



*„Man muss nicht nur nah am Markt,
sondern auch nah an den Emittenten
sein. Beides sind wir.“*

23. Januar 2025

Die Rahmenbedingungen für das Kapitalmarktjahr 2025 bleiben spannend – und die Kursbewegungen an den Rentenmärkten stimmen uns schon in den ersten Wochen auf einen volatilen Verlauf ein. Schwerpunkt dieser Ausgabe ist daher ein umfassender Ausblick auf das, was Politik und Börsen für uns bereithalten könnten.

Wir schauen aber auch auf Chancen, die sich in diesem Umfeld für Fixed-Income-Anlagen ergeben, sprechen über Aktienperformance, identifizieren zusätzliches Ertragspotenzial der Assetklasse Natural Capital und analysieren den Zusammenhang zwischen KI und dem Ausbau der digitalen Infrastruktur.

Ich wünsche Ihnen wieder spannende „ViEWs“!
Ihr Frank Becker

Inhalt

- [Spotlight](#)
Willkommen 2025!
- [Märkte](#)
Moderation oder Disruption?
- [Insights](#)
Performance-Optimierung bei Natural Capital
- [Ein Espresso mit ...](#)
Tim Deemann und Fabian Bachl zu
„Tale of Two Halves“
- [Trends](#)
KI und digitale Infrastruktur:
Investitionsbedarf der Zukunft
- [Dialog](#)
Fixed Income Buy & Maintain:
Diversifikation als Schlüssel zum Erfolg
- [Börsen-Podcast Kapitalmarkt kompakt](#)
Mit unseren erfahrenen Kapitalmarktexperten
Dr. Jürgen Callies und Alexander Hauser

Spotlight

Willkommen 2025!

Nun ist es da, das neue Jahr. Es wird Überraschungen und Herausforderungen bereithalten, aber auch viele Chancen.

Wir freuen uns sehr, dass der ViEW bei Ihnen so gut ankommt. Dies wird uns weiter anspornen, Sie mit relevanten Informationen, Meinungen und Analysen „aus unserem Maschinenraum“ zu unterstützen. Von Profis für Profis.

Die Welt der institutionellen Kapitalanlagen wird immer interessanter und vielfältiger. Und auch in diesem Jahr werden wir wieder spannende Themen für Sie vertiefen.

In diesem Sinne: Alles Gute für 2025!



Märkte

Moderation oder Disruption?

Ein Ausblick auf das Börsenjahr 2025

2024 war für die Kapitalmärkte trotz der geopolitischen Turbulenzen ein versöhnliches Jahr. Die globale Wirtschaft schaffte – unter kräftiger Mithilfe der US-Wirtschaft – die erwartete und erhoffte „sanfte Landung“. Die Kapitalmärkte honorierten die Kombination aus moderatem Wachstum und rückläufiger Inflation mit einer sehr positiven Performance bei risikobehafteten Wertpapieren, allen voran den Aktien, während „Safe Haven“-Anleihen in den langen Laufzeitenbereichen das dritte Jahr in dieser Dekade eine negative Jahresperformance zu verzeichnen hatten. Insbesondere zum Jahresende kamen diese wieder unter Druck. Grund hierfür waren sicherlich Ängste, welche die wirtschaftspolitische Weichenstellungen des Jahres 2025 unter dem neuen US-Präsidenten Trump betrafen.

Allerdings war fundamental auch nicht alles Gold, was glänzt. Das erfolgreiche „Soft Landing“ der Wirtschaft war zuallererst auf die sehr robuste US-Konjunktur zurückzuführen, Europa und allen voran Deutschland zeigten erhebliche Schwächen, auch rezessive Tendenzen. Und auch die chinesische Volkswirtschaft konnte nur dank zusätzlicher staatlicher Unterstützung die anvisierten Ziele erreichen. China flirtet mit der Deflation, gerade im wachstumsschwachen Europa sind die Preise aber mehr „sticky“ als anderswo.

Und der Kern Europas, die früheren Lokomotiven Deutschland und Frankreich, können sich weder auf einen gemeinsamen Kurs einigen noch strahlten die Regierungen zuletzt ökonomische Handlungsfähigkeit aus. Neben dem traditionellen fundamentalen Dreiklang aus Wachstum, Inflation und Geldpolitik werden die Handlungsfähigkeit der Regierungen, deren Konzepte, Kreativität und Ziele in der Wirtschaftspolitik 2025 die Märkte beeinflussen. Das ist nicht zuletzt auf die Wahl von Donald Trump zu einer zweiten Amtszeit als US-Präsident nach vier Jahren Pause zurückzuführen.

Im bereits beschriebenen traditionellen Dreiklang tritt aus unserer Einschätzung im Jahr 2025 das Wachstum an die erste Stelle. 2024 hat die Moderation der Inflation gesehen und auch der Kurswechsel der großen, für die Kapitalmärkte bedeutendsten, Notenbanken ist vollzogen worden. Die FED, die EZB und die Bank of England haben gesenkt, die Bank of Japan hat die Negativzinsphase durch die erste Erhöhung nach Jahrzehnten beendet. Die Inflation in den USA und Europa hat sich während des Jahres 2024 sukzessive in Richtung der Notenbankziele nach unten bewegt. Und trotz einiger Anzeichen von „sticky“ Preisen sollte dieser Trend 2025 anhalten, auch wenn insbesondere in Europa die Energiepreise im ersten Quartal die Inflation noch spürbar belasten könnten. Das Wachstum aber wird mit der Frage konfrontiert sein: Rollt man nach der Landung aus, muss man durchstarten oder kommt es doch noch zu einem Crash, oder in der ökonomischen Terminologie: Gibt es eine erneute Beschleunigung des Wachstums, ein Durchschnaufen oder gar eine Rezession?

Unsere Erwartung ist die mittlere Variante: Wir schließen global sozusagen die sanfte Landung ab, die divergierenden Trends in den großen Volkswirtschaften verhindern aber ein Durchstarten. Auf der anderen Seite verhindert unseres

Erachtens die Entschlossenheit der Politiker, gerade in China und nach den deutschen Wahlen auch in Europa, mit fiskalischen Maßnahmen zu unterstützen, eine Rezession.

Die Themen, die bezogen auf die Wirtschaftspolitik, getrieben von den USA in der zweiten Amtszeit Trump, ganz oben auf der Agenda stehen, sind Handelspolitik/Zölle und Budgetdefizite/Stimulus auf der fiskalischen Seite sowie die Ausrichtung der Geldpolitik seitens der Notenbank auf der monetären Seite.



„Wirtschaftspolitik und Bewertungen werden zentrale Markttreiber sein.“

Dr. Jürgen Callies
Head of Research

Die Handelspolitik der USA wird zum Beginn des Jahres sicher eine zentrale Aufmerksamkeit der Märkte genießen. Die Schlüsselfrage ist: Welches Land wird mit welchen und wie hohen Zöllen belegt? Die Frage bei den Zöllen wird sein, wie genau sie eingesetzt werden, ob selektiv und limitiert zum Erzielen von Einnahmen und Erzwingen von Zugeständnissen zum Reshoring oder disruptiv für die Märkte, wenn sie den Wettbewerbern den Marktzugang verwehren sollen. Trump selbst war für die Beantwortung dieser Frage bislang keine Hilfe, seine Wahlkampfkündigungen variierten viel zu stark.

Zölle wirken wie Verbrauchssteuern, erhöhen die Inflation bei dem, der sie verhängt, und bremsen das wirtschaftliche Wachstum. Trump und seine Mannschaft wissen, dass Inflation einer der Gründe für die Niederlage von Kamala Harris war, sie werden dieses Risiko nicht ausreizen. In unserem Base Case haben wir einen deutlichen Anstieg der US-Zölle für chinesische Produkte, aber nur moderate und selektive Zölle für den Rest der Welt unterstellt. Was der Markt nicht eingepreist hat, wären generelle Zölle von 10 bis 25 Prozent auf alle Waren aller Handelspartner im Rest der Welt, da müssten wir und auch die Mehrzahl der Marktbeobachter ihren globalen Wachstumsausblick nach unten und den Inflationsausblick nach oben korrigieren. Dies wäre die disruptive Variante.

Solange es bei der moderaten Variante bleibt, gehen wir zwar von Gegenmaßnahmen der betroffenen Nationen aus, wegen der dominanten Wachstums- und Handelsposition der USA sollten diese aber moderat und nicht disruptiv ausfallen. Die Handelspolitik kann neben den Zöllen auch den Transfer bestimmter Güter und Dienstleistungen einschränken. Hier wäre die Erwartung, dass vor allem China im Technologiebereich negativ betroffen ist.

Während das Zollthema eines auf den Akteur USA konzentriertes ist, betrifft das Thema der Defiziteinschränkung die gesamte Welt. Generell wird das wirtschaftspolitische Ziel sein müssen, einerseits die Defizitexpansion zu

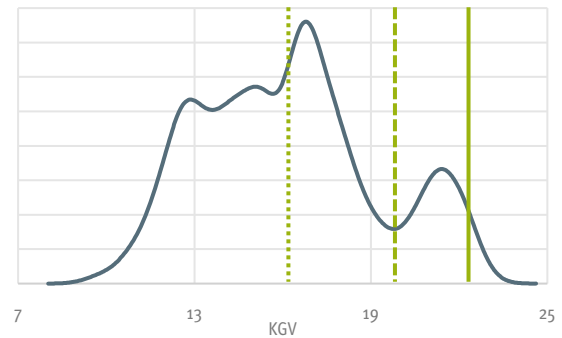
begrenzen, andererseits das Wachstum so zu stabilisieren, um langfristig aus den hohen Verschuldungsquoten „herauszuwachsen“. In den USA wird man das Wachsen mit Angebotspolitik und Deregulierung fördern, in Europa und China wird man um fiskalische Impulse nicht herumkommen, wenn man das Wachstum gegen eine Rezession absichern will. In China steht hierfür im Wesentlichen die Zentralregierung zur Verfügung (die Lokalregierungen sind überschuldet), in Europa vor allem Deutschland, das über eine unverändert seriöse Fiskalposition verfügt.

Bei den langen Renten spricht aus unserer Sicht damit viel für einen breiten Seitwärtstrend. Dieser wird angesichts der hohen Unsicherheit wieder mit größeren Ausschlägen behaftet sein, wahrscheinlich sogar mit noch stärkeren Amplituden als in den letzten Jahren. Der generelle Zinssenkungstrend der Notenbanken sollte üblicherweise Anleihen stützen und für niedrigere Renditen sprechen. Andererseits implizieren Trumps Politikvorhaben eine leicht höhere Inflation und anhaltend hohe Defizite, was wiederum für eine höhere Laufzeitenprämie („Term Premium“) spricht, und damit einen etwaigen Zinsrückgang am langen Ende der Kurve limitieren sollte. Die Kombination aus Zinssenkungen der Notenbanken und stärkerer Bildung einer Laufzeitenprämie spricht dann auch für eine generelle Versteilerung der Zinsstrukturkurve. Auch in der Eurozone spricht die Konstellation aus schwachem Wachstum, weiteren EZB-Zinssenkungen und hohen Defiziten für ähnlich hohe Zinsen am langen Ende, bei gleichzeitiger Versteilerung der Kurve.

Für Risky Assets gibt dieses Bild aus unserer Sicht dennoch einen vorteilhaften Rahmen, denn moderates Wachstum, tendenziell rückläufige Inflation und weitere Notenbankzinssenkungen sind prinzipiell ein positives Umfeld. Aber die Frage, was das für die Kurse bedeutet, kann nicht ohne die Frage beantwortet werden, was und wieviel denn schon eingepreist ist. Somit sind die Bewertungen verschiedener Anlagen ein elementares Thema.

Verteilung der KGV-Bewertung des S&P 500

auf täglicher Basis 2007 bis 2024



Geschätzte Wahrscheinlichkeitsdichte für das Kurs-Gewinn-Verhältnis in US-Aktien (S&P 500) für den Zeitraum ab Januar 2007. Senkrechte Linien zeigen die Jahresendstände von 2023 (gestrichelt) und 2024 (durchgezogen) und den mittleren Wert (Median) für diesen Zeitraum (gepunktet). Je höher die Werte sind, desto höher ist der Preis im Verhältnis zur Schätzung der erwarteten Gewinne bis zum Fall von extremen Überbewertungen.

Quelle: Eigene Berechnungen, LSEG Datastream

Aus unserer Einschätzung sind gerade Risky Assets nicht mehr günstig bewertet, vielmehr ist einiges an positiven Rahmenbedingungen bereits eingepreist. Weil schon viel in den Kursen enthalten ist, sehen wir zwar ein positives Jahr für Risky Assets wie Aktien, erwarten aber keine überschäumende Performance. Exemplarisch ist dies im Chart anhand der Bewertung von US-Aktien am Beispiel des S&P 500 gezeigt.

Weil sie deutlich niedriger als ihre US-Pendants bewertet sind, könnten Assets der Eurozone der Gewinner einer Entwicklung sein, die von den USA ausgeht.

Insights

Performance-Optimierung bei Natural Capital

Forst- und Agrar-Engagements werden aufgrund ihrer nachhaltigen Merkmale, potenziellem Inflationsschutz und attraktiven Optionen zur Steuerung von Cashflows für langfristig ausgegerichtete Investoren immer relevanter.

Der Fokus der Assetklasse liegt natürlich auf der Primärproduktion, also der Erzeugung und Vermarktung von Holz, (Feld-)Früchten und anderen Produkten. Eine immer wohlhabendere, wachsende Weltbevölkerung bietet gute Voraussetzungen für einen weiter steigenden Bedarf insbesondere des Rohstoffs Holz, der nicht nur als Verpackung, sondern auch als Baustoff und im Hygienebereich nachgefragt wird. Die zur Produktion verfügbare Fläche hingegen wird knapper, da sich Forst- und Agrarflächen gegenüber anderen Nutzungen behaupten müssen. Eine sinnvolle Bewirtschaftung bedingt darüber hinaus gewisse Mindestgrößen.

MEAG, einer der größeren institutionellen Investoren Europas in Natural Capital, erschließt ihren Anlegern auch zusätzliche Ertragsquellen. Diese lassen sich durch die enge Zusammenarbeit mit Infrastruktur- oder Immobilienspezialisten realisieren. Beispielsweise kann es attraktiv sein, wenig produktive Randflächen mit Wind- und Solarkraftwerken auszustatten und damit Zusatzerträge zu erzielen. In einigen Ländern können Forstbestände auch als CO₂-Speicher genutzt und hieraus CO₂-Zertifikate generiert werden, die im jeweiligen Markt veräußert oder deren Wertzuwachs als Renditebestandteil genutzt werden kann. Bereits in der Vergangenheit konnten durch systematische Überlassung von Wegerechten, Verpachtung von Jagdflächen oder Einrichtung von Freizeitbereichen zusätzliche Einnahmen erzielt werden. Speziell in Gebieten ohne wettbewerbsintensive Holzverarbeitungsindustrie kann auch die Verlängerung der Wertschöpfungskette durch den Bau von Verarbeitungskapazitäten oder Verladeeinrichtungen attraktiv sein.

Ebenfalls zahlreiche Optionen bieten sich im Agrarbereich. Das Thema Wasserknappheit und die optimierte Nutzung von Ressourcen können hier nicht nur zur Kostenoptimierung, sondern auch zur Erzielung von Zusatzerträgen beitragen. Ein Beispiel dafür ist eine moderne technische Ausstattung von Gewächshäusern, die nicht nur die benötigte Energie teils selbst erzeugen, sondern auch den Wasserverbrauch minimieren können. Der Einsatz neuer Technologien im operativen Betrieb landwirtschaftlicher Unternehmen eröffnet ebenfalls Möglichkeiten zur Renditeverbesserung. Als Stichwort ist hier das „Precision Farming“ zu nennen, das nicht nur den Verbrauch von Saatgut, Düngemitteln und anderen Ressourcen optimiert, sondern den Einsatz regenerativer Anbautechniken unterstützt. In diesem Zusammenhang werden die Eingriffe sowohl in den Boden als auch in das Wachstum der Pflanzen auf ein Minimum reduziert.

Fazit

Die Kombination aus technologischem Fortschritt und Makrotrends kann dazu führen, dass die Rendite, die mit Investitionen in Natural Capital erwirtschaftet werden kann, in Zukunft weiter steigt und die Attraktivität der Assetklasse zunimmt.

Jasper Renk, Senior Investment Manager Forestry & Agriculture



Ein Espresso mit ...

Tim Deemann im Gespräch mit Fabian Bachl

Tim Deemann, Director Institutional Sales

Fabian Bachl, Portfolio Manager Globale Aktien

TD: 2024 war ein sehr erfolgreiches Jahr für globale Aktienmärkte, in dem der MSCI World Index knapp 20 Prozent zulegen konnte. Wie hast du als Aktien-Portfolio-Manager das Jahr erlebt?

FB: Auch wenn der Markt über das Gesamtjahr hinweg mit nur kurzen Episoden erhöhter Volatilität stetig dazugewinnen konnte, haben unterschiedliche Faktoren den Gesamtmarkt oben gehalten. Wir haben – frei nach Charles Dickens – ein „Tale of Two Halves“ gesehen.

TD: Worin haben sich die beiden Halbjahre unterschieden?

FB: Die erste Hälfte war geprägt durch eine globale Rallye großer Qualitätsnamen. In den USA zeigte ein Großteil der „Magnificent Seven“ solide Performance, während ihre Pendants in Europa, wie ASML und Novo Nordisk, dort den Markt antrieben. Zum Halbjahreswechsel hat sich das Bild gedreht. Ausschlaggebend dafür waren die Inflationszahlen in den USA für den Juni. Hinzu kamen die erhöhten Chancen für einen Trump-Sieg oder gar einen „Red Sweep“ – den wir letztendlich bekommen haben – und das Marktnarrativ drehte sich: Niedrigere Zinsen durch Disinflation und eine Stärkung der lokalen US-Wirtschaft durch Trump hilft vor allem kleineren Unternehmen. Die US-Indizes stiegen weiter, jedoch nicht durch die Performance von Nvidia und Co, sondern getragen durch die Breite des Marktes. Dies setzte sich bis zur Wahl so fort.

TD: Warum konnten Firmen außerhalb der großen Tech-Unternehmen von dem skizzierten Umfeld profitieren?

FB: Das Narrativ im Markt war folgendes: Erstens ist der lokale Umsatzanteil der kleineren Unternehmen höher. Deshalb profitieren sie überproportional von der starken US-Wirtschaft und von potenziell niedrigeren Unternehmenssteuern unter Trump. Zweitens ist die Verschuldung der Unternehmen höher und die Profitabilität geringer im Vergleich zu den großen Tech-Werten, weshalb niedrigere Zinsen helfen.

TD: Europäische Aktien haben ihren Höchststand im Juli gesehen. Konnte hier die Marktbreite nicht die Schwäche der großen Werte kompensieren?

FB: In Europa hatten wir leider keine vergleichbare Basis für eine breite Rallye. Das wirtschaftliche und politische Umfeld ist weiterhin verhalten. Es gab, trotz günstiger Bewertung, keinen überzeugenden Grund, europäische Mid-Caps zu kaufen.

TD: Was sagt uns das für 2025?

FB: Das Marktnarrativ kann sich schnell ändern. Nach Trumps Wahlsieg haben die großen Werte in den USA den Markt zumindest bis zum Jahresende gestützt. Die Breite wurde abverkauft. Ein prominentes aktuelles Narrativ ist der Amerikanische Exzeptionalismus. Eine Abschwächung dessen kann eine Chance für europäische Aktien darstellen.

Trends

KI und digitale Infrastruktur: Investitionsbedarf der Zukunft

Künstliche Intelligenz (KI) wird, neben dem klassischen Cloud Computing, einer der künftigen Wachstumstreiber im Hinblick auf den Ausbau sowie die Modernisierung digitaler Infrastruktur sein und bildet somit einen attraktiven Investment Case für Infrastrukturinvestoren. Der Hintergrund: KI erfordert umfangreiche Datenverarbeitungs- und Speicherkapazitäten, zudem schafft sie eine enorme zusätzliche Nachfrage nach Konnektivität. Heute schon wird deutlich, dass es ohne privates Infrastrukturkapital keinen KI-Boom geben wird.



„KI bietet zusätzliche Investitionsmöglichkeiten und ist Wachstumstreiber für digitale Infrastruktur.“

Felix Kreppel
Senior Investment Manager Infrastructure Equity

Den größten Einfluss hat KI wohl auf den nötigen Investitionsbedarf im Bereich von Rechenzentren. Deren Ausbau findet insbesondere an den großen Knotenpunkten in Amsterdam, Frankfurt, Paris, London und Dublin (sogenannte „FLAPD-Märkte“) statt. Aber auch Tier II-Standorte (zum Beispiel Berlin, Hamburg, München, Wien, Warschau) gewinnen durch fehlende Stromkapazitäten an den Kernstandorten zunehmend an Bedeutung. Zudem zeigt sich auch auf regionaler Ebene ein Aufbau dezentraler Rechenzentrumsleistung (sogenannte Edge Data Centers). Aus Latenzgesichtspunkten werden diese nötig sein, wenn die Industrie wirklich zu einer digitalen und vollintegrierten Steuerung der Produktion in Echtzeit übergehen möchte.

Aktuell rechnen allein die großen Hyperscaler weltweit mit bis zu 40 Gigawatt an zusätzlicher Rechenzentrumskapazität bis 2030. Zudem steigt auch die Leistungsfähigkeit massiv an: Waren es noch vor wenigen Jahre rund 30 bis 50 Megawatt pro Standort, werden heute oft Rechenzentren mit Kapazitäten von über 300 Megawatt gebaut.

Auch im Bereich Konnektivität steigt der Investitionsbedarf: Aktuell kommt der Glasfaserausbau in Deutschland weiterhin nur schleppend voran und hinkt auch im europäischen Durchschnitt mit einer Penetrationsquote von weniger als 30 Prozent noch weit hinter einzelnen Ländern wie Frankreich oder Spanien hinterher. Die Anwender von KI-Dienstleistungen, sprich die Endverbraucher, benötigen aber hohe Bandbreiten, symmetrischen Down- und Upload und niedrige Latenzzeiten um Echtzeitanalysen durchzuführen und reaktionsschnelle KI-Anwendungen zu bedienen. Herkömmliche Zugangstechnologien wie Kupfer und die bestehende Kabelinfrastruktur werden dies perspektivisch nicht leisten können. Somit kommt dem Ausbau der Glasfaserinfrastruktur auch im Hinblick auf KI eine zentrale Rolle zu.

Jedoch gehen mit diesen Investitionen auch zusätzliche Herausforderungen einher: Insbesondere muss eine starke Erweiterung von Rechenzentrumsleistung von einem noch stärkeren Ausbau von Erneuerbaren Energien, Netzen und dezentralen Batterie-Speicherlösungen flankiert werden, um im Rahmen der angestrebten Energiewende die Netzstabilität zu gewährleisten. Der Energieverbrauch von Rechenzentren und KI ist enorm. Daher muss auch regulatorisch gewährleistet werden, dass der Ausbau der Erneuerbaren Energien und Stromtrassen weiterhin Vorrang genießt. Schon jetzt ist an den relevanten Knotenpunkten nur noch begrenzt Stromkapazität für den Neubau von Rechenzentren verfügbar. In Irland entfallen beispielweise schon jetzt rund 20% des jährlichen Stromverbrauchs des gesamten Landes allein auf Rechenzentren mit einem de facto Moratorium für Neuanschlüsse.

Da KI ein extremer Wachstumstreiber ist, intensiviert sich der Wettbewerb um entsprechende Assets mit oft kompetitiven Auktionsprozessen und einer Vielzahl an interessierten Bietern. Dieser Wettbewerb führt zu Preisdruck, was entsprechend auf die zu erzielenden Renditen drückt. Zudem gibt es für Neubauten von Rechenzentren kaum attraktive Grundstücke und Netzanschlusskapazitäten sind oft nur schwer zu bekommen. Wichtig ist es deshalb, früh mit Entwicklern und Strategen zusammenzuarbeiten oder zu versuchen, möglichst schnell Exklusivität in Bieterprozessen zu erlangen. Aber auch der Due-Diligence-Aufwand und das Risiko steigen. Investoren müssen sich einige wichtige Fragen stellen: Sind existierende Rechenzentren bereits KI-ready? Gibt es überhaupt die notwendige Stromkapazität am Standort für die benötigte Rechenleistung? Wie und wann lässt sich das KI-Potenzial einer Investition monetarisieren und wie hoch fällt es aus? Elementar ist hierbei auch die notwendige kommerzielle und technische Expertise.

Fazit

KI bietet zusätzliche Investitionsmöglichkeiten mit einem attraktiven Rendite-Risiko-Profil und ist Wachstumstreiber für das gesamte Ökosystem der digitalen Infrastruktur. Nur privates Infrastrukturkapital kann die durch KI erwartete Finanzierungslücke für den Ausbau sowie die Modernisierung von Rechenzentren, Glasfaserinfrastruktur und Funktürmen schließen. KI stellt Infrastrukturinvestoren aber vor zusätzliche Herausforderungen. Neben dem Due-Diligence-Aufwand und hoher Disziplin bei der Ermittlung eines Gebotspreises, bedarf es umfangreicher Investitionen in die Stromerzeugung, Speicherung und Übertragung, in Konzepte zur Abwärmenutzung sowie der ressourcenschonenden Nutzung und Aufbereitung von Wasser zur Kühlung. Hier können KI-gestützte Datenanalysen aber auch Teil der Lösung sein, wenn sie dabei helfen, Investitionskosten oder auch den Wartungsaufwand für Rechenzentren oder Glasfaserleitungen zu senken, Energiebedarfe zu optimieren oder auch Kundenbedarfe besser zu identifizieren und kommerzialisieren.

Dialog

Fixed Income Buy & Maintain: Diversifikation als Schlüssel zum Erfolg

Über das aktuelle Umfeld für die Fixed-Income-Direktanlage sowie Buy & Maintain-Ansätze spricht Michael Schmid, Key Account Executive Fiduciary Client Relationship Management, mit Matthias Wenzel, Head of Fixed Income Solutions.

MS: Die MEAG gehört in Deutschland zu den ganz großen Investoren im Bereich „Buy & Maintain“, also langfristig ausgerichteten Fixed-Income-Direktanlagen. Dein Team ist nicht nur für die Munich Re Group tätig, sondern auch für viele andere Investoren wie Versicherungen, Versorgungswerke und Pensionskassen. Was ist die wesentliche Motivation für die Kunden, euch das Geld anzuvertrauen anstatt es selbst anzulegen? Speziell in einem Zinsumfeld, in dem sich die Renditen inzwischen wieder in auskömmlichen Regionen bewegen?

MW: Du hast bereits erwähnt, das Segment „Buy & Maintain“ besitzt für uns und unsere Mandanten eine hohe Bedeutung. Sowohl der Anlageprozess meines Teams als auch die dafür benötigten Ressourcen und Kompetenzen sind auf das Management langfristig stabiler Portfolios ausgerichtet. Wir verfügen über ein umfangreiches Instrumentarium, das unseren Kunden direkt zugutekommt und können einen Aufwand betreiben, der einzelnen Investoren nicht möglich ist. Entscheidende Faktoren hierbei sind eine eigene, auf langfristige Anlagen ausgerichtete, Fundamentalkreditanalyse, ein guter Kapitalmarktzugang, aber auch der direkte Kontakt zu interessanten und attraktiven Schuldnern, mit denen wir individuelle Finanzierungen ausarbeiten. Diese Investitionen können wir hinsichtlich ihrer Losgröße, Ausstattung und Laufzeit auf die Bedürfnisse unserer Anleger anpassen. Insgesamt glaube ich, dass wir ein Portfolio in einer Weise diversifizieren und renditeoptimieren können, wie es nur wenigen institutionellen Investoren möglich ist. Und unsere Kunden sehen diesen Mehrwert.



„Im Bereich Buy & Maintain gehört die MEAG in Deutschland zu den großen Investoren.“

Michael Schmid
Key Account Executive Fiduciary CRM

MS: Wir verzeichnen eine hohe Bandbreite hinsichtlich der Managementaufträge, mit denen uns unsere institutionellen Investoren betrauen. Dabei wird natürlich berücksichtigt, welche Marktsegmente die Kunden im Direktbestand selbst betreiben wollen.

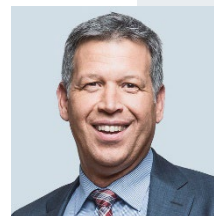
MW: In diesen Fällen lautet unser Auftrag, deren Anlagen um Portfolios aus anderen geografischen Bereichen mit Emittenten, die einer intensiven Kreditanalyse bedürfen, zu erweitern.

Hier investieren wir in Private Placements, aber auch in komplexere Strukturen.

MS: Das Management langfristig ausgerichteter, umschlagsarmer Portfolios weist spezielle Anforderungen und besondere Rahmenbedingungen auf. Was würdest du hier hervorheben?

MW: Sowohl Research als auch Risiko- und Portfoliomanagement müssen darauf ausgerichtet sein. Der Buy & Maintain-Ansatz unterscheidet sich von normalen Fixed-Income-Strategien. Neben der initialen gewährleisteten auch eine fortlaufende Analyse, um etwaige Unwägbarkeiten frühzeitig erkennen zu können. Der Zeithorizont der Analysen ist ein deutlich anderer. Unsere interne Rating-Systematik zielt auf Langfristigkeit ab.

Jeder Emittent und jedes Papier wird auf seine Buy & Maintain-Eignung nicht nur überprüft, sondern erhält ein spezielles internes Rating, das überhaupt erst den Zugang in unser Anlageuniversum ermöglicht. Es ist eben nicht jede Emission, zum Beispiel einer Kommune, gleich. Der Anspruch muss sein, hier in die Tiefe zu gehen und Struktur, Risiken und Charakteristika eines Papiers komplett zu verstehen. Eine der potenziellen Renditequellen für unsere Investitionen sind Komplexitäts- und Illiquiditätsprämien. Deren Attraktivität kann man nur durch die Analyse der Anleihebedingungen und der nötigen Prämien einschätzen.



„Der Manager muss mit den regulatorischen und bilanziellen Kundenanforderungen vertraut sein.“

Matthias Wenzel
Head of Fixed Income Solutions

MS: Welche Erfolgsfaktoren sind noch wichtig?

MW: Das Portfoliomanagement muss mit den regulatorischen und bilanziellen Anforderungen des Kunden vertraut sein. Ich genieße es, mit einem sehr erfahrenen Team von Spezialisten zusammenarbeiten zu dürfen, dessen Fokus nur auf individuellen Lösungen liegt.

MS: Die Anleger können mit ihren Vorgaben nicht nur den Rahmen setzen, sondern auch ihre Risikopräferenz ausdrücken und über die Zeit verändern. Wie reagiert ihr auf neue Anforderungen?

MW: Selbstverständlich ist unser Ansatz flexibel und kann fortwährend angepasst werden. Ausgangspunkt sollte sein, eine vorgegebene Hurdle Rate des Kunden, meist eine Mindestverzinsung, mit liquiden und illiquiden Kapitalmarktinstrumenten zu erreichen. Das zu vereinbarende Anlageuniversum kann neben Öffentlichen Anleihen, Agencies, Corporate Bonds und Pfandbriefen auch Swap-basierte sowie strukturierte Produkte umfassen. Es erfolgt meist auch eine geografische Einteilung und Limitsetzung,

in welche Regionen, wie EU-Kernländer, Peripherie- und Schwellenländer, investiert werden soll. Eine übliche Vorgabe sind auch Limite, die mit der Modified Duration gewichtet werden. Dies verhindert, dass man bei entsprechender Zinskurve lang laufende Anleihen nur deswegen kauft, um die angestrebte Mindestrendite zu erreichen. Je nach Renditeumfeld und Liquiditätserfordernissen des Kunden besteht darüber hinaus die Möglichkeit, auf Private Placements auszuweichen oder bewusst Komplexitätsrisiken zu nehmen. Aus unserer Sicht verbietet sich aber, angestrebte Mindestrenditen allein durch erhöhte Kredit- und Durationsrisiken erreichen zu wollen.

MS: Das Jahr 2024 wies deutliche Zinsvolatilität auf. Konntet ihr das nutzen?

MW: Ja. Bis Ende des Sommers konnten wir insbesondere im Rates-Bereich außerordentlich attraktive Einstandsrenditen sichern, zum Beispiel 3,9 Prozent bei 30 Jahre Europäische Union, AAA-geratet. Seither sind die Spreads für die EU relativ weit geblieben, haben sich aber für Länder wie Frankreich, die ein Downgrade-Risiko aufwiesen, deutlicher ausgeweitet. Hier waren und sind wir vorsichtig.

Wir sind aber weiter aktiv, wenn es um staatsnahe Emittenten geht. Zum Beispiel konnten wir bei einer Emission des Pariser Nahverkehrs eine Rendite von über 4 Prozent sichern. Im letzten Jahr waren auch deutsche Agencies und staatsnahe Emittenten für uns interessant. Eine Transaktion, die ich hier nennen kann, war zum Beispiel die Finanzierung der Hamburger Hochbahn. Auch Energienetze, kommunale Wohn- und Wasserbetriebe sowie vergleichbare Schuldner sehen wir uns gerne an.

MS: Macht euch angesichts der politisch schwierigen Lage innerhalb der Europäischen Union die breite Diversifikation über viele regionale Emittenten nicht auch ein wenig Kopfzerbrechen?

MW: Ich glaube schon, dass die politische Diskussion in den nächsten Jahren noch für Volatilität sorgen kann. Ich sehe aber auch die Chancen, die der Markt in solchen Phasen bieten wird – solange der Euro von den Märkten nicht infrage gestellt wird. Eine gute und breite Diversifikation ist der Schlüssel zum Erfolg. Das bedeutet nicht, sich jeden angebotenen Emittenten ins Portfolio zu holen, sondern die Schuldner im Rahmen eines klar strukturierten Investmentprozesses zu analysieren und gegebenenfalls zu erwerben.

MS: Welche Laufzeiten interessieren euch primär? Sind Pfandbriefe aktuell relevant?

MW: Aufgrund der Laufzeiten und der eingeeengten Spreads nur in Ausnahmefällen – und dann meist in Form von Private Placements. Interessanter können Emittenten von Covered Bonds sein, die nicht EZB-fähig sind, beispielsweise aus Australien oder Kanada. Bei den meisten unserer Kunden sind wir hier auf Euro-denominierte Papiere beschränkt. Generell suchen wir eher lange Laufzeiten, je nach Mandat.

MS: Die MEAG gehört zu den führenden Häusern für Infrastrukturfinanzierungen. Wie relevant ist dieser wachsende Sektor für liquide Portfolios?

MW: Auch hier schauen wir uns mögliche Investments mit den Infrastruktur-Kollegen gemeinsam an und profitieren vor allem im Risikomanagement von der Zusammenarbeit. Für uns sind Finanzierungen aber nur dann interessant, wenn wir einen klaren, idealerweise öffentlichen, Garantiegeber identifizieren können, der ein Projekt absichert. Im Gegensatz zu den Banken können wir dann attraktive und langfristige Festsatz-Finanzierungen für den laufenden Betrieb anbieten.

MS: Hat sich in den letzten Jahren etabliert, dass Buy & Maintain-Portfolios für Kunden ab gewissen Renditelevels attraktiv sind, in Phasen niedrigerer Zinsen jedoch eher der Spread von Private-Debt-Fonds gesucht wird?

MW: Es mag einen solchen Effekt geben, allerdings sollte man sich zunächst die Ausgangssituation unterschiedlicher institutioneller Investorengruppen anschauen. Der Bedarf nach illiquiden Investments besteht vor allem dort, wo Kunden ein aktives und wachsendes Geschäft betreiben. In vielen Bereichen geht es aber primär darum, bestehende Verbindlichkeiten für die Zukunft abzusichern. Dort spielen liquide Portfolios auch in Zeiten niedriger Renditen nach wie vor eine wichtige Rolle, nicht zuletzt aufgrund der Planbarkeit der Cash Flows und der höheren Flexibilität.

MS: Wie ist eure Einschätzung des Kapitalmarktes für 2025? Welche Chancen seht ihr?

MW: Im aktuellen Zinsumfeld sieht es danach aus, dass sich institutionelle Investoren auch bei hohen Bonitäten attraktive Renditen sichern können. Der Mehrwert, den wir unseren Kunden in diesem Umfeld bieten, wird daher nicht bei den Staatsanleihen und Pfandbriefen liegen, sondern eher bei Emittenten der zweiten und dritten Reihe. Und bei Papieren, mit denen Komplexitäts- und/oder Liquiditätsprämien zu erzielen sind.

Wir können Portfolios um Schuldner ergänzen, die am Markt normalerweise nicht auftreten. So konnten wir in den letzten Jahren mit regionalen Emittenten in Kanada attraktive Transaktionen im Schuldscheinbereich auf Euro-Basis vereinbaren. Wir sehen auch interessante Konstellationen in Australien und einigen Emerging Markets. Mit solchen Ergänzungen können wir sowohl die Diversifikation als auch das Risiko-Ertrags-Profil weiter verbessern.

MS: Und was sollte man noch im Blick haben?

MW: Wir bewegen uns einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld mit schwer kalkulierbaren geopolitischen Herausforderungen. Die Spreads von Unternehmensanleihen sind historisch niedrig und spiegeln in meinen Augen nicht immer die Risiken wieder. Nur ein umfangreiches und hoch qualitatives Fundamentalresearch bietet Investoren die Chance, Bonitätsverschlechterungen rechtzeitig zu erkennen. Man muss nicht nur nah am Markt, sondern auch nah an den Emittenten sein. Beides sind wir.

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage wird verteilt von der MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH ("MEAG"). Die hierin enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die MEAG als zuverlässig einschätzt. Diese Informationen sind jedoch nicht notwendigerweise vollständig und ihre Richtigkeit kann nicht garantiert werden. Geäußerte Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. MEAG behält sich Änderungen der geschilderten Einschätzungen vor und ist nicht verpflichtet, diese Unterlage zu aktualisieren.

Diese Unterlage wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie ist weder als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten gedacht, noch als Anlageberatung, Anlageempfehlung, Finanzanalyse oder Rating. Sie beinhaltet auch keine Zusagen oder sonstige Verpflichtungen von Unternehmen der Munich Re Gruppe zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, Gewährung von Krediten oder sonstigen Investitionen in etwaigen hier beschriebenen Projekten.

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Einschätzungen und Informationen sind nicht für die Verteilung an oder Verwendung durch einen privaten Kunden oder eine Person oder ein Rechtssubjekt in einer Gerichtsbarkeit oder einem Land bestimmt, in dem diese Verteilung gegen nationales Recht oder nationale Vorschriften verstoßen würde. Insbesondere darf diese Veröffentlichung nicht in den Vereinigten Staaten, Kanada, Singapur oder Großbritannien verteilt werden. MEAG, deren verbundene Unternehmen sowie deren jeweiligen Führungskräfte, Direktoren, Partner und Beschäftigte, einschließlich Personen, die an der Erstellung oder Herausgabe dieses Dokuments beteiligt sind, können von Zeit zu Zeit mit den Finanzinstrumenten handeln, diese besitzen oder als Berater in Bezug auf diese Instrumente auftreten. Weder die MEAG noch die mit ihr verbundenen Unternehmen, ihre Führungskräfte oder Beschäftigte übernehmen irgendeine Haftung für einen unmittelbaren oder mittelbaren Schaden, der sich aus einer Verwendung dieser Veröffentlichung oder ihres Inhalts ergibt. Diese Unterlage richtet sich nicht an US-Personen und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht von US-Personen genutzt werden. US-Personen sind natürliche Personen, Gesellschaften jeder Art, die Bürger der Vereinigten Staaten sind oder dort beheimatet sind, oder nach dem Recht der Vereinigten Staaten errichtet sind.

Diese Veröffentlichung ist urheberrechtlich geschützt und darf von keiner Person und zu keinem Zweck vervielfältigt, verteilt oder veröffentlicht werden. Alle Rechte vorbehalten. Weitere Informationen können angefordert werden bei MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München. Stand Januar 2025.

Um die Bilder und Infografiken unseres Newsletters direkt angezeigt zu bekommen, fügen Sie die Absender-Adresse zu Ihren Kontakten hinzu.

Wenn Sie künftig unsere Informationen und Angebote nicht mehr erhalten möchten, können Sie der Verwendung Ihrer Daten für Werbezwecke jederzeit widersprechen. Teilen Sie uns dies bitte unter Angabe Ihres Namens und Ihrer Anschrift an folgende Adresse mit: MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München.

Fotos Titelseite: Rmcarvalho und Bangon Pitipong | iStock



Abonnieren Sie uns!

Bleiben Sie mit unseren Newslettern auf dem Laufenden.
Eine Bestätigung Ihrer Anmeldung erhalten Sie per E-Mail.

Hier geht's zum
Börsen-Podcast
Kapitalmarkt
kompakt

Die MEAG steht für alle Kapitalanlageaktivitäten von Munich Re und ERGO, ist institutionellen Kunden ein zuverlässiger und leistungsstarker Partner und gehört mit EUR 353,8 Mrd. (09/2024) Assets under Management zu den bedeutenden Asset-Management-Gesellschaften weltweit.



Ihr Kontakt:

+49 89 2489-2929

view@meag.com

