

Wissen entscheidet.

Highlights

*aus dem Asset Management –
Märkte & Meinungen*

08

AUSGABE 09/24

Helaba Invest

Inhalt

01

Seite 4

Märkte

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

02

Seite 12

Meinungen

Die G7 im Schuldensumpf: Was bedeutet die zunehmende Staatsverschuldung für Investoren?	13
Corporate Private Debt – Eine attraktive und vielseitige Assetklasse mit Opportunitäten im LBO-Markt	18





Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer



Editorial

Liebe Investorinnen und Investoren,

ein ereignisreicher Sommer liegt hinter uns. Nicht nur sportliche Höhepunkte im Rahmen der Fußball-EM in Deutschland oder der Olympischen Spiele in Paris ließen das sonst übliche Sommerloch ausbleiben, sondern auch der Finanzsektor lieferte die ein oder andere Schlagzeile. Spätestens als am 5. August der japanische Nikkei-Index um 12,4% einbrach und damit den höchsten Tagesverlust seit 1987 erlitt, war es an den Kapitalmärkten mit der Sommerruhe vorbei. Schnell waren in der Finanzwelt auch die Gründe für dieses Börsenbeben gefunden: eine nahende U.S.-Rezession, ein völlig überhitzter U.S.-Technologiesektor, eine eskalierende geopolitische Lage, u.v.m. würden nicht nur das Ende des Yen Carry-Trades bedeuten, sondern könnten auch das Risiko eines „geldpolitischen Unfalls“ herbeiführen.

Welche Kombination an Einflussfaktoren auch immer zu diesem Tages-Crash Anfang August geführt hat, eines dürfte feststehen: Die anstehenden Börsenwochen werden nicht ganz so ruhig verlaufen wie die erste Jahreshälfte 2024. Denn dem KI-Börsenturbo, der unser Basisszenario „Marathon“ immer wieder mit Sprint-Elementen versorgt hat, scheint so langsam die Puste auszugehen. Auch die Aussicht auf Zinssenkungen scheint kaum noch die Belastung der Börsen durch das anhaltend schwache Wachstumsumfeld kaschieren zu können. Mithin könnte der Marathon in den kommenden Wochen zumindest etappenweise zum Hindernislauf werden.

In der vorliegenden Ausgabe unserer Publikation werden wir nicht nur auf die möglichen Störfaktoren für das Kapitalmarktgeschehen eingehen, sondern auch die Chancen für die jeweiligen Assetklassen beleuchten. Denn allen konjunkturellen Unkenrufen zum Trotz weisen die meisten institutionellen Fonds bis dato

eine gute bis sehr gute Wertentwicklung auf, was nicht zuletzt auch damit zusammenhängt, dass die Robustheit der Portfolios nach dem Inflations- bzw. Zinsschock des Jahres 2022 deutlich gestiegen ist. Denn ein hoher laufender Ertrag und ein wieder günstigeres Korrelationsverhalten zwischen weniger risikobehafteten und risikobehafteten Anlagen ermöglicht mittlerweile wieder den Aufbau von Risikopuffern und sorgt über ein besseres gegenläufiges Kursverhalten zwischen den Anlageklassen auch für mehr Stabilität.

Schließlich haben wir auch wieder zwei spannende Sonderthemen vorbereitet, die über das aktuelle Tagesgeschehen an den Kapitalmärkten hinausgehen. So wird Herr Dr. Thiem in seinem Artikel „Die G7 im Schuldensumpf“ der Frage nachgehen, was die zunehmende Staatsverschuldung perspektivisch für die Kapitalanlage bedeutet. Herr Glöckner und Herr Justen wenden sich mit der Assetklasse Corporate Private Debt dem illiquiden Anlageuniversum zu und zeigen auf, warum diese Form der Kreditfinanzierung nicht nur für Unternehmen interessant ist, sondern vor allem auch für institutionelle Investoren eine attraktive Investitionsalternative darstellt.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen wie immer nicht nur viel Spaß beim Lesen, sondern auch den notwendigen Erkenntnisgewinn für Ihre künftigen Investmententscheidungen.

Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer





In den nächsten Monaten könnte es nochmal ungemütlich werden.

01

Märkte

Unsere Einschätzungen zu den Kapitalmärkten





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX



Trotz Schlechtwetterlage Ruhe bewahren und weiterlaufen

Auch wenn das globale Konjunkturbild gedämpft ist, konnte die Performance bei den Anlageklassen Aktien und Fixed Income im bisherigen Jahresverlauf überzeugen. Zudem funktionieren altbekannte Korrelationsmuster wieder. Somit hat sich der von uns vielfach zitierte Anlagemarathon bislang bewahrheitet und Ausdauer bezahlt gemacht. In den nächsten Monaten könnte es nochmal ungemütlich werden, doch nach einem Gewitter kommt bekanntlich zeitnah wieder Sonnenschein, so dass es wachstumsseitig wohl weiter bei einem Übergangsjahr bleibt.



KONJUNKTUR: Wachstumsbild verschlechtert sich

Die Konjunkturlokomotive in der Eurozone kommt trotz vorübergehend positiver Signale im Frühjahr nicht in Fahrt. Allen voran Deutschland bereitet weiterhin Sorgen, was auch die Zahlen des Ifo-Instituts bestätigen. Die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe hat den tiefsten Stand seit dem Corona-Jahr 2020 erreicht. Wir gehen davon aus, dass das Eurozonen-BIP in diesem Jahr um 0,6% wachsen wird, Deutschland dürfte stagnieren. Auch der ISM-Index ist deutlich unter die Schwelle von 50 gefallen und die Arbeitslosenquote zuletzt angestiegen, was auf eine Abkühlung der U.S.-Wirtschaft hinweist. Da China aufgrund struktureller Probleme ebenfalls hinter den Erwartungen zurückbleibt, hat sich das Konjunkturbild zumindest für die nächsten Monate abgeschwächt. Eine globale Rezession erwarten wir jedoch nicht. Im Verlauf von 2025 sollten eine lockerere Geldpolitik und höhere Reallöhne für neue Wachstumsimpulse sorgen.ww



NOTENBANKEN: Die FED dürfte der EZB nun folgen

Die EZB ist im Juni in den Zinssenkungszyklus eingetreten, die Fed dürfte wohl im September folgen. Fed-Präsident Powell hat in Jackson Hole darauf hingewiesen, dass von der Inflationsentwicklung nun eine geringere Gefahr ausgeht als vom Anstieg der Arbeitslosenquote, was den Weg für die Zinswende in den USA weitgehend freimacht. Wir gehen in diesem Jahr von insgesamt zwei Fed-Zinssenkungen auf dann 4,75% (unteres Band) aus. Bei der EZB rechnen wir ebenfalls mit zwei Zinsschritten auf dann 3,25% im Einlagensatz. Darüber hinaus wird der Hauptrefinanzierungssatz, der bisher 0,5% über dem Einlagensatz liegt, um 0,35% verringert – eine weitere Lockerung, die bereits lange angekündigt wurde. Insgesamt sind eine Vielzahl von Notenbanken in den Zinssenkungszyklus eingetreten, was der Konjunktur perspektivisch helfen sollte.



INFLATION: Entwicklung gut, doch hartnäckige Kerninflation

Im August sank die Inflation in der Eurozone überraschend stark und lag bei 2,2%, nachdem sie im Juli noch 2,6% betragen hatte. In Deutschland fiel sie sogar erstmals seit März 2021 unter die von der EZB angestrebte Marke von 2%.

Die Kerninflation ging jedoch nur leicht auf 2,8% zurück, während die Rate für den Dienstleistungssektor erneut anstieg. Aufgrund von Basiseffekten könnte die Kerninflation im Herbst sogar wieder die 3%-Marke überschreiten, was zu einem leichten Anstieg der Gesamtinflation führen könnte. Dies deutet darauf hin, dass die EZB ihre Zinssenkungen vorsichtig und schrittweise umsetzen wird. In den USA ist der Disinflationprozess etwas zäher, auch wenn dort ebenfalls rückläufige Tendenzen in vielen Bereichen erkennbar sind. Nachhaltig wird die 2%-Marke bei der Kerninflation wohl erst im Jahr 2025 erreicht.



KAPITALMÄRKTE: Diversifikation zahlt sich aus

Da sich das Wachstumsumfeld eingetrübt hat, die Inflation, wenn auch im Kern zäh, rückläufig ist und eine Vielzahl von Risiken existieren, behalten wir unsere Präferenz für zinstragende Titel bei und setzen im Multi Asset-Kontext auf das Comeback der Korrelationen. Diversifikation zahlt sich wieder aus. Wir bevorzugen hier Chancen bei internationalen Anleihen, insbesondere EM. Im Aktienbereich sehen wir derzeit v. a. die Sektoren Banken, Energie und Industrie im Vorteil. Da die Kapitalmärkte selbst bekannte Risikofaktoren mit dem Verweis auf eine mögliche „Rettung“ durch die Notenbanken zu lange ausgeblendet haben, dürften am Aktienmarkt noch Schlechtwetterphasen auf uns zukommen. Trotz der kürzlichen Konsolidierung sind die Niveaus immer noch ambitioniert. Da die Modellschätzungen der Gewinnwachstumsprognosen der Unternehmen seit Kurzem abwärtsgerichtet sind, ändern wir unsere Einschätzung erstmals seit Langem auf negativ. Stillschweigend sollten zudem verstärkt Low Risk- und Dividenden-Titel alloziert werden. Hinsichtlich der Durationsrisiken sind wir beim Rentenmarkt weiterhin vorsichtig, so dass wir uns trotz der bereits stattgefundenen Normalisierung der Zinsstrukturkurve auf das kurze Ende konzentrieren. Im Credit-Segment bevorzugen wir weiterhin Unternehmensanleihen mit hoher Bonität, auch wenn die Risikoprämien nicht mehr besonders groß sind. Gute Rendite-/Risikoverhältnisse findet man auch bei Covered Bonds, die historisch, speziell vs. Bunds, attraktiv gepreist sind. EM-Produkte sind sowohl auf der Staaten- als auch auf der Credit-Seite wegen guter Fundamentaldaten und hoher Risikoprämien historisch gesehen attraktiv, das Timing ist aber aus unserer Sicht noch nicht optimal. Für High Yield haben wir, zumindest auf aggregierter Ebene, aktuell keine besondere Präferenz. ■





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

Bunds/Kurve: Breite Unterstützung, Kurveninversion fast beendet

Eine gedämpfte Konjunktorentwicklung, rückläufige Inflationserwartungen dies- und jenseits des Atlantiks sowie die Aussicht auf weitere Leitzinssenkungen unterstützen deutsche Bundesanleihen. Ein erneuter Test der 2%-Marke bei 10J-Bundesanleihen ist bei fortlaufender konjunktureller Abkühlung und dem Eintreten potenzieller Risikofaktoren denkbar, sollte aber nicht von Dauer sein. Aktuell profitieren Bunds auch vom Status als sicherer Hafen, was man allen voran beim großen „Carry Trade-Unwind“ Anfang August beobachten konnte. Wir rechnen bis Jahresende bei 10J-Bunds weiterhin mit einem Anstieg Richtung 2,4% und behalten vorerst unsere strategisch neutrale Einschätzung bei. Unsere Einschätzung, dass sich die Zinsstrukturkurven im Jahresverlauf weiter normalisieren sollten, ist bislang gut aufgegangen. Das kurze Ende konnte das lange Ende der Bundkurve deutlich outperformen, so dass die seit dem letzten Jahr bestehende Zinskurveninversion (10J-2J) nahezu vollständig abgebaut wurde.

Staaten Euroland: Neutrale Einschätzung bleibt bestehen

Auch wenn die aufkommende Risikoaversion für steigende Risikoaufschläge bei Non Core-Anleihen gesorgt hat, überkompensiert der Zinsrückgang die Performancebelastung in den Portfolios. Unsere Einschätzung für Euroland-Staaten bleibt weiterhin neutral vs. Bunds. Den Fokus setzen wir, wie zuletzt, auf Relative Value-Positionierungen zur Vereinnahmung von Carry (z.B. Finnland, Spanien und Österreich vs. Bunds) oder zur Reduzierung von idiosynkratischen Risiken (z.B. Spanien vs. Frankreich). Erst bei einem weiteren Anstieg der Risikoaufschläge würden wir eine Übergewichtung von Euroland-Staaten in Erwägung ziehen.

Covered Bonds: Weiterhin ein interessantes Investment

Covered Bonds glänzen weiterhin durch ihre relative Attraktivität im Fixed Income-Universum, auch wenn der Bund-/Swap-Spread mittlerweile im Fair Value-Korridor angekommen ist. Die Attraktivität beruht vor allem auf der Renditedifferenz der Covered Bonds zum Swap-Satz, die historisch gesehen vergleichsweise hoch ist (siehe Abbildung). Die immer noch erhöhte Renditedifferenz vs. Bunds bietet v.a. am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve einen Puffer für etwaige Spread-Ausweitungen (Excess Return vs. Bunds), so dass Covered Bonds als diversifizierender und performanceträchtiger Baustein in einem Fixed Income-Portfolio unverzichtbar sind.

USA: U.S.-Staatsanleihen vs. Bunds nicht mehr interessant

Zuletzt haben schwächere U.S.-Makrodaten vermehrt zu Sorgen hinsichtlich der wirtschaftlichen Abkühlung geführt. Der Markt preist derzeit bis Jahresende eine Vielzahl von Zinssenkungen ein, die uns überzogen erscheinen. Infolgedessen hat sich die Renditedifferenz zuletzt deutlich zu Gunsten von U.S.-Staatsanleihen zurückgebildet, was uns dazu veranlasst, unsere Empfehlung von Übergewichten für U.S.-Staatsanleihen vs. Bunds auf eine neutrale Einschätzung zu ändern. Auffällig ist, dass der USD vs. EUR im Zuge der aufkeimenden Risikoaversion nicht mehr outperformen konnte und sich das technische Bild ebenfalls etwas eingetrübt hat. Vorerst bleiben wir jedoch bei unserer neutralen Einschätzung beim EUR/USD und erwarten weiterhin Jahresendniveaus um 1,10. ■

Bund- und Covered-ASW-Spread



Quelle: Bloomberg; Stand: 03. September 2024





Thorsten Lang, CCA
Abteilungsleiter
Asset Management Credit

Sommergewitter

Seit der letzten Ausgabe haben sich die Risikoprämien an den Credit-Märkten per Saldo wenig verändert. Investoren verdienen also zumindest den laufenden Mehrertrag gegenüber Staatsanleihen. Es wäre aber verfehlt, deswegen eine Sommerflaute zu unterstellen. Tatsächlich löste die Bank of Japan Ende Juli mit einer Zinserhöhung ein Sommergewitter aus. Im Zuge dessen stiegen Risikoprämien Anfang August spürbar an. Gleichzeitig sanken Renditekurven von Staatsanleihen. Die negative Korrelation zwischen Zinsen und Spreads funktioniert auf dem aktuellen Zinsniveau. Selbst spreadintensive Teilmärkte, wie High Yield und EM, verzeichneten nur vorübergehende und sehr moderate Wertverluste. Die Performance von Investment Grade (IG)-Portfolios stieg sogar an.

Wie es sich für ein Sommergewitter gehört, verzogen sich die Wolken auch wieder schnell. Risikoprämien kehrten mehr oder weniger auf die Niveaus von Ende Juli zurück. Staatsanleihe-Renditen blieben aber auf dem niedrigeren Niveau, so dass der Wertzuwachs seit Jahresbeginn per Ende August in allen unseren Teilmärkten deutlich höher liegt als zu Beginn des Sommers:

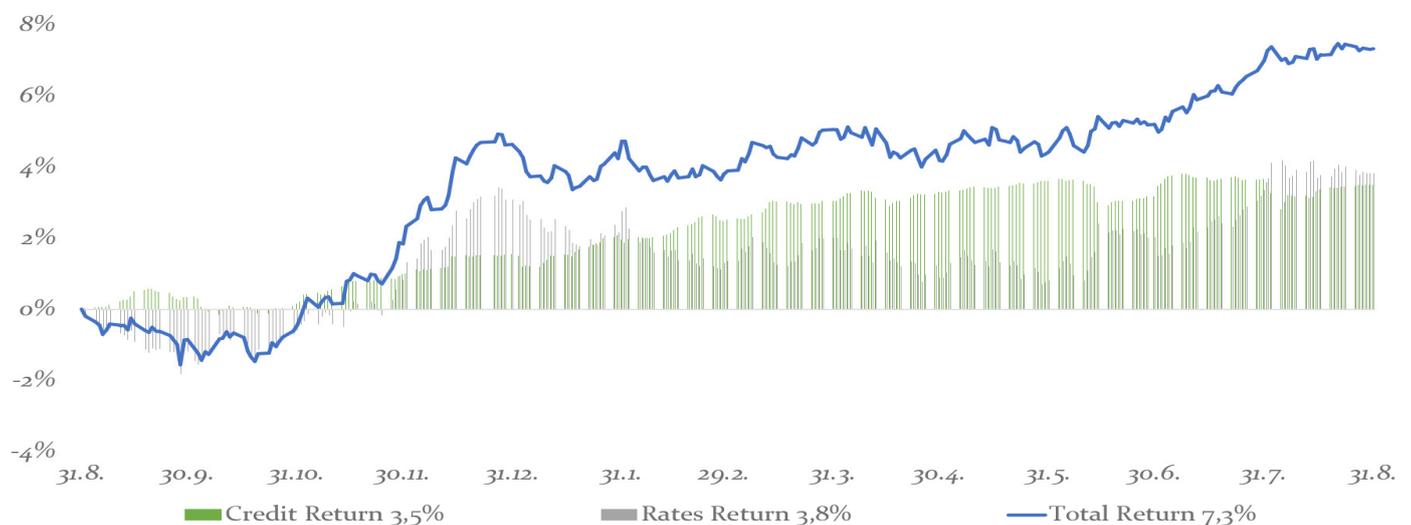
Marktsegmente	Währung	Gesamtertrag (in %)	Credit-Ertrag (in %)	Spread-Delta (in %)
Investment Grade Corporates	EUR	2,57	1,95	-0,21
High Yield	EUR	5,37	4,18	-0,79
EM Staatsanleihen	USD	6,67	3,91	-0,01
EM Corporates	USD	7,18	4,07	-0,30

Tabelle: Performance-Entwicklung für die Credit-Segmente seit Jahresanfang, Stand: 31.08.2024 / Quellen: ICE, JP Morgan

Taktisch offensiver positioniert

Die Spreadausweitung Anfang August haben wir genutzt, um zumindest vorübergehend Credit-Exposure aufzustocken. Der Anstieg der Risikoprämien war unseres Erachtens vor allem volatilitätsgetrieben und nur punktuell fundamental gerechtfertigt.

Renditezerlegung des ICE BofA Euro Corporate Index



Quelle: ICE, eigene Berechnungen; Stand: 31. August 2024

Während wir die offensive Ausrichtung in IG-Corporates- und EM-Portfolios aktuell noch bestehen lassen, schlossen wir den Trade in High Yield-Portfolios Ende August mit gutem Erfolg wieder. Aus unserer Sicht spricht die Bewertung von High Yield nicht für eine dauerhaft offensive Aufstellung.

Fundamental bleiben wir für einen Großteil unseres Universums konstruktiv. Natürlich gibt es Anzeichen für eine Wachstumsabschwächung in den USA. Aber noch ist der positive Bonitätstrend intakt und die Aussicht auf eine (weitere) Lockerung der Geldpolitik sollte Credit Rückenwind verleihen. Besondere Aufmerksamkeit verdienen solche Unternehmen, die gegenüber dem Konsumenten exponiert sind. Hier sehen wir z. T. stark divergierende Entwicklungen. Einerseits gibt es Branchen, die mit deutlicher Nachfrageschwäche zu kämpfen haben (z.B. Luxusgüter und Autos). Dagegen berichten u. a. Tourismusunternehmen nach wie vor sehr positiv. Natürlich kann man Erklärungen für diese unterschiedlichen Entwicklungen finden. Wirklich rund ist das Bild im Moment aber nicht und es wird spannend bleiben, wie sich diese Divergenzen auflösen.

IG-Corporates Übergewichten, EM und High Yield neutral

Unser längerfristiger Ausblick hat sich in den vergangenen Monaten nicht verändert. Für IG-Corporates bleiben wir strategisch Übergewichtet. Die fundamentale Situation und die Bewertung passen unseres Erachtens gut zusammen, so dass Investoren weiterhin stetig Carry verdienen können. Die Abbildung zeigt sehr anschaulich, dass gerade die Kombination von risikofreiem Zins- und Credit-Spread in den vergangenen zwölf Monaten zu sehr ansprechenden Ergebnissen führte.

EM-Anleihen bewerten wir langfristig grundsätzlich auch sehr positiv. Am aktuellen Rand sind wir strategisch dennoch nur neutral, weil wir für einige Risikofaktoren (z.B. U.S. Wahl, Wachstum in China) mehr Sichtbarkeit abwarten wollen. Auch High Yield bleiben wir neutral. Nach wie vor finden wir die Bewertung in diesem Segment für ein strategisches Übergewicht zu ambitioniert. ■





Ralph Karels
Abteilungsleiter
Asset Management Aktien

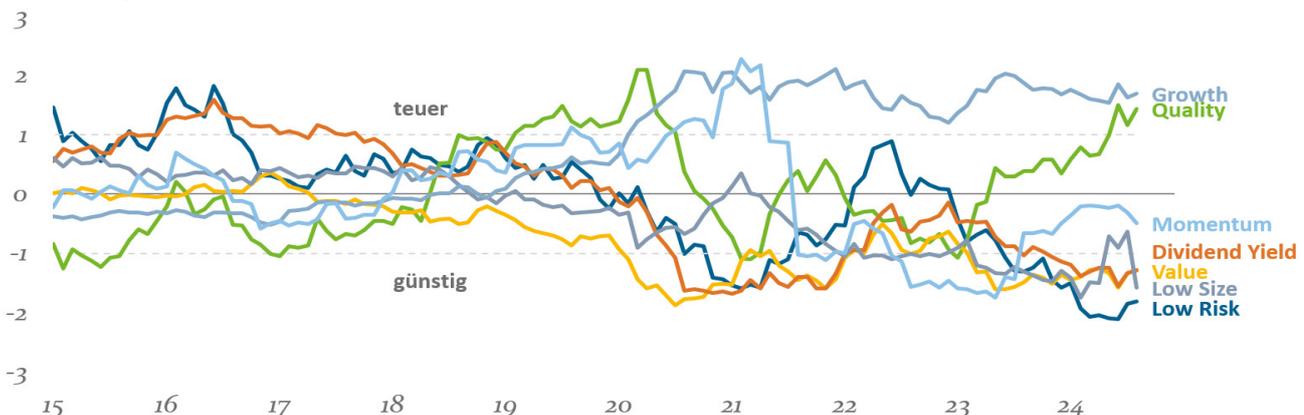
Korrektur an den Aktienmärkten nach Überhitzung im August

Nach einem fulminanten 1. Quartal mit nahezu 20% Performance und einem volatilen Seitwärtsmarkt mit leicht negativem Drift im 2. Quartal zog die europäischen Aktienmärkte in Q3/2024 ein geballter Drawdown von in der Spitze 10% in Mitleidenschaft. Die U.S.-Aktienmärkte, die sich in diesem Zeitraum als robuster erwiesen und im Gegensatz zu Europa auf dem Rücken des KI-/Big Tech-Hypes weiter zulegen konnten, waren jedoch gegen diesen Drawdown ebenfalls nicht immun und verloren in ähnlicher Höhe. Das Fieberthermometer der Märkte (VIX und VSTOXX Vola-Indizes) schlug dabei in ungeahnte Höhen von 60% bzw. 40% aus – Werte, die die Märkte seit Corona bzw. Kriegsausbruch in der Ukraine nicht mehr gesehen hatten. Der Grund für diese Risk Off-Bewegung, die sich in Retrospektive als irrationale Überreaktion des Marktes erwiesen hatte, war eine toxische Kombination aus sich verschlechternden U.S.-Konjunkturdaten mit einhergehenden Rezessionsängsten und der Frage, ob die Fed „behind the curve“ sei, einer saisonbedingten geringen Liquidität, erhöhtes Crowding in den U.S.-Mega Caps sowie einer U.S.-Arbeitslosenquote auf Einjahreshoch. Die Gemengelage endete sich mit Auflösung des Carry Trades in einem ad hoc-Selloff im japanischen Satellitenmarkt Nikkei, der damit seinen größten Tagesverlust seit 1987 einfuhr. Diese „flight to safety“-Bewegung bzw. letztlich gesunde Korrektur war insgesamt zu verschmerzen, da die Märkte 2024 – vor allem in den USA – bereits außerordentlich gut gelaufen waren und mit einer schnellen Erholung im weiteren Verlauf des August in einer Relief Rally sämtliche Verluste direkt wieder wettgemacht wurden. Die Märkte waren kurz überverkauft, obwohl die KI-Story weiterhin intakt ist und die ökonomischen Daten zwar schlechter reinkommen, aber nicht in besorgniserregenden Regionen. Die Berichtssaison der „Magnificent 7“ wurde als akzeptabel wahrgenommen. Ist damit nun wieder alles im grünen Bereich?

Prognose Gewinnwachstum der Unternehmen sinkt erstmals in 2024

Einer der wesentlichen Einflussfaktoren für die Bewertung des Marktumfelds stellt die Gewinnwachstumsprognose der Unternehmen auf Basis der Frühindikatoren dar. Diese Modellschätzung hatte Ende Q2 ein Plateau ausgebildet und nun im August

Bewertungsscore Aktienstile im Zeitverlauf



Quelle: MSCI, eigene Berechnungen; Stand: 08. September.2024

erstmals eine signifikante Abwärtsbewegung gezeigt. Sich abschwächende Signale (Economic Surprise Index, ZEW Europe oder ISM Manufacturing Index), spiegeln die Skepsis der Marktteilnehmer wider. Auch die Rezessionswahrscheinlichkeit für den amerikanischen Markt ist nach wie vor auf einem signifikanten Niveau. In Kombination mit dem weiter schwachen Makroumfeld und der geopolitischen Lage mit zahlreichen Brennpunkten haben wir deshalb die strategische Markteinschätzung erstmals im Jahr 2024 von neutral auf negativ herabgestuft. Die Märkte reagierten entsprechend und bröckelten zuletzt dies- und jenseits des Atlantiks um die 200 Punkte bzw. ca. fünf Prozent ab.

Q3/Q4: Weiter Fokus auf die U.S.-Big Tech-Zugpferde

Obwohl die Marktbreite insgesamt zunimmt, haben die „Magnificent 7“ weiterhin das Potenzial, den Aktienmarkt zu tragen. Die zunehmende Heterogenität ist allerdings beachtlich: Während die überragende Performance vom Klassenprimus Nvidia seit Jahresbeginn von fulminanten 141% überwiegend auf die Bewertung zurückzuführen ist, konnte Amazon mit einem Total Return von 17% v. a. beim Gewinn pro Aktie (EPS) punkten, während die Bewertung gar negativ ausfiel. Bei Meta hingegen basiert die Total Return-Zerlegung ausgewogen auf Bewertung und EPS. Mit Ausnahme von Tesla sind alle sieben Titel bei den Analysten weiterhin „strong buys“. Der weiter auseinanderlaufende Spread in der 12M-Forward-Nettogewinnmarge zwischen dem IT-Sektor und Large Caps allgemein stützt diese Einschätzung.

Einstiegsgelegenheit bei günstig bewerteten defensiven Stilfaktoren

Bei einem nach wie vor hohen Zinsniveau und sich zunehmend in das Jahresende hineinverlagernden Zinssenkung(-serwartung) en empfiehlt sich stilseitig im Einklang mit der übergeordneten negativen strategischen Ausrichtung weiterhin eine defensivere Aufstellung Richtung Quality, Low Risk und Dividenden. Bis auf Quality sind diese Stile sehr günstig bewertet und bieten gute Einstiegsgelegenheiten (siehe Abbildung). Bei Low Size ist Vorsicht geboten: Die günstige Bewertung täuscht hier über die seit Jahren sinkenden Gewinnmargen und Underperformance, z.B. bei U.S.-Small Caps, hinweg. Erst nach einer Rezession ist hier historisch wieder ein Einstieg zu empfehlen. ■





Dr. Christian Schwarz
Abteilungsleiter
Asset Management Multi Asset & Overlay

Keep calm and carry on!

Der Marathon-Lauf in unserem Basis-Szenario geht weiter. Ein positives, aber niedriges globales Wachstum, abnehmende Tail-Risiken und keine schwere Rezession im negativen Szenario sind die Rahmenbedingungen für unsere Portfolioausrichtung. Die Marktstimmung hat sich leicht eingetrübt, erscheint jedoch neutral und dem Marktkonsens zu entsprechen. Die Hürde für weitere positive Überraschungen dürfte allerdings höher liegen. Die Zinswende hat begonnen, könnte aber durch eine anhaltend hartnäckige Inflation verzögert werden. Zinstragenden Anlagen und der Zinsduration kommen damit eine zentrale Bedeutung in der Portfolioausrichtung zu. Festverzinsliche Wertpapiere bleiben im Vergleich zu anderen Anlageklassen hoch attraktiv, was sich in der Portfolioallokation niederschlägt. Bei der Zinsduration sind die Portfolios zurzeit neutral positioniert, perspektivisch streben wir in diesem Kontext sukzessive einen weiteren Ausbau der Zinsduration an.

Bei den Unternehmen scheint sich die Gewinnsituation dahingehend zu verbessern, dass eine Zunahme der Breite bei den Gewinnen zu beobachten ist. Zwar scheinen Technologiewerte schon viel Potenzial eingepreist zu haben, insgesamt sehen wir die Aktienposition auf neutralem Niveau. Zur weiteren Diversifikation des Aktienportfolios setzen wir zusätzlich auf aussichtsreiche Sektoren, die aus unserer Sicht noch Reserven bieten, z.B. sind das derzeit Banken, Energie und Industrials. Es gilt aus unserer Sicht weiterhin, diese temporären Marktchancen aktiv zu nutzen, um die Stabilität der Portfolios zu erhöhen, Risikokonzentrationen zu reduzieren und in der Allokation den Schwerpunkt auf Diversifikation zu legen. Hierbei ziehen wir es vor, von dem noch positiven Umfeld indirekt zu profitieren und insbesondere mit „Carry“-Strategien diese Marktchancen zu nutzen.

Comeback der Korrelationen setzt sich fort

Im letzten Quartal haben wir über das Comeback der Korrelationen berichtet, das durch die Rückkehr des Zinses erst möglich wurde. Dieses Bild hat sich in den zurückliegenden drei Monaten

weiter gefestigt. Der Vorteil eines Multi Asset-Portfolios im Vergleich zu einem reinen Aktienportfolio, gemessen durch die Sharpe-Ratio, besteht weiterhin und hat sich weiter ausgebaut (siehe Abbildung). Aber nicht nur Aktienindizes, die sich z. T. weiterhin durch hohe Risikokonzentration bei Technologietiteln auszeichnen, haben risikoadjustiert das Nachsehen gegenüber diversifizierten Allokationen. Auch der sichere Hafen Geldmarkt bzw. Liquidität gerät ins Wanken. Auch hier kann man von einer hohen Risikokonzentration im Sinne von Opportunitätskosten sprechen, wenn man berücksichtigt, dass mit über 30% z. T. so hohe Liquiditätsquoten bei Investoren gehalten werden, wie seit vielen Jahren nicht mehr. Nach der ersten Zinssenkung der EZB und mit dem Ausblick weiter sinkender Zinsen ist mancherorts eine zunehmende Nervosität zu beobachten und die Suche nach dem richtigen Zeitpunkt für Investitionen hat begonnen. Der sinkende Geldmarkt- und Einlagensatz gibt schon die Antwort. Das heißt, der beste Zeitpunkt liquide Mittel abzubauen und zu investieren, ist jetzt. Diversifikation lohnt sicher wieder, die Streuung über mehrere Assetklassen verringert Marktrisiken. Die Rückkehr zur strategischen Asset Allokation steht nach der Bewertung dieser Daten außer Frage.

Investiert sein bleibt Trumpf

Ruhe bewahren, auch im sich abschwächenden Konjunkturmilieu und weiter investiert bleiben, so lautet unser Fazit. Die Blaupause für die kommenden Monate dürfte in der Vergangenheit liegen. An der Asset Allokation festzuhalten, hat sich bislang ausgezahlt. Wir blicken zurück auf den Jahresbeginn: „Fuß von der Bremse nehmen – Investiert sein ist nächstes Jahr Trumpf“, so lautete die Überschrift. Die Rückkehr des Zinses und der Korrelationen unterstreichen dieses Bild. Die erfreuliche Entwicklung der Portfolios in den letzten acht Monaten spricht hier eine klare Sprache. Wichtig bleibt die kurz- bis mittelfristig dynamische Ausrichtung am aktuellen Marktumfeld, um Marktchancen zu nutzen. Der Ausbau der Position in Renten EM, zins- und spreadtragende Assetklassen mit längeren Laufzeiten und hoher Diversifikationswirkung bleibt bei unserer Anlagestrategie im Fokus. ■

Rollierende Sharpe-Ratio Differenz über 1 Jahr zwischen Multi Asset- und Aktien Portfolio



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, Stand 03. September 2024





Axel Drwenski
Head of Research
Transactions & Strategy – Real Assets

Am Anfang steht eine Enttäuschung

Kurz vor Ende des 3. Quartals müssen wir konstatieren, dass unsere ursprüngliche Annahme von schnellen Zinssenkungen über den Sommer im Großen und Ganzen enttäuscht wurde. Die Inflation hat sich, besonders in den USA, nicht so schnell vermindert, wie wir annehmen, was zusammen mit den weltpolitischen Spannungen dafür gesorgt hat, dass die Zinsen höher blieben als erwartet. Damit hat sich auch unsere Hoffnung, dass der Markt für Real Assets über 2024 wieder in den Aufschwungsmodus umschalten wird, nicht bestätigt. Zwar gibt es Anzeichen einer schrittweisen Normalisierung, eine breite Erholung ist allerdings noch nicht eingetreten: So bewegt sich beispielsweise das globale Immobilientransaktionsvolumen im Jahresverlauf um 6% unter dem bereits schwachen Vorjahreswert und auch bei Infrastrukturanlagen sieht es mit -5% kaum besser aus. Käufer und Verkäufer finden noch nicht zueinander.

Gestiegene Einnahmen stehen erodierenden Bewertungen gegenüber

Trotz des schwierigen Umfelds konnte die Assetklasse Infrastruktur im letzten Jahr gut abschneiden. So berichtet Scientific Infra, dass ihr auf der Entwicklung von Infrastrukturunternehmen beruhender Index (EDHEC 300) im Juli 2024 einen annualisierten Total Return von 11,1% erzielen konnte (siehe Abbildung). Getrieben wurde das Ergebnis durch das Wachstum der Einnahmen und weniger durch die Bewertungen: Während der Cashflow ein Plus von 11,5% p. a. für den Juni 2024 aufweist, liegt der Bewertungseffekt bei -0,4% p. a. Dies belegt wieder einmal die Besonderheit dieser Anlageklasse und ihre geringe Korrelation zu anderen Investments. Dabei soll nicht unter den Tisch fallen, dass Investitionen in Infrastruktur mit einer höheren Volatilität als z.B. bei Immobilien einhergehen.

Markt erholt sich

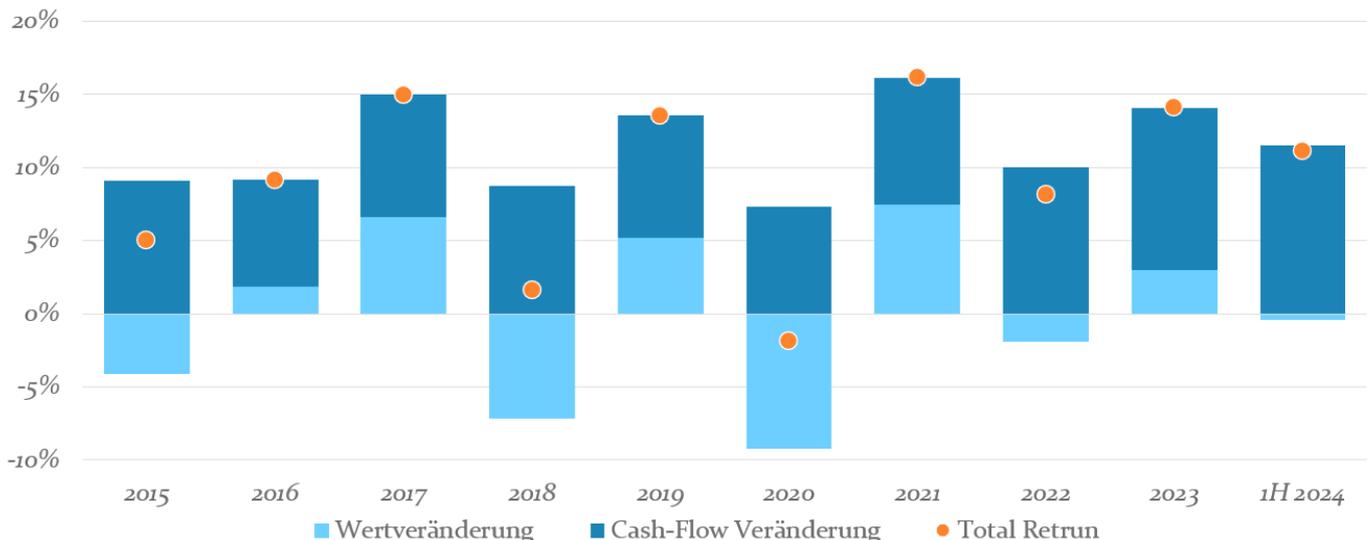
Angesichts der Zinsen und der sich noch in Bewegung befindlichen Preise ist es wenig verwunderlich, dass Anleger zurückhaltender als in der Vergangenheit sind. Diese Zurückhaltung drückt sich u. a. darin aus, dass das eingesammelte Kapital unter dem Volumen der Vorkrisenjahre liegt und Fondsinitiatoren davon berichten, dass der Entscheidungsprozess auf Seiten der Investoren spürbar länger dauert, als in der Vergangenheit. Zu den eingangs

erwähnten Zeichen einer Normalisierung gehört in diesem Zusammenhang, dass nach Daten von Preqin über die ersten sechs Monate 2024 mit knapp 55 Mrd. USD mehr als doppelt so viel Kapital für Infrastrukturfonds eingesammelt wurde als im, zugegebenermaßen sehr schwachen, Vorjahreszeitraum. Den Vorzug geben Investoren mit fast 90% des eingesammelten Kapitals Anlagen in Europa und Nordamerika. Bemerkenswert ist, dass Asien-Pazifik in der Gunst der Investoren über die Zeit deutlich aufgeholt hat.

Aussichten für Infrastrukturmärkte sind gut

Investoren sind gut beraten, sich auf Bereiche zu fokussieren, die durch den strukturellen Wandel Rückenwind haben. Insbesondere die Transformation zu CO₂-armen Wirtschaften und der zunehmende Transportbedarf werden langfristig für ein positives Umfeld sorgen. Um beispielsweise das Pariser 1,5-Grad-Ziel noch zu erreichen, ist es notwendig, dass sich der Ausbau der Erneuerbaren Energien beschleunigt. So berechnete jüngst die Internationale Organisation für Erneuerbare Energien, dass wir die weltweite Kapazität von rund 3.000 Gigawatt (GW) vom vergangenen Jahr bis 2030 auf 10.000 GW erhöhen müssen. Demnach müssen weltweit pro Jahr Anlagen mit einer Kapazität von 1.000 GW neu installiert werden. Vor dem Hintergrund, dass 2023 nur etwa 570 GW neu hinzukamen, ist dies ein herausforderndes Ziel. Auch muss berücksichtigt werden, dass es mit neuen Solar- oder Windkraftanlagen oder auch Atomkraftwerken nicht getan ist, sondern ebenfalls das gesamte Netz mitwachsen muss: Stromübertragungs- und -speicherungskapazitäten sowie der Aufbau einer intelligenten Netzsteuerung sind hier die Schlagwörter. Ebenfalls gute Aussichten sehen wir für die Transportinfrastruktur. Nicht nur, dass die globale Industrieproduktion bis 2028 um durchschnittlich 2,7% p. a. zulegen soll, auch das erwartete Wachstum der Logistikbranche (4,1% p. a.) und des Containerumschlags (3% p. a.) deuten auf ein gesundes Wachstum hin. Der Einsturz der Carolabrücke in Dresden hat uns vor Augen geführt, dass neben dem Ausbau auch der Erhalt und die Ertüchtigung der bereits bestehenden Infrastruktur notwendig ist, was allerdings mit einem hohen Kapitalbedarf einhergeht. Ohne institutionelle Investoren, die das Wachstum ermöglichen, ihr Know-how einbringen und es begleiten, wird dies nicht machbar sein! ■

Direkte Infrastrukturanlagen, Ertragsentwicklung in % p.a.



Quelle: Scientific Infra, EDHEC 300; Stand: 09. September 2024





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

Bunds unterstützt, Zinskurve fast normalisiert und Covered Bonds weiter unser Favorit

Bundesanleihen sind dies- und jenseits des Atlantiks gut unterstützt. Auch wenn bei aufkeimender Risikoaversion Niveaus um 2% kurzzeitig untertroffen werden könnten, bleiben wir strategisch neutral. Unser Jahresendziel von 2,4% behalten wir vorerst bei. Die Normalisierung der deutschen Zinskurve ist fast vollzogen, wir halten den Bereich 5-2 Jahre aber noch für interessant. Bei Euro-land-Staaten sehen wir weiterhin Risiken für eine Ausweitung der Risikoprämien, die wir dann aber eher zu einem Einstieg nutzen würden. Covered Bonds bleiben bei uns Übergewichtet. Bei U.S.-Staatsanleihen haben wir das Übergewicht vs. Bunds geschlossen. Beim EUR/USD erwarten wir weiterhin einen Seitwärtsmarkt ohne nennenswerte Impulse, auch wenn das Währungspaar aktuell einen Ausbruch nach oben versucht.

IG-Corporates strategisch weiter positiv, Rest neutral

Trotz des Credit-Ertrags der letzten Monate bleiben wir bei Corporates mit hoher Bonität strategisch Übergewichtet. Sinkende Inflation und Leitzinsen bieten für die Assetklasse ein sehr gutes Umfeld. Im High Yield-Markt sind die Risikoprämien eher niedrig und daher bleiben wir neutral. Für EM bleiben wir bei Staaten und Corporates trotz guter Fundamentaldaten und historisch gesehen hoher Risikoprämien ebenfalls neutral – das Timing ist hier nicht ideal.

Branchen- und stilseitig defensiv bleiben

Die Modellschätzung „Gewinnwachstumsprognose der Unternehmen“ auf Basis der Frühindikatoren hatte Ende Q2 ein Plateau ausgebildet und nun erstmals im August eine signifikante Abwärtsbewegung vollzogen. In Kombination mit dem weiter schwachen Makroumfeld und der geopolitischen Lage mit zahlreichen Brennpunkten haben wir deshalb die strategische Markteinschätzung erstmals im Jahr 2024 von neutral auf negativ herabgestuft. Defensive Stile bevorzugen wir weiterhin.

Multi Asset bevorzugt zinstragende Anlageklassen

Bei unseren Multi Asset-Portfolios lautet unsere These „Keep calm and carry on!“. Wir präferieren weiterhin zinstragende Titel gegenüber anderen Assetklassen und setzen auf das Comeback der Korrelationen. Diversifikation zahlt sich wieder aus. Wir bevorzugen internationale Anleihen, allen voran Renten-EM. Im Aktienbereich sehen wir derzeit insbesondere die Sektoren Banken, Energie und Industrie im Vorteil. Im Zuge einer Normalisierung der Zinsstrukturkurve bieten breit diversifizierte Portfolios wieder attraktive (Real)Renditen und einen besseren Schutz.

Immobilienkorrektur läuft aus, Infrastruktur weiterhin gefragt

Die Immobilienmarktkorrektur läuft langsam aus. Dem herausfordernden (Re-)Finanzierungsumfeld steht eine relativ gesunde Flächennachfrage sowie die Erwartung auf steigende Mieten gegenüber. Es wird nur wenig gebaut, was sich mittelfristig als Bürde für Mieter und Nutzer erweisen wird. Die Assetklasse Infrastruktur ist im Vergleich positiver zu sehen, da das Nachhaltigkeitsbewusstsein zunimmt, ein massiver Investitionsbedarf existiert und zudem im Vergleich zu Immobilien stabilere sowie höhere Renditen locken.

Risiken für unser Weltbild

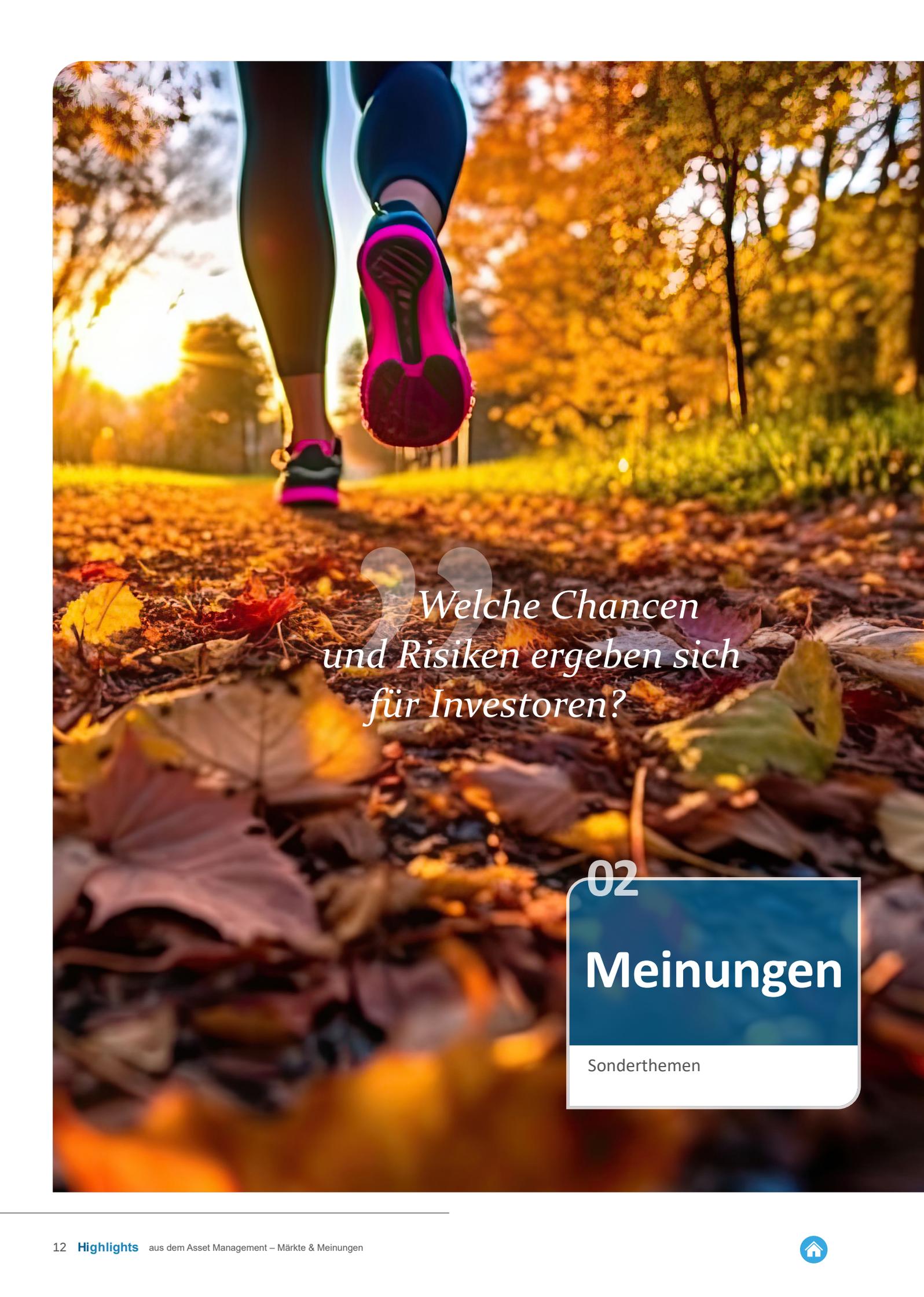
Die Risikofaktoren haben sich gegenüber der letzten Ausgabe nur leicht verändert und umfassen nun vorrangig die Finanzmarktstabilität, geopolitische Krisenherde sowie die konjunkturelle Schwäche Chinas, insbesondere im dortigen Immobiliensektor. Mit Blick auf die anstehende U.S.-Wahl berücksichtigen wir beim Abwägen unserer Investitionsentscheidungen zudem das Szenario eines möglichen Handelskriegs, welches sich bei einem Wahlsieg von Donald Trump materialisieren könnte. ■

Strategisches Bild bis Jahresende

	September 2024	Zielkorridor (Jahresende)	
Renten			
Deutschland (10J Bund)	2,15%	2,30% bis 2,50%	Immobilien
Eurozone Staatsanleihen (Index vs. Bunds)	65 bp	60 bp - 70 bp	Büro
Int. EUR Covered Bonds (1-10J vs. Bunds)	67,5 bp	55 bp - 65 bp	Logistik
U.S. Staatsanleihen (10J T-Note vs. Bunds)	155 bp	165 bp - 195 bp	Wohnen
			Einzelhandel
Credit			
IG EUR (Index OAS)	125 bp	115 bp - 130 bp	Infrastruktur
HY EUR (Index OAS)	370 bp	350 bp - 400 bp	Energie
EM (je 50% EUR / 50% USD Index vs. Staat)	300 bp	290 bp - 320 bp	Versorgung
EM Corporates (CEMBI Broad Div. OAS)	280 bp	270 bp - 290 bp	Kommunikation
			Transport
Aktien			
Welt (MSCI World)	3.550	3.400 - 3.600	
Euroland (EuroStoxx 50)	4.800	4.600 - 4.875	
USA (S&P 500)	5.450	5.300 - 5.575	
EM (MSCI EM)	1.075	1.025 - 1.100	
Währungen			
EUR vs. USD	1,10	1,08 - 1,13	

Quelle: Helaba Invest, Stand: 09. September 2024





*Welche Chancen
und Risiken ergeben sich
für Investoren?*

02

Meinungen

Sonderthemen





Dr. Christopher Thiem
Kapitalmarktresearch & AM RentenFX

Die G7 im Schuldensumpf: Was bedeutet die zunehmende Staatsverschuldung für Investoren?

68 Billionen USD – auf diese gewaltige Summe sind die aggregierten Staatsschulden der Industrienationen laut Daten des Internationalen Währungsfonds (IMF) im letzten Jahr angestiegen (Abbildung 1). Während übermäßige Schulden in den vergangenen Jahrzehnten vor allem bei Entwicklungsländern ein Problem darstellten, richtet sich angesichts der erreichten Größenordnungen nun auch zunehmend der Fokus auf die entwickelten Staaten.

Insbesondere in den letzten vier Jahren hat deren Verschuldung dank umfangreicher Fiskalprogramme während der Corona- und Energiekrise noch einmal deutlich zugenommen. Hinzu kamen steigende Verteidigungsausgaben und Belastungen durch geopolitische Konflikte. Selbst wenn man einen Großteil dieser Kosten als einmalige Sonderausgaben einstuft, stehen die Industrienationen vor großen Herausforderungen. Stark gestiegene Zinsniveaus sowie absehbar höhere Aufwendungen im Zuge des Klima- und demographischen Wandels werfen weiterhin ernste Fragen hinsichtlich der langfristigen Tragfähigkeit der Staatsfinanzen auf.

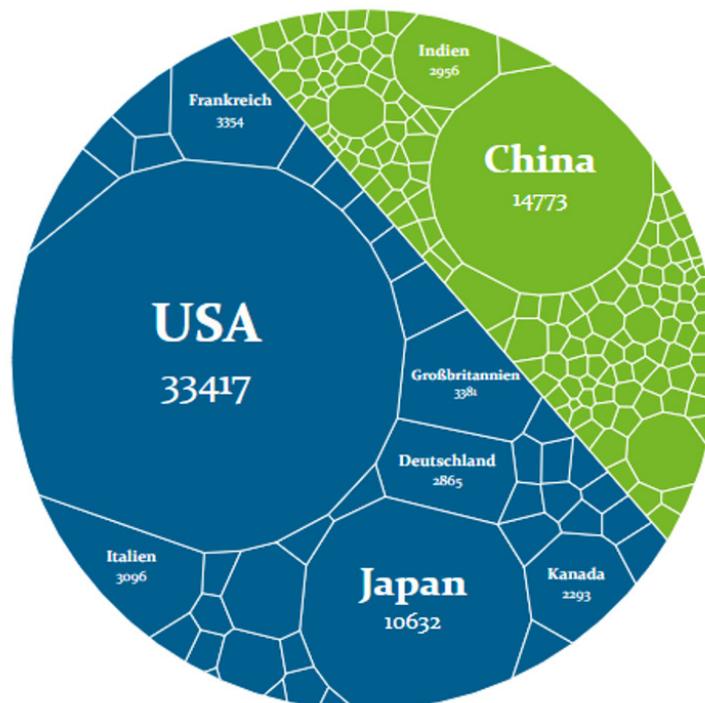
Im Folgenden wollen wir den mit den G7-Ländern verbundenen Teil der „Welt voller Schulden“ genauer beleuchten. Was sind die Hauptfaktoren, die die zukünftige Schuldendynamik in den Industrienationen beeinflussen? Welche Konsequenzen könnten dauerhaft höhere Schuldenstände mit sich bringen?

Und vor allem: Welche Chancen und Risiken ergeben sich für Investoren?

Abbildung 1: Eine Welt voller Schulden

Staatsverschuldung in Mrd. USD (2023)

- Schwellen- und Entwicklungsländer
- Industriestaaten



Quelle: IMF World Economic Outlook Database; Stand: 31. Dezember 2023, Helaba Invest



Zukunft der Schulden: Prognosen und ihre Bestimmungsfaktoren

Abbildung 2 zeigt die langfristige Entwicklung der Staatsschulden der G7 relativ zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt (BIP). Auffällig ist zunächst, dass die Verschuldung in Friedenszeiten bei den meisten Ländern noch nie so hoch war wie am aktuellen Rand. Bereits seit Mitte der 1970er sind die Schuldenquoten fast kontinuierlich gestiegen. Den größten Zuwachs verzeichnete dabei Japan, welches 1975 mit einer Schuldenquote von 21% startete und heute mit einem Wert von über 250% den unangefochtenen Spitzenplatz innerhalb der G7 einnimmt. Mit Ausnahme Deutschlands (64%) konnte 2023 darüber hinaus aber auch kein anderes G7-Land mehr einen Schuldenstand von unter 100% der jährlichen Wirtschaftsleistung ausweisen.

Die ebenfalls in der Abbildung dargestellten Langfristprojektionen bis 2050 deuten in eine ähnliche Richtung. Bei fünf der sieben Länder werden auch über die nächsten Jahrzehnte hinweg steigende Schuldenquoten erwartet. Vor allem die USA stehen hier mit dem stärksten relativem und absolutem Anstieg hervor: Während der Schuldenstand gegenwärtig mit 122% im historischen Vergleich bereits klar erhöht ist, muss man 2050 möglicherweise sogar mit einer U.S.-Schuldenquote von über 215% des BIP rechnen. Positive Ausnahmen stellen in Abbildung 2 lediglich Deutschland und Kanada dar. Bei beiden wird bis 2050 ein Rückgang der relativen Verschuldung auf etwa 45% des BIP prognostiziert.

Insgesamt deuten die prognostizierten Verschuldungspfade auf zunehmende Risiken hinsichtlich der Schuldentragfähigkeit der G7-Länder hin. Wie die Historie (Japan!) jedoch zeigt, sind steigende Schuldenquoten allein noch kein ausreichender Indikator für zukünftige Staatsschuldenkrisen oder Zahlungsausfälle. Darüber hinaus sind die Projektionen von zahlreichen Annahmen abhängig. Um ein besseres Gefühl für ihre Aussagekraft zu gewinnen, ist es daher hilfreich, sich die wesentlichen Bestimmungsfaktoren der Langfristprognosen einmal genauer anzuschauen.

Der r-g Faktor

Vereinfacht lässt sich die Veränderung der Schuldenquote über die Zeit mit Hilfe der folgenden Gleichung beschreiben:

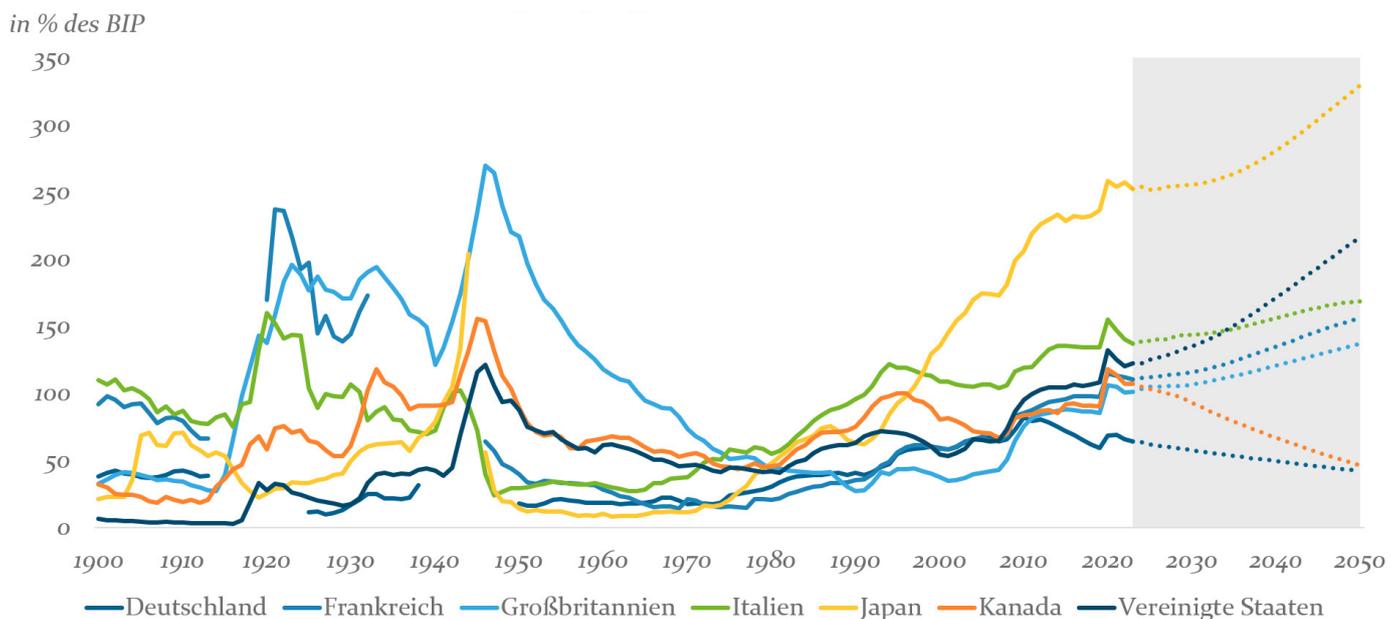
$$(1) \Delta d_t \approx (r_t - g_t)d_{t-1} + \frac{PD_t}{Y_t}$$

wobei d_t die Schuldenquote in Periode t darstellt, r_t den durchschnittlichen nominalen Zinssatz auf die Staatsverschuldung, g_t die Wachstumsrate des nominalen BIPs, PD_t das Primärdefizit als Differenz der Staatsausgaben und -einnahmen (ohne Zinszahlungen) und Y_t das nominale BIP.

Bei einem ausgeglichenen Staatshaushalt ($PD = 0$) hängt die künftige Entwicklung der Schuldenquote also vor allem von den effektiven Zinsen ab, die die Regierung zahlen muss, sowie vom Wirtschaftswachstum. Gilt $r > g$, so würde sich die Schuldenituation des Landes automatisch weiter verschlechtern. Bereits zur Stabilisierung des Verschuldungsgrads wäre in diesem Fall ein Haushaltsüberschuss notwendig ($PD < 0$). Im Gegenzug ermöglichen relativ niedrige Zinsen ($r < g$) aber auch geringfügige Defizite ($PD > 0$), ohne die Stabilität der Schuldenquoten zu gefährden.

Die in Abbildung 2 gezeigten Schuldenpfade sind folglich von allen Faktoren abhängig, die auch r und g beeinflussen. Gerade die Kapitalmarktzinsen sind seit 2020 signifikant gestiegen, so dass sich perspektivisch auch die Effektivzinsen der Staaten höheren Niveaus anpassen sollten. Sowohl wir bei der Helaba Invest als auch das Gros der Kapitalmarktteilnehmer gehen nicht davon aus, dass sich die Null- und Negativzinsphase der Jahre 2012 bis 2022 mittelfristig wiederholen wird.¹ Dagegen sprechen sowohl die noch immer persistenten Kerninflationen als auch der in Zukunft absehbar erhöhte Investitionsbedarf im Zuge der Megatrends Dekarbonisierung und Deglobalisierung.² Zusammen mit dem demographischen Wandel könnten diese strukturellen Trends nach vorne heraus zudem auch negativ auf das Potenzialwachstum und somit auf g einwirken. Generell prognostizieren die Volkswirte

Abbildung 2: G7 Staatsschulden – Historie und Langfristprognosen



Schuldenquoten der G7 nahe Rekordniveaus

Quelle: IMF Public Finances in Modern History, Cousin et al. (2024), Bloomberg, Helaba Invest; Stand: 31. August 2024



für die entwickelten Ländern langfristig deutlich zurückgehende durchschnittliche Wachstumsraten, wobei im Rahmen der meisten Analysen die potenziell hohen Produktivitäts- und Wachstumsgewinne, die aus der Anwendung generativer KI entstehen könnten, bislang noch nicht berücksichtigt werden.³ Ebenso könnten sich die Regierungen aus eigener Kraft heraus ein günstigeres Verhältnis von r und g sichern, indem sie durch Strukturreformen das Wirtschaftswachstum nachhaltig positiv beeinflussen.

Im Endergebnis ist es schwierig, für derart lange Zeiträume belastbare Prognosen für den r - g Faktor anzufertigen. Es bleibt hochgradig unsicher, auf welchem Niveau sich die Zinsen in den nächsten 25 Jahren durchschnittlich befinden werden, welche Wachstumsimpulse mit Hilfe neuer Technologien tatsächlich realisiert werden können oder wie groß der politische Druck werden muss, damit schwierige Wirtschaftsreformen implementiert werden. Aus heutiger Sicht sprechen die strukturellen Trends und das gestiegene Zinsumfeld jedoch dafür, dass sich das Verhältnis von r und g langfristig etwas weniger günstig für die Schuldner entwickeln sollte.

Defizite, Haushaltsanpassungen und Zukunftsbudgets

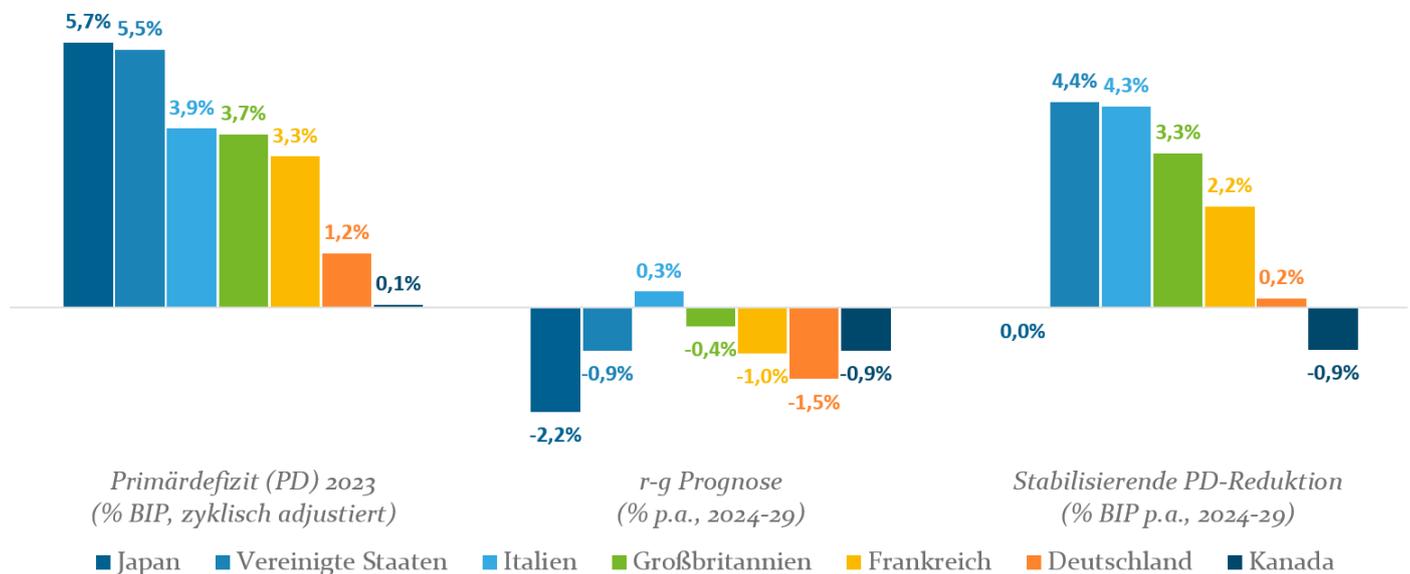
Was könnten die Regierungen also in der kurzen Frist, sagen wir über einen Zeitraum von fünf Jahren, unternehmen, um vorausschauend langfristige Risiken zu reduzieren? Abbildung 3 zeigt drei der zur Beantwortung dieser Frage wesentlichen Elemente: die zuletzt realisierten Primärdefizite für das Jahr 2023, Fünfjahresprognosen für den r - g Faktor sowie die durchschnittliche Haushaltskonsolidierung, die jeweils notwendig wäre, um die Schuldenquoten der Länder über die nächsten Jahre konstant zu halten.

Wie zu erkennen ist, profitieren die meisten Länder in naher Zukunft weiterhin von einem günstigen r - g -Verhältnis. Da die durchschnittlichen Laufzeiten der Staatsanleihen zwischen sieben und zehn Jahren liegen, wird es noch einige Zeit dauern, bis sich die effektiven Zinslasten angepasst haben. Insbesondere Japan ist aufgrund seines hohen Defizits und Schuldenstands auf ein negatives r - g angewiesen.⁴ Des Weiteren wurden die Kassen einiger Länder im letzten Jahr noch immer durch Sondereffekte, wie z.B. der Inflationsausgleichprämie in Deutschland oder dem italienischen „Superbonus“, belastet. Bereits für 2024 werden wieder geringere Defizite erwartet.

Nichtsdestotrotz verdeutlicht Abbildung 3, dass auch die kurzfristigen Herausforderungen mitunter groß sind. Allein um ihre Schuldenquoten konstant zu halten, müssten Italien, Großbritannien und Frankreich bis 2030 ihre Primärdefizite dauerhaft um mehrere Prozent des BIPs reduzieren. Zur Beeinflussung des langfristigen Schuldenpfads wären dementsprechend noch größere Anstrengungen notwendig. Besonders auffällig sind jedoch erneut die USA: Hier ist die erforderliche Reduktion des Primärdefizits mit 4,4% des jährlichen BIPs am höchsten. Im Gegensatz zu Italien, welches eine ähnliche Anpassung benötigt, können die Vereinigten Staaten in der jüngeren Vergangenheit zudem nicht auf eine Historie von Primärüberschüssen verweisen.

Tatsächlich scheint es mit Blick auf die anstehende Präsidentschaftswahl in beiden politischen Lagern kaum Interesse an einer Konsolidierung zu geben. So schätzt die University of Pennsylvania, dass über die nächsten zehn Jahre im Falle einer Wiederwahl Trumps die Staatsverschuldung um weitere 4,1 Billionen (15% des BIP) und im Falle eines Harris-Siegs um weitere 2,0 Billionen

Abbildung 3: G7 – Primärdefizite, (r - g) Faktor und die Stabilisierung der Schuldenquoten



Kurzfristiger Balanceakt – Erhöhte Primärdefizite, aber noch günstige r - g -Faktoren
 Quelle: IMF Fiscal Monitor Database; Stand: 31. August 2024, Helaba Invest

¹⁾ Die Sicht der Kapitalmarktteilnehmer lässt sich beispielsweise an langfristigen Zinssätzen wie dem 5Y10Y-Forward Swap im Euroraum ablesen (also dem in fünf Jahren erwarteten Renditeniveau für die darauffolgenden zehn Jahre). Dieser Satz ist von einem Durchschnittswert von 1,5% zwischen 2015 und 2019 auf einen aktuellen Wert von 2,6% angestiegen.
²⁾ Einen in diesem Zusammenhang relevanten Beitrag zum Thema Gleichgewichtszins gab es auch in unserer letzten Highlights-Ausgabe 06/24
³⁾ Siehe dazu auch „ChatGPT und die Wirtschaft der Zukunft – Die makroökonomischen Auswirkungen von generativer KI“
⁴⁾ Im Falle Japans ergibt sich in Bezug auf die Finanzierungskosten und das Nominalwachstum ein besonders starker Hebeleffekt – siehe Gleichung (1). Desto höher die bestehende Schuldenquote $d_{(t-1)}$, desto relativ wichtiger ist der Einfluss des r - g -Faktors im Vergleich zum laufenden Primärdefizit.



USD (7,3% des BIP) ansteigen könnte – ohne die Berücksichtigung von Zinsen. Einzig die im Vergleich zu anderen G7-Staaten, wie Deutschland (47%) oder Frankreich (54%), besonders niedrige Steuerquote von 33% des BIP lässt hoffen, dass die USA ihre Staatsfinanzen mittelfristig noch auf ein stabileres Fundament stellen können.

Eine letzte, bislang unberücksichtigte Problematik betrifft die öffentlichen Aufwendungen. Wie Abbildung 4 veranschaulicht, sollten sich die Staatsausgaben bis 2030 allein aufgrund der Klimatransformation und des demografischen Wandels erheblich erhöhen. Da die Einnahmen wohl kaum in demselben Tempo mithalten werden, dürfte dies etwaige Konsolidierungsbemühungen der Staaten zusätzlich erschweren.

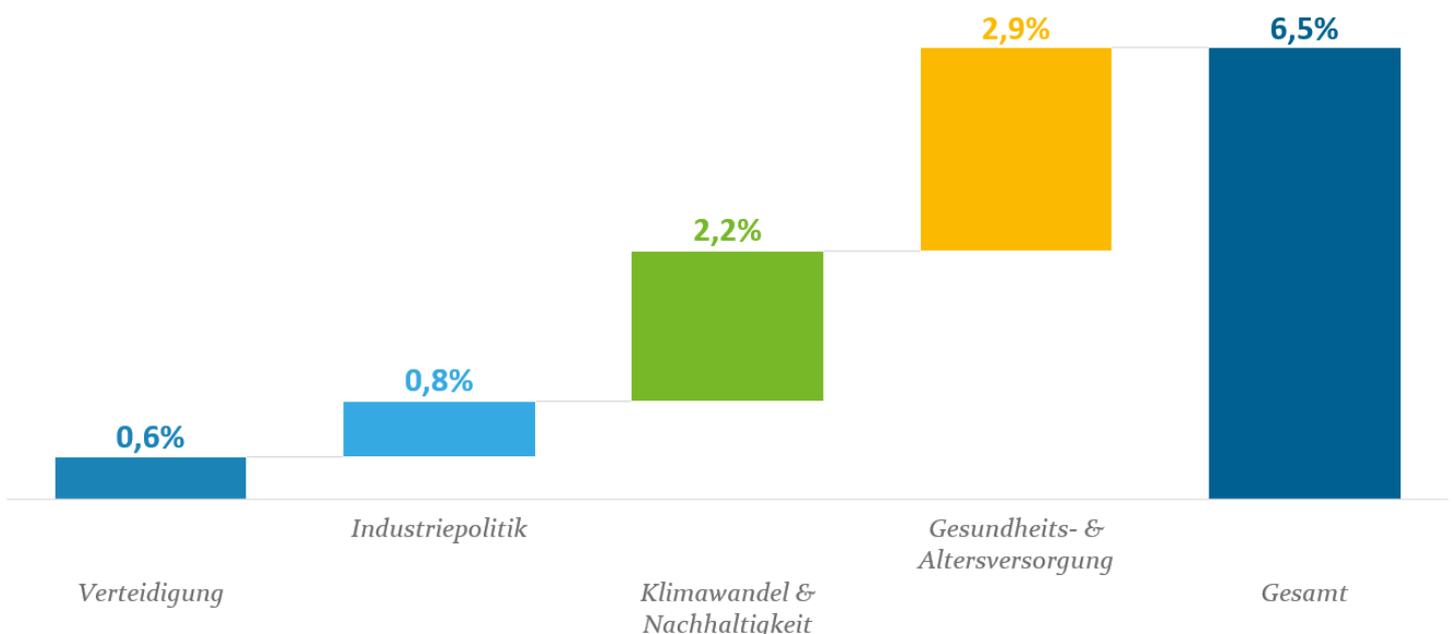
Was also, wenn die Schuldenquoten weiter steigen?

In Summe ist es folglich absehbar, dass die Verschuldungsgrade der meisten entwickelten Länder in naher Zukunft weiter steigen werden. Dies ist ein Zustand, der nicht ewig, aber unter Umständen sehr lange anhalten kann. Solange die Investoren eine zukünftige fiskalische Kurskorrektur und eine Stabilisierung der Schuldenquoten für möglich erachten, kann sich der bereits in den 70er-Jahren begonnene Trend weiter fortsetzen. Erst wenn die Arithmetik in Gleichung (1) in die Nähe einer explosiven Schuldendynamik rückt oder die Regierungen durch unüberlegte politische Ankündigungen das Vertrauen der Investoren verspielen, droht aus einer schlechten Schuldensituation eine Schuldenkrise zu werden. Letztere könnte sich in Form einer selbsterfüllenden Prophezeiung aus erhöhten Risikoaufschlägen, steigendem $r-g$ und steigender Schuldenquoten manifestieren und in letzter Konsequenz zu einem Staatsbankrott führen.

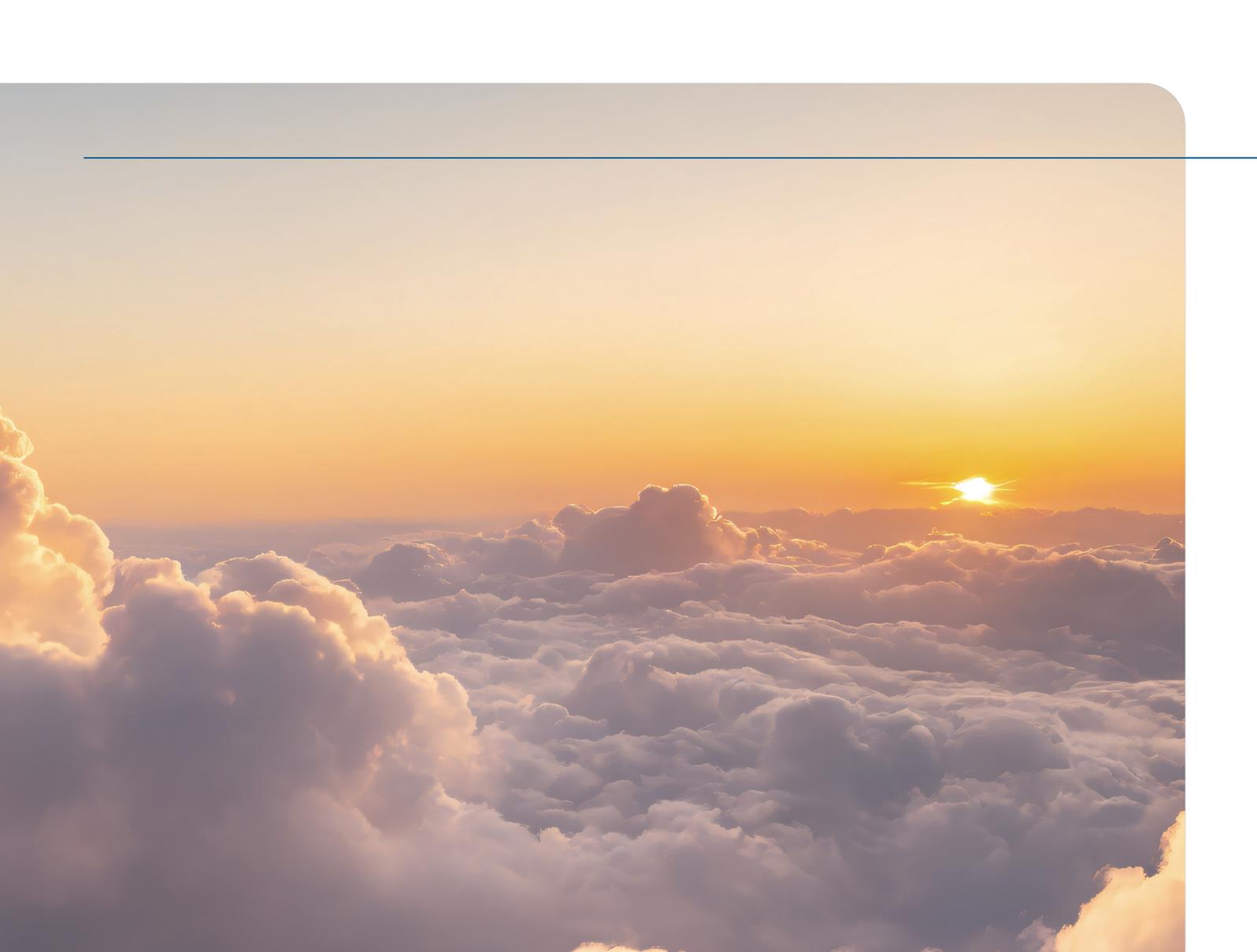
Wo Wirtschaftsreformen oder Sparmaßnahmen zur Abwendung eines solchen Negativszenarios in der Vergangenheit nicht möglich waren, haben Regierungen häufig versucht, die Unabhängigkeit der Notenbank zu untergraben und so eine „fiskalische Dominanz“ herbeizuführen. Niedrigere Leitzinsen und eine höhere Inflationsrate, beispielsweise aufgrund eines revidierten Notenbankziels, würden das nominale BIP-Wachstum unmittelbar in die Höhe treiben. Zumindest kurzfristig könnte der Schuldenpfad so positiv beeinflusst werden. Es besteht dabei jedoch die Gefahr, dass die Gläubiger dieses Manöver durchschauen und dauerhaft höhere Risikoprämien fordern, die den positiven Verschuldungseffekt mit der Zeit sogar überkompensieren. Zudem wären in der Zukunft immer größere Inflationsüberraschungen notwendig, um erneut eine vergleichbare Entlastung zu schaffen. Die Nebenwirkungen einer solchen Politik dürften über kurz oder lang auch das Potenzialwachstum negativ beeinflussen.

Die gute Nachricht ist, dass wir auf Basis unserer individuellen Analysen der G7-Staaten und ihrer Institutionen zu der Schlussfolgerung kommen, dass in allen Fällen das Entstehen derartiger Extremsituationen in der kurzen bis mittleren Frist weiterhin sehr unwahrscheinlich ist. Nichtsdestotrotz sollten Investoren darauf achten, dass sie für die mit den hohen Schuldenständen einhergehenden Risiken angemessen kompensiert werden. Die Regierungen täten wiederum gut daran, bereits vorausschauend jeden Anschein eines Kontrollverlusts bei den Staatsfinanzen zu vermeiden.

Abbildung 4: Industrienationen – Erwarteter Anstieg der öffentlichen Ausgaben bis 2030 (% BIP, p.a.)



Steigende Ausgaben – Megatrends als Belastungsfaktoren
Quelle: IMF Fiscal Monitor Database; Stand: 17. April 2024, Helaba Invest



Fazit und Marktimplikationen

Für Investoren wird die zunehmende Staatsverschuldung der G7-Länder in den kommenden Jahren ein zentrales Thema bleiben. Die Kombination aus rekordverdächtigen Schuldenständen, potenziell dauerhaft höheren Zinsen und einem geringeren Wirtschaftswachstum stellt die öffentlichen Schuldner vor ernsthafte Herausforderungen. Es ist bereits heute absehbar, dass die Schuldenquoten in den nächsten fünf Jahren mehrheitlich weiter ansteigen werden. Blickt man jedoch über die kurze Frist hinaus, so offenbart sich eine hohe Unsicherheit. Auf der einen Seite werden strukturelle Trends, wie Klima- und demografischer Wandel, die Staatskassen noch über Jahrzehnte hinweg belasten. Auf der anderen Seite könnten technologische Durchbrüche die Wachstums- und Schuldendynamik unerwartet verbessern.

Entscheidend ist letztendlich, ob die Marktteilnehmer weiterhin an die Fähigkeit der Staaten glauben, ihre Finanzen irgendwann in der Zukunft zu stabilisieren. Solange dies als möglich erachtet wird, bleibt auch bei steigenden Schuldenquoten eine Eskalation in Form einer Staatsschuldenkrise unwahrscheinlich. Eine eindeutige Schwelle für „gefährliche“ Verschuldungsgrade gibt es dabei nicht – eine Bewertung sollte stets im Kontext der jeweiligen fiskalischen, politischen und makroökonomischen Rahmenbedingungen erfolgen.

Insgesamt dürften die steigenden Schuldenstände zu mehr Unsicherheit und Volatilität führen, zugleich aber auch bessere Ertragsmöglichkeiten durch höhere Renditen und Risikoaufschläge eröffnen. Buy-and-hold-Investoren, die in der letzten Dekade noch von den Ankaufprogrammen der Notenbanken und einem strukturellen Trend hin zu niedrigeren Zinsen profitierten, werden es in Zukunft vermutlich nicht mehr so leicht haben. Eine breitere, internationale Diversifikation von Anleiheportfolios sowie eine kontinuierliche Analyse der Schuldenprofile im Rahmen eines aktiven Managementansatzes sollten sich dagegen zunehmend auszahlen. ■





Guido Justen
Fund Management Real Assets



Max-Fabian Glöckner
Strategisches Vertriebs- und Produktmanagement

Corporate Private Debt – Eine attraktive und vielseitige Assetklasse mit Opportunitäten im LBO-Markt

Corporate Private Debt – Das vielseitige Marktsegment im Überblick

Private Debt lässt sich dem Kosmos der Alternativen Investments zuordnen, welcher Investmentopportunitäten neben den traditionellen Assetklassen, wie etwa Aktien und Anleihen, umfasst. Die Anlageklasse Private Debt ist in der Literatur nicht übereinstimmend definiert, jedoch wird die folgende Begriffsdefinition schwerpunktmäßig verwendet:

Private Debt umfasst die Bereitstellung von Fremdfinanzierungsinstrumente durch vornehmlich privatwirtschaftliche institutionelle Investoren abseits des Bankensektors.

Werden Unternehmen finanziert, handelt es sich um Corporate Private Debt. Die Anlageklasse lässt sich nach weiteren Kategorien untergliedern, wie z.B. dem Rendite-/Risikoprofil der Kredittranchen in Verbindung mit dem jeweiligen Finanzierungszweck sowie weiteren Faktoren, wie beispielsweise Währung, Land, Bonität, etc. Die Kredittranchen lassen sich z.B. nach Senior Debt (vorrangig besichert), Junior/Subordinated Debt (nachrangig besichert) und Unitranchen (Mischung aus vorrangig sowie nachrangig besicherten Tranchen) einteilen.

Corporate Private Debt ermöglicht es institutionellen Investoren, insbesondere über Kreditfonds am Kreditmarkt, sowohl an größeren als auch an mittelständischen Unternehmen zu partizipieren. Kreditfonds im Corporate Private Debt-Bereich weisen eine Viel-

zahl unterschiedlicher Anlagestrategien auf, welche sich schwerpunktmäßig in die folgenden Kategorien einteilen lassen:

- / Direct Lending (primäre direkte Kreditvergabe),
- / Distressed Debt (z.B. notleidende Kredite),
- / Special Situations (Sondersituationen, hierzu zählen u. a. Umstrukturierungen),
- / Mezzanine (Finanzierungsmischform zwischen Eigen- und Fremdkapital) und
- / Venture Debt (Wagniskapital).

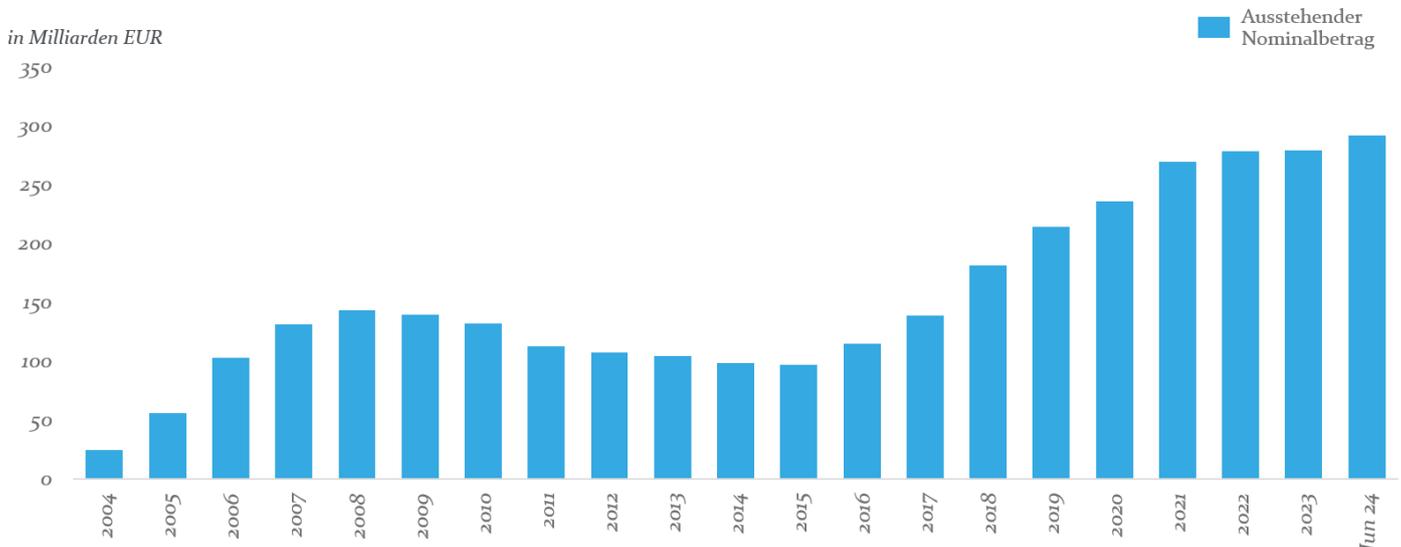
Besonders hervorzuheben ist, dass in den letzten Jahren Corporate Private Debt-Fonds vermehrt Leveraged Buy-Out (LBO)-Finanzierungen übernommen haben, d.h. fremd(kapital) finanzierte Unternehmensübernahmen, und sich dadurch noch stärker als interessante Finanzierungsquelle für Unternehmen etablieren konnten.

Bei den auch für die LBO-Finanzierungen vergebenen Leveraged Loans handelt es sich i.d.R. um besicherte Kredite an Unternehmen unterhalb der Investment Grade-Kategorie. Leveraged Loans umfassen z.B. neben Bankenfazilitäten (z.B. revolvingende Kreditfazilitäten) i.d.R. sogenannte Term Loans, welche von Banken oder institutionellen Investoren begeben werden können (z.B. über Corporate Private Debt-Fonds). Überdies besteht die Möglichkeit, dass Term Loans von einer Investmentbank an Geschäftsbanken oder institutionelle Anleger syndiziert werden können.

Die positive Marktentwicklung hält an

In den letzten Jahren erzielte die Anlageklasse Corporate Private Debt u. a. wegen ihrer attraktiven Renditen einen starken Aufschwung in den Portfolios deutscher institutioneller Investoren.

Abbildung 1: Morningstar European Leveraged Loan Index



Quelle: PitchBook | LCD; Stand: 30. Juni 2024

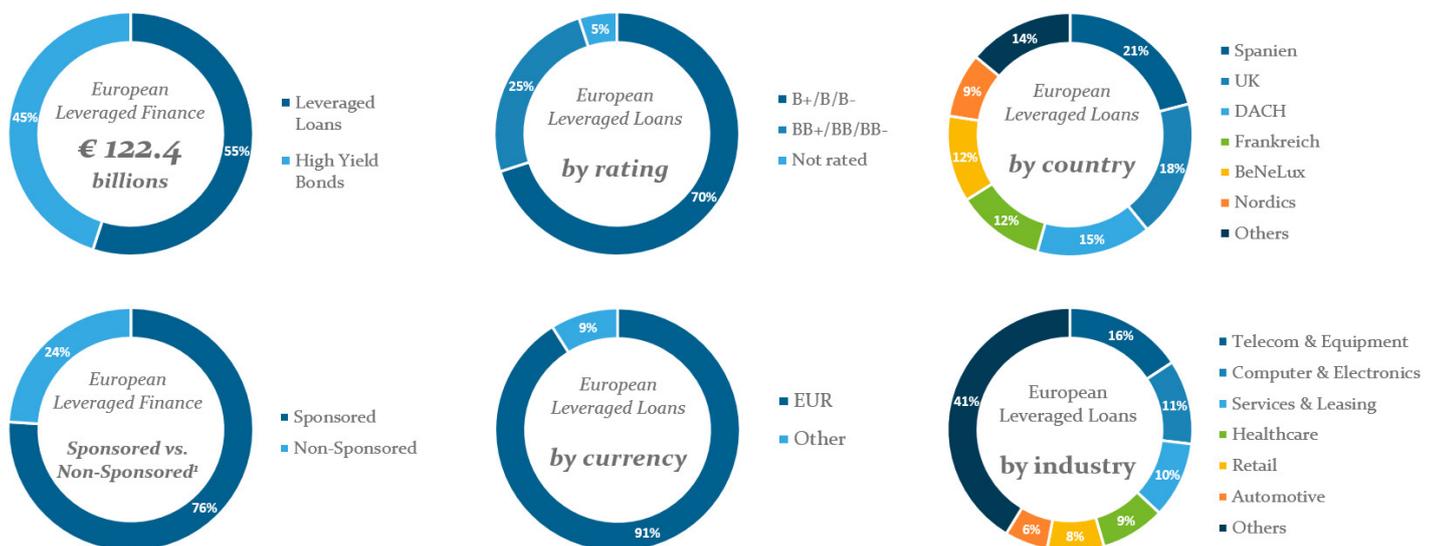


Nicht nur aufgrund der geringen Korrelation zu traditionellen Anlageklassen stellt Corporate Private Debt aus Gesichtspunkten der Portfoliodiversifikation auch in Zukunft eine sinnvolle Anlagealternative dar. Insbesondere seit der Finanzkrise 2008 nahm die positive Entwicklung der Assetklasse aufgrund der stark begrenzten Kreditvergabe durch die Banken zu. Corporate Private Debt etablierte sich zuerst in der Finanzierungslücke zwischen Senior Debt (besicherte Finanzierung) und Eigenkapital, ist aber inzwischen auch verstärkt in den Bereich Senior Debt vorgedrungen. Starke Treiber für die Entwicklung des Corporate Private Debt-Marktes auf der Angebotsseite sind beispielsweise der Bedarf an Re- und Neufinanzierungen von Unternehmen sowie die Abschwächung der Bankenaktivitäten in verschiedenen Kreditbereichen.

der allgemeinen Verbesserung der Konditionen für Kredite wieder deutlich an Attraktivität gewonnen. Je nach Darlehensart ergeben sich aktuell Renditen von 7 – 15% p.a., was im Vergleich zu den Vorjahren einen deutlichen Renditesprung darstellt.

Die Darlehen in europäischen Strukturen sind normalerweise variabel verzinslich und werden viertel- oder halbjährlich gezahlt, womit sie ein vergleichbares Ausschüttungsprofil wie entsprechende liquide Anlageprodukte aufweisen. Allerdings ist die Volatilität der Bewertung bei Änderungen des Zinsniveaus am Kapitalmarkt deutlich geringer als bei liquiden Anlagen. Daher stellen sie für viele Investoren eine echte Alternative zu den liquiden Anlageklassen dar.

Abbildung 2: Neuemissionen im ersten Halbjahr 2024 in Europa



Quelle: PitchBook | LCD; Stand: 30. Juni 2024

Wenn wir uns beispielhaft die Entwicklung des europäischen Leveraged Loan Markt anschauen, zeigt sich, dass der europäische Leveraged Loan Markt insbesondere seit 2015 wieder stark gewachsen ist. Im Jahr 2023 hat der Markt aufgrund der zinsbedingten Abkühlung der M&A-Aktivitäten auf hohem Niveau konsolidiert. Bei Betrachtung des ersten Halbjahrs 2024 fällt auf, dass die Vorjahreswerte zur Jahresmitte schon übertroffen wurden und der Markt auf dem Weg zu neuen Rekorde ist (Abbildung 1).

70% der Neuemissionen von europäischen Leveraged Loans im ersten Halbjahr 2024 wurden in der Ratingklassen B-/B/B+ eingestuft. Regional stechen im ersten Halbjahr 2024 Spanien und Großbritannien (UK) heraus. Überdies erfolgt bei 76% der Leveraged Loans die Vergabe unter Einbindung von Finanzinvestoren („Sponsored“), während 24% der Leveraged Loans ohne Finanzinvestoren („Non-Sponsored“) begeben wurden (Abbildung 2).

Es bleibt festzuhalten, dass die Kapitaleinbindung von Finanzinvestoren mehr als eine Alternative zur traditionellen Bankfinanzierung geworden und am Markt nicht mehr wegzudenken ist.

Chancen und Herausforderungen für Corporate Private Debt

Das Marktumfeld für Corporate Private Debt hat sich in den vergangenen Jahrzehnten immer wieder geändert. Im vergangenen Jahr hat die Anlageklasse infolge des gestiegenen Zinsniveaus sowie

Seitens der Unternehmen ist der Bedarf an Darlehen mittelfristig weiterhin hoch, obwohl das Transaktionsvolumen von Unternehmensverkäufen im letzten Jahr deutlich niedriger war als in den Vorjahren. Gleichzeitig gestaltet sich die Kreditvergabepolitik der Banken seit geraumer Zeit verhalten. Dieser Trend wird sich in den nächsten Jahren fortsetzen und verstetigen. Die weiterhin hohe Inflation bedeutet für Unternehmen höhere Kosten. Bei einzelnen Unternehmen könnte sich die Kreditbonität verschlechtern. Bei einer höheren Ausfallwahrscheinlichkeit sind Banken regulatorisch verpflichtet, mehr Eigenkapital vorzuhalten. Dies bedeutet eine höhere Eigenkapitalausstattung, wodurch den Banken entsprechend höhere Kosten für die Eigenkapitalunterlegung entstünden. Vor diesem Hintergrund werden Banken in den nächsten Jahren zusätzliches Eigenkapital vorhalten müssen und daher mit dem „kostbaren Gut“ Eigenkapital noch restriktiver umgehen.

Nach der Finanzmarktkrise haben sich immer mehr Kreditfondsanbieter etabliert. Die aktuelle Entwicklung wird diesen Trend weiter verstärken. Aus Sicht der Fondsmanager sind insbesondere stabile und nicht zyklische Branchen interessant. Zu den attraktiven Geschäftsmodellen zählen Unternehmen, deren Umsatz- und Kostenstruktur gut prognostizierbar sind. Im Ergebnis zeigen diese Unternehmen eine hohe Cashflow-Stabilität, welche wesentlich für die Kapitaldienstfähigkeit ist. Zu den entsprechenden Branchen gehört beispielsweise der Gesundheits- oder Sektors. Be-



sonders interessant sind in diesem Zusammenhang die jeweiligen Marktführer einer Branche.

Die größte Herausforderung bei der Kreditvergabe ist die Risikominimierung, da die Verzinsung eines Darlehens normalerweise gleichzeitig die maximal erzielbare Rendite darstellt. Fondsinvestoren sollten daher mittels mehrerer Investitionen in Darlehensfonds das Portfoliorisiko minimieren. Grundsätzlich sollten bei der Due Diligence von Darlehensfonds einige Faktoren beachtet werden. Um eine optimale Auswahl von Fondsinvestitionen zu erzielen, sollte man möglichst viele Gespräche mit Fondsmanagern führen. Eine Richtgröße sind 100-200 Gespräche pro Jahr. Die Teams der Fondsmanager sollten bereits seit Langem zusammenarbeiten und über eine mehrjährige Erfahrung verfügen, insbesondere auch in Krisenzeiten. Ein weiterer Faktor ist das Alpha des Managers. In erster Linie gilt es zu hinterfragen, ob der Manager mit vielen anderen Kreditgebern im Wettbewerb steht oder durch Alleinstellungsmerkmale hervorsticht. Weitere Faktoren sind der Track Record, die Konditionen oder die Dauer der Zusammenarbeit der Teammitglieder.

Senior Corporate Debt-Opportunitäten im LBO-Markt

Für Investoren besteht eine Vielzahl von Möglichkeiten, im Corporate Private Debt Bereich zu investieren. Die wesentlichen Parameter sind insbesondere das Risikoprofil der zugrundeliegenden Darlehen, die Investitionsregionen und das jeweilige Marktsegment. Grundsätzlich bieten sich die beiden Investitionsregionen Europa oder Nordamerika an. Investoren sollten regelmäßig in den jeweiligen Investitionsregionen mit den Managern in Kontakt stehen, um einen kompetenten, vollständigen Marktüberblick zu erhalten. Traditionell bieten sich im ersten Schritt Investitionen in Europa an.

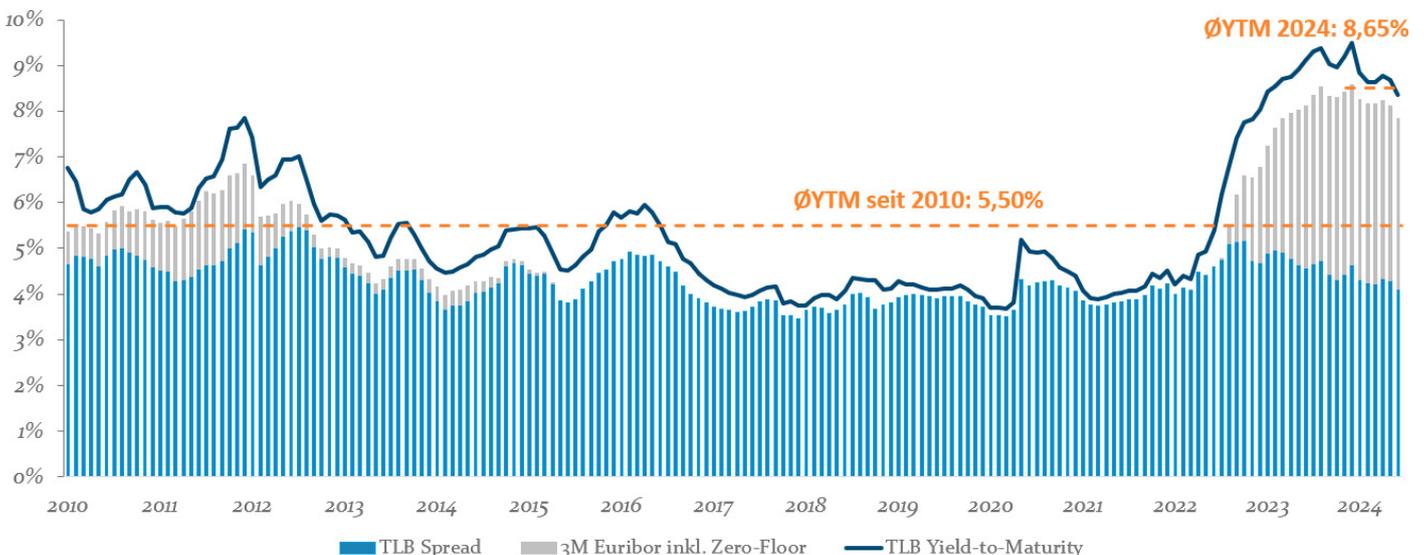
Als Einstiegssegment und als Portfoliobaustein eignet sich der reine Seniorbereich. In diesem Segment werden Darlehen auch als Betriebsmittel- oder Garantielinien vergeben. Das Gros sind die

unmittelbar zum Erwerb eines Unternehmens vergebenen Darlehenstranchen, die in tilgbare sowie endfällige Tranchen unterschieden werden. Als interessante Investmentmöglichkeit in diesem Bereich sind Term Loans zu nennen, welche insbesondere für Leveraged Buy-Out (LBO)-Finanzierungen (d.h. Fremd(kapital)-finanzierte Unternehmensübernahmen) von Kreditfonds und Banken vergeben werden. Im LBO-Bereich für Large Caps sind die sogenannten Term Loan B Marktstandard. Bei Senior Secured Term Loan B (Ratingklasse: i.d.R. B-/B/B+) handelt es sich i.d.R. um endfällige, erstrangig besicherte Darlehen. Term Loan B haben i.d.R. eine juristische Laufzeit von 7 Jahren im Rahmen von Primärmarkt-Transaktionen. Bei Sekundärmarkt-Transaktionen liegt die Laufzeit abhängig vom Einstiegszeitpunkt unter 7 Jahren. Zu beachten ist, dass die ökonomische Laufzeit der Darlehen ca. 4 Jahre beträgt. In anderen Worten, die Rückführung erfolgt i.d.R. früher. Die Darlehen sind variabel verzinst.

Die Darlehen sind unter anderem durch Verpfändung von Geschäftsanteilen der gekauften Unternehmen besichert. Die finanzierten Unternehmen haben eine Reihe von wirtschaftlichen Vertragsklauseln – sogenannte Covenants – zu erfüllen. Sollte ein Unternehmen diese Bedingungen nicht einhalten, so sind in den Darlehensverträgen entsprechende Regelungen vereinbart, die den Kreditgebern weitergehende Maßnahmen (einschließlich Kündigungsoptionen) ermöglichen. Es ist Marktstandard, dass bereits frühzeitig Gespräche zwischen den Kreditgebern, Kreditnehmern und Eigentümern geführt werden, um dem Unternehmen eine positive Geschäftsentwicklung zu ermöglichen und Covenant-Brüche zu vermeiden.

Eine europäische Strategie mit Fokus auf den reinen Seniorbereich, wie z.B. Term Loan B, kann aktuell eine Nettorendite von ca. 7% - 8% p.a. generieren, mit einer Ausschüttungsrendite in vergleichbarer Höhe. Insbesondere solche Senior Debt-Opportunitäten können in institutionellen Portfolien einen Grundbaustein bilden (Abbildung3). ■

Abbildung 3: Senior Secured Term Loan B



Senior Secured Term Loan B

Quelle: PitchBook | LCD und EZB (Euribor); Stand: 30. Juni 2024



Ihre Ansprechpartner. Wir sind gerne für Sie da.

Olaf Tecklenburg



Mitglied der
Geschäftsführung

✉ Olaf.Tecklenburg@helaba-invest.de
☎ (+49) 69/29970-189

Dr. Jens Bies, CIAA, CFDS, CEIM



Abteilungsleiter
Kapitalmarktresearch &
Asset Management RentenFX

✉ Jens.Bies@helaba-invest.de
☎ (+49) 69/29970-386

Copyright © 2024 Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

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

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

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

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





Das Triple der institutionellen Kapitalanlage.

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

Nutzen Sie unser Wissen, um Ihre Ziele zu erreichen.

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

Helaba *Invest*
Wissen entscheidet.