

## Federal Reserve Bank of St. Louis



### Die Sektor-Perspektive

Sollten Zölle oder fortschreitende Herausforderungen für die Institutionen der USA das Vertrauen der Investoren erschüttern, ist mit einer weiteren Umschichtung von globalen Vermögensallokationen in als stabiler und planbarer wahrgenommene Regionen zu rechnen. Für den europäischen IG-Corporate-Sektor könnte dies weitere strukturelle Kapitalzuflüsse bedeuten.

Diese Dynamik wird unseres Erachtens jedoch nicht alle Kreditsegmente gleichermaßen betreffen. Vor allem die europäischen Unternehmen dürften von erhöhten Investitionen in IT und Infrastruktur profitieren, die wesentliche Treiber für Produktivitätsverbesserungen und langfristiges Wachstum sind. Neue Unternehmens- und Infrastruktur-emittenten werden über traditionelle Bankkredite hinaus eine bedeutende Fremdfinanzierung benötigen, was das europäische Anlageuniversum bereichert.

Obwohl das Investitionsvolumen geringer als in den USA bleibt, wird die Modernisierung digitaler Fähigkeiten und die Erneuerung physischer Infrastruktur operative Effizienz steigern, Kosten

senken und Innovation fördern. Diese Effekte münden letztlich in robusteren Cashflows und schlagen sich somit in verbesserten Kreditprofilen nieder, dürften aber eher sektoren- und unternehmensspezifisch sein als breitflächig.

Während aus der Marko-Perspektive eine zunehmende Komplexität auf eine abnehmende Transparenz stößt und der auslaufende Zentralbank-Put global weniger Schutz im Krisenfall bedeutet, verfestigt sich bei den Bewertungen im Kreditmarkt eine bemerkenswerte Sorglosigkeit. High Beta fokussierte (passive) Strategien stehen eher nicht auf unserer Favoritenliste.

Auf der anderen Seite erfassen die beschriebenen positiven Effekte unseres Erachtens mittelfristig nicht die gesamte Breite der europäischen Unternehmensanleihen, sondern wirken eher sektorspezifisch. Im Grunde genommen ein ideales Umfeld mit aktivem Portfoliomanagement Mehrwert zu liefern.

Beste Grüße,



(Marc Raffelsieper)

## Rechtliche Hinweise

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Merkmale des Fonds. Alle Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt; teilweise unter Rückgriff auf Informationen Dritter. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf, infolge von gesetzlichen Änderungen, aktueller Entwicklungen der Märkte sowie anderer wesentlicher Umstände ggf. auch kurzfristig als nicht mehr oder nicht mehr vollumfänglich zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Es ist zu beachten, dass sich die Angabe der jeweiligen Vertriebsländer lediglich auf das Bestehen einer Vertriebszulassung des Fonds/Teilfonds/Anteilscheinklasse im jeweiligen Land bezieht. Das Bestehen etwaiger separater Anforderungen an das Investorenprofil ist individuell durch den Anleger zu prüfen. Für EWR-Staaten kommt es auf eine Differenzierung des Investorenprofils an. Die Anleger sind angehalten, dahingehend ihren Berater zu konsultieren. Die in dieser Information enthaltenen Ausführungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Die steuerliche Behandlung der Anlage hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein. Es wird keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste übernommen, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieser Produktinformation oder seiner Inhalte bestehen.

Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Active Core Asset Management GmbH erbringt die Anlageberatung nach § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpIG und die Anlagevermittlung nach § 2 Abs. 2 Nr. 3 WpIG für Rechnung und unter der Haftung des dafür verantwortlichen Haftungsträgers FIDUS Finanz AG, August-Schanz-Str. 30-32, 60433 Frankfurt am Main, nach § 3 Abs. 2 WpIG. Die FIDUS Finanz AG besitzt für die vorgenannten Wertpapierdienstleistungen eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gemäß § 15 WpIG.