

Themen und Märkte Q1/2024

# alpha insights

1

## Entspannung an den Märkten zum Jahresauftakt – die Ruhe vor dem Sturm?



Dr. Götz Albert, CFA  
Partner und Chief Investment Officer

Nach den Turbulenzen der vergangenen Jahre ist seit Anfang 2024 Ruhe an den Kapitalmärkten eingekehrt. Die Börsen feierten im ersten Quartal ein Rekordhoch nach dem anderen. Doch zu Recht? Sind die geopolitischen Risiken wirklich zu vernachlässigen und Zinssenkungen bereits in greifbarer Nähe? Hat sich die fundamentale Lage signifikant geändert? Die geopolitischen Auseinandersetzungen in der Ukraine und im Nahen Osten sind unverändert angespannt und die Inflation erweist sich als hartnäckig, wodurch Zinssenkungsprognosen ständig nach hinten verschoben werden. Anleger sollten sich kritisch die Frage stellen, ob die Märkte die Risiken adäquat eingepreist haben und ggf. Absicherungsstrategien in ihre Portfolios integrieren.

1 x pro Quartal per E-Mail erhalten?

Einfach den QR-Code scannen und anmelden!



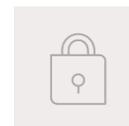
**Small & Mid Caps**  
Schwierige Lage in Europa  
erfordert aktives Stock Picking  
S. 2



**Volatilitätsstrategien**  
Geringe Korrelation am  
Aktienmarkt treibt Volatilität auf  
Tiefstände  
S.5



**Wandelanleihen**  
Primärmarkt mit starkem Auftakt  
und hoher Qualität  
S. 3



**Wertsicherungsstrategien**  
Niedrige Volatilität steigert  
Attraktivität optionsbasierter  
Wertsicherungsstrategien  
S.6



**CLO**  
Extrem niedrige High Yield-  
Spreads mahnen zur Vorsicht  
S.4



**Risiko-Overlay**  
Es braucht kein Market-Timing bei  
Absicherungsstrategien  
S.7



## Small & Mid Caps

# Schwierige Lage in Europa erfordert aktives Stock Picking



**Björn Glück, CFA**  
Partner und Portfolio Manager,  
Small & Mid Caps

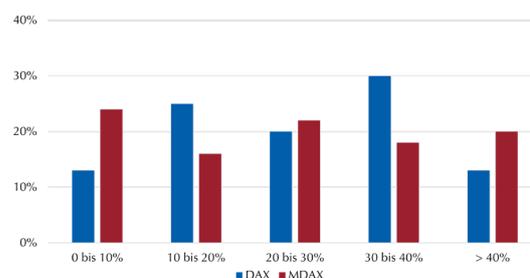
Seit Ausbruch des Ukraine-Krieges und der damit einhergehenden Energiekrise werden europäische und vor allem deutsche Unternehmen von Anlegern eher kritisch betrachtet. Insbesondere die energieintensive deutsche Industrie geriet seither in schwieriges Fahrwasser. Zudem kam von politischer Seite eher Gegen- statt Rückenwind für die hiesige Wirtschaft, die bereits vor den geopolitischen Verwerfungen über hohe Steuern sowie immer mehr Bürokratie klagte.

An den Aktienmärkten wurden hierfür vor allem die Nebenwerte abgestraft, wie ein Blick auf die Indizes seit Anfang 2022 zeigt: DAX +16%, MDAX -23% per Ende März. Anleger scheinen insbesondere die Zukunft des deutschen Mittelstands negativ einzuschätzen, während sie bei den Großunternehmen ein besseres Fundament und eine höhere Anpassungsfähigkeit vermuten.

Ein erster Blick auf die Kennzahlen scheint diese Einschätzung zu bestätigen: MDAX-Unternehmen weisen im Schnitt eine höhere Verschuldung und ein geringeres Gewinnwachstum auf. Ein genauerer Blick zeigt jedoch eine große Heterogenität innerhalb des Segments (siehe Grafik). Zwar gibt es im MDAX mehr hochverschuldete Unternehmen als im DAX, allerdings weist gleichzeitig ein deutlich höherer Anteil der Nebenwerte eine negative Verschuldungsposition (= Netto Cash) auf und bleibt daher von den höheren Zinsen nahezu unberührt. Zudem ist der Anteil besonders stark wachsender Unternehmen (> 20% p.a.) im MDAX höher als im DAX. Bei den großen Titeln finden sich dagegen mehr Unternehmen mit einem moderaten Gewinnwachstum von 0 bis 20% p.a.

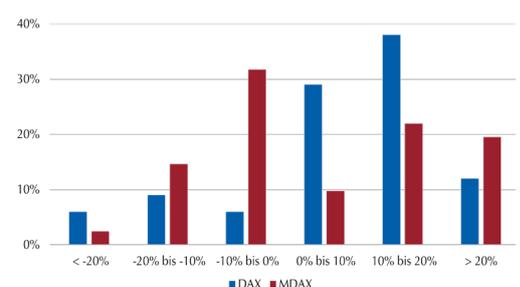
Anleger sollten deutsche und europäische Nebenwerte daher differenziert betrachten. Mit fundamentalem Research und aktivem Stock Picking lassen sich hier attraktive Unternehmen finden, die den deutschen Large Caps in nichts nachstehen. Zudem zeichnen sich gerade die Geschäftsmodelle der kleineren Unternehmen durch hohe Innovationskraft und Flexibilität aus, um auf neue Gegebenheiten zu reagieren und sich als die Gewinner von morgen zu positionieren.

**Verschuldungsquote (in % der Assets)**

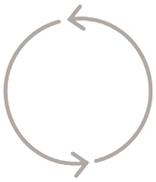


Anteil der DAX- bzw. MDAX-Unternehmen nach Total Liabilities to Assets. Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. Stand: 31.03.2024

**5 Jahres-Gewinnwachstum (CAGR)**



Anteil der DAX- bzw. MDAX-Unternehmen nach 5 Jahres-Gewinnwachstum (CAGR) basierend auf EPS from continued operations. Sofern keine Geschäftsergebnisse für 2023 vorlagen, beruhen Zahlen auf Konsensschätzungen. Fehlende Werte ausgeschlossen. Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. Stand: 31.03.2024



## Wandelanleihen

# Primärmarkt mit starkem Auftakt und hoher Qualität



**Marc-Alexander Knieß**  
Portfolio Manager, Wandelanleihen

Bereits seit der zweiten Jahreshälfte 2023 war mit einem Anstieg der Primärmarktaktivitäten im Wandelanleihenmarkt gerechnet worden. Wie in unserer letzten Ausgabe der alpha insights ausführlicher erläutert, ist dies vor allem in der sog. „Maturity Wall“ begründet: Viele Unternehmen müssen in den kommenden zwei bis drei Jahren einen Großteil ihres Fremdkapitals refinanzieren und ziehen dabei insbesondere Wandelanleihen als im Vergleich zu klassischen Anleihen günstiges Refinanzierungsinstrument in Betracht.

Diese Prognosen scheinen sich nun zu realisieren. Im ersten Quartal wurden weltweit bereits Wandelanleihen im Wert von mehr als 25 Mrd. Dollar emittiert, was selbst optimistische Erwartungen übertraf. Nachdem am Jahresanfang noch kaum Emissionen zu beobachten waren, setzte insbesondere im März eine starke Emissionsaktivität ein. Dafür dürften zwei Faktoren entscheidend sein:

Erstens sind Unternehmen offenbar vermehrt der Ansicht, dass das erhöhte Zinsniveau noch eine Weile Bestand haben dürfte. Die Hoffnung, auslaufende Finanzierungen nach den ersten Leitzinssenkungen zu günstigeren Konditionen ablösen zu können, erscheint angesichts der ständig verschobenen Zinssenkungsprognosen mehr und mehr zu einer riskanten Strategie zu werden. Hierdurch gewinnen Wandelanleihen als vergleichsweise günstiges (Re-) Finanzierungsinstrument an Attraktivität.

Zudem haben in der Vergangenheit starke Aktienmärkte den Primärmarkt von Wandelanleihen begünstigt. Im Unterschied zum ebenfalls starken Emissionsjahr 2021, in dem vor allem junge, unprofitable Unternehmen versuchten, von der Marktlage zu profitieren, ist das Emissionsvolumen heute von einem deutlichen höheren Anteil von Emittenten mit Investment Grade-Bonität geprägt. Dies eröffnet Investoren, die vom Aktienpotenzial profitieren möchten, ohne dabei die Stabilität des Bond-Floors aus den Augen zu verlieren, attraktive Anlagemöglichkeiten.

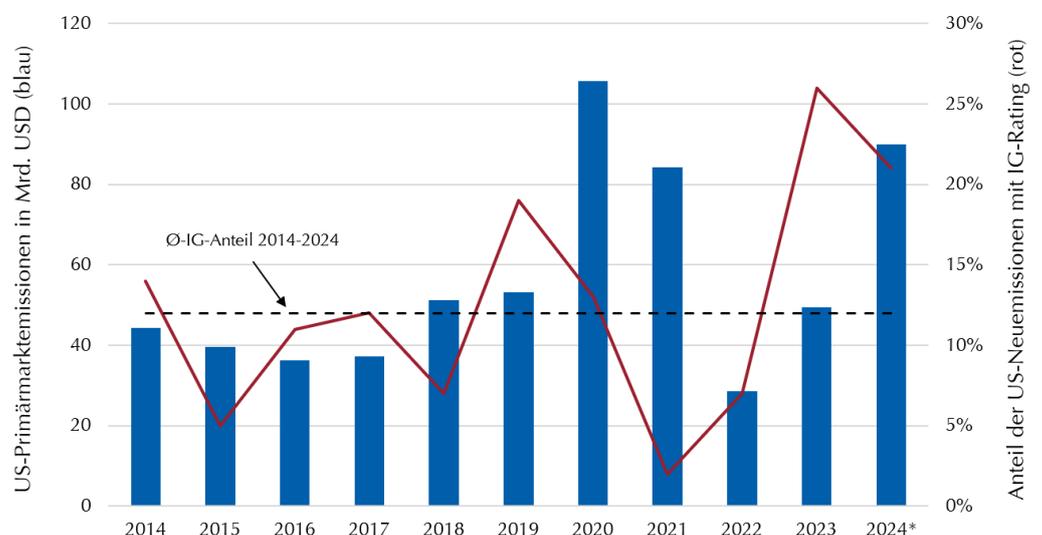


**Stefan Schauer**  
Portfolio Manager, Wandelanleihen



**Manuel Zell**  
Portfolio Manager, Wandelanleihen

**Emissionsvolumen und Anteil mit Investment Grade-Rating**



\*Volumensangabe für 2024 basierend auf current run rate (bisherige Emissionen skaliert auf Gesamtjahr). Quelle: Bank of America. Stand: 07.03.2024



## CLO

# Extrem niedrige High Yield-Spreads mahnen zur Vorsicht



**Dr. Klaus Ripper**  
Portfolio Manager,  
Fixed Income Credit

Der Markt für Unternehmensanleihen sendet aktuell Zeichen der Entspannung aus. Während vor zwei Jahren der Ausbruch des Ukraine-Krieges, steigende Inflationsraten und Zinsen die Märkte verunsicherten, sinken die Risikoaufschläge in diesem Segment seither stetig. Lediglich die Sorgen um kleinere US-Regionalbanken mit hohen Exposures im Bereich Gewerbeimmobilien sorgten vor einem Jahr für ein temporäres Ansteigen der Spreads im High Yield-Segment.

Die Wahrscheinlichkeit einer neuen Bankenkrise ist zwar deutlich gesunken, jedoch stellt sich die Frage, ob die Märkte die gegenwärtigen Risiken adäquat einpreisen: Die geopolitische Lage ist unverändert angespannt, die Inflation hartnäckiger als angenommen und der Immobilienbereich aufgrund struktureller Umbrüche in der Arbeitswelt weiterhin unter Druck. Dass die fundamentale Lage nicht derart positiv ist, zeigen auch die Ausfallraten im Markt für High Yield-Anleihen, welche seit ihrem Tief von 2022 sowohl in den USA als auch in Europa deutlich angestiegen sind. Ein weiteres Warnsignal für den High Yield-Markt stellt das Downgrading auf Junk-Niveau von Frankreichs zweitgrößtem Telekommunikationsanbieter Altice mit ausstehenden Schulden in Höhe von 50 Mrd. Euro dar.



**Norbert Adam**  
Portfolio Manager,  
Fixed Income Credit

Trotz dieser fundamentalen Lage notieren High Yield-Anleihen mit Risikoaufschlägen nahe den Niveaus von Ende 2021 (siehe Grafik) und damit deutlich unter ihrem langjährigen Durchschnitt der letzten 10 Jahre. Investoren in diesem Marktsegment sollten sich also die Frage stellen, ob sie für die eingegangenen Risiken angemessen entlohnt werden, oder ob es nicht Alternativen gibt, welche die Risiken angemessener reflektieren. Das aktuelle High Yield-Spreadniveau lässt sich beispielsweise im CLO-Bereich auch mit Tranchen aus dem Investment Grade-Segment erwirtschaften – bei entsprechend geringeren Verlustrisiken. Zwar sind auch in diesem Segment die Spreads seit ihrem Hoch vom Herbst 2022 deutlich gesunken, allerdings liegt die Spread-Differenz von mit BBB gerateten CLOs zu High Yield-Anleihen noch immer im hohen zweistelligen Bereich. Anleger im Fixed Income-Bereich sollten sich entsprechend für die bestehenden Risiken adäquat kompensieren lassen.

**Risikoaufschlag EUR High Yield-Anleihen seit 2021**





## Volatilitäts-Strategien

# Geringe Korrelation am Aktienmarkt treibt Volatilität auf Tiefstände



**Mark Ritter, CFA, CAIA**  
Portfolio Manager,  
Derivative Solutions

Die gute Stimmung am Aktienmarkt hat im ersten Quartal zu einer stark gefallen erwarteten Volatilität geführt. Dies ist zu einem Teil auf nachlassende Sorgen der Marktteilnehmer bezüglich Inflation, Zinsen und Geopolitik zurückzuführen. Ein weiterer Faktor, der dabei jedoch häufig übersehen wird, ist die Dispersion der Aktienmarktentwicklung.

Die aktuell steigenden Aktienmärkte werden von relativ wenigen Einzelaktien dominiert. Das gilt sowohl für die USA mit den allseits bekannten „Magnificent 7“ als auch für Europa. Während sich einige wenige Titel sehr stark entwickeln, verlaufen die Kurse vieler Unternehmen seitwärts oder sogar rückläufig. Wie wirkt sich dies nun auf die Volatilität aus?

An einem hypothetischen Beispiel von einem Index, der nur aus zwei Titeln besteht, lässt sich dies verdeutlichen: Steigen oder fallen beide Aktien parallel, bewegt sich der Index entsprechend stark nach oben bzw. unten. Ist die Korrelation der beiden enthaltenen Aktien jedoch gering oder negativ, dämpft dies selbst bei hoher Bewegung der einzelnen Aktien die Indexbewegung insgesamt. Vereinfacht gesagt, ergibt sich die Volatilität eines Index aus der Volatilität der einzelnen Aktien und der Korrelation der einzelnen Aktien zueinander.

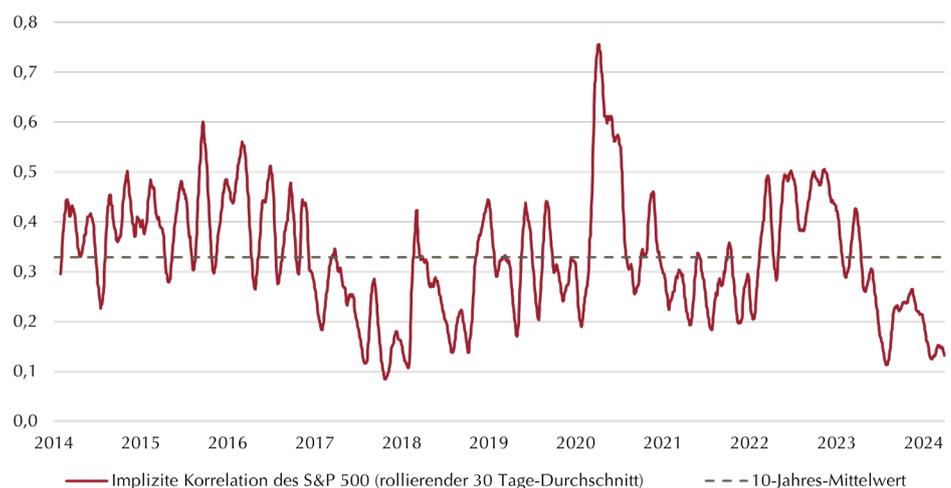
Dies erklärt auch den Anstieg der Volatilität in Stressphasen: Solche Phasen sind meist von sehr hohen Korrelationen geprägt, da der Markt in seiner Breite abverkauft wird – ohne die übliche Differenzierung zwischen einzelnen Sektoren und Unternehmen.



**Alexander Raviol**  
Head of Derivative Solutions

Die aktuell niedrige erwartete Volatilität ist dagegen Ausdruck einer Differenzierung. Seit der Zinsgipfel erreicht schien, entwickelten sich die großen Tech-Werte sehr stark, während andere Unternehmen schwächere Kurse aufwiesen. Auf Tagesbasis waren diese Entwicklungen oft gegenläufig und dämpften die Schwankungen auf Gesamtmarktebene. Aktuell erwarten die Märkte eine sehr geringe Korrelation (siehe Grafik). Diese liegt seit einigen Monaten deutlich unter dem 10-Jahresdurchschnitt und ist ein wesentlicher Faktor für das aktuell niedrige Volatilitätsniveau. Die realisierte Volatilität war jedoch noch geringer als die erwartete Volatilität und die Volatilitätsrisikoprämie daher positiv.

### Erwartete Korrelation im S&P 500



Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.  
Erwartete 1-Monats-Korrelation der 50 größten Titel im S&P 500 (COR1M Index). Quelle: Bloomberg. Stand: 31.03.2024



## Wertsicherungs-Strategien Niedrige Volatilität steigert Attraktivität optionsbasierter Wertsicherungsstrategien



**Stephan Steiger, CFA, CAIA**  
Portfolio Manager,  
Derivative Solutions

Nach den Turbulenzen und Krisen der letzten Jahre scheint seit Ende 2023 etwas Ruhe an den Kapitalmärkten eingeleitet zu sein. Zurecht mag man meinen – die geopolitischen Konflikte scheinen eingepreist, die Inflation ist auf dem Rückzug und Zinssenkungen scheinen nur eine Frage der Zeit.

Trotz dieser Anzeichen für eine Entspannung an den Märkten gibt es dennoch auch Risikofaktoren, die Investoren nicht aus den Augen verlieren sollten: Die Inflation sinkt zwar, allerdings mittlerweile deutlich langsamer, so dass die Marktteilnehmer ihre Zinssenkungserwartungen regelmäßig nach hinten verschieben müssen. Darüber hinaus geht die positive Börsenentwicklung mit einer hohen Performance-Konzentration auf einige wenige Tech-Titel in den USA einher und birgt somit die Gefahr von Kurskorrekturen bei diesen mittlerweile recht hoch bewerteten Unternehmen. Hinzu kommen Unwägbarkeiten durch die bevorstehende US-Präsidentenwahl. Es gibt also genügend Gründe, die aktuelle Ruhe mit einer gewissen Vorsicht zu betrachten.



**Alexander Raviol**  
Head of Derivative Solutions

Für risikobewusste Investoren, die dennoch an langfristigen Chancen des Aktienmarktes partizipieren möchten, sind daher Aktienwertsicherungsstrategien das Mittel der Wahl. In unserer letzten Ausgabe hatten wir den positiven Effekt des höheren Zinsniveaus auf diese Strategien thematisiert. Mit der aktuell niedrigen erwarteten Volatilität (siehe Grafik) gibt es nun einen weiteren Faktor, der sich positiv auswirkt:

Eine niedrige implizite Volatilität führt gemäß der bekannten Modelle zu niedrigen Optionspreisen. Optionsbasierte Wertsicherungsstrategien können somit die Optionen zu attraktiveren Preisen erwerben und bei gegebenem Risikokapital ein höheres Aktiendelta und höhere Partizipationschancen aufbauen – ohne auf Schutz vor Downside-Risiken verzichten zu müssen. Anleger, die die aktuell niedrige Volatilität kritisch sehen und sich defensiver positionieren möchten, finden daher in Wertsicherungsstrategien nicht nur einen passenden Schutz, sondern auch eine Anlage, die von den aktuellen Gegebenheiten profitiert.

**Erwartete 12-Monats-Volatilität des S&P 500**



Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.  
Implizite 12-Monats-Volatilität des S&P 500 "at the money". Quelle: Bloomberg. Stand: 31.03.2024



## Risiko-Overlay

# Es braucht kein Market-Timing bei Absicherungsstrategien



**Marvin Labod**  
Head of Quantitative Analysis

In Anbetracht eingangs erwähnter Ruhe, die derzeit an den Kapitalmärkten vorherrscht, dürfte bei vielen Anlegern das Thema Absicherung momentan eine untergeordnete Rolle spielen. Regelmäßig wird der langfristig positive Trend am Aktienmarkt jedoch von (teils massiven) Drawdowns unterbrochen, in denen sich Anleger eine rechtzeitige Absicherung gewünscht hätten. Was wäre, wenn Anleger sich die Frage des richtigen Zeitpunktes aber sparen und ihr Portfolio mit einem dauerhaften Risiko-Overlay versehen würden? Welche Auswirkungen wären damit für die Performance verbunden? Dazu möchten wir einen Blick zurück bis in das Jahr 1910 werfen. Wie hätte sich ein an den Dow Jones angelehntes Aktienportfolio mit und ohne Risiko-Overlay entwickelt?



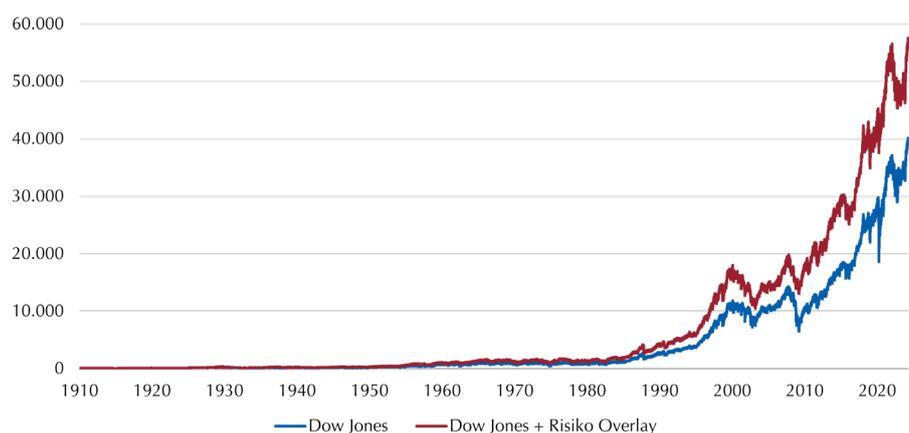
**Alexander Raviol**  
Head of Derivative Solutions

Wie von einem Overlay zu erwarten, hätte es Investoren in jeder der großen Krisen schmerzhaft Drawdowns erspart bzw. abgefedert. Verluste in der Finanzkrise hätten beispielsweise um rund 30 Prozentpunkte reduziert werden können, was Anlegern nicht nur zwischenzeitlichen Stress erspart, sondern sie auch vor reflexartigen Verkäufen bewahrt hätte.

Doch nicht nur in Extrem-Situationen hätte sich ein Overlay für Investoren ausgezahlt, auch die Volatilität des Dow Jones hätte von 18% p.a. auf moderatere 14,7% reduziert werden können. Interessanterweise ist die Reduktion des Risikos nicht mit Einbußen bei der Performance verbunden (siehe Grafik). Stattdessen ließe sich im Schnitt eine jährliche Outperformance von ca. 30 Basispunkten erwirtschaften, was dank Zinseszinsseffekt bei einem Zeitraum von über 100 Jahren eine entsprechende Wirkung auf den Portfolio-Endwert entfaltet.

Sicherlich sind es extreme Drawdowns, durch die ein Overlay seine Daseinsberechtigung erfährt, aber ebenso entscheidend ist die Performance in Seitwärts- und Bullen-Märkten. Diese bestimmen den weitaus größten Zeitraum an den Börsen. Ein lediglich auf Drawdowns fokussiertes Overlay verliert hier langfristig den Anschluss, da die Kosten in Normal-Phasen schlicht zu hoch ausfallen. Daher sind intelligente Lösungen gefragt, die durch den strategischen Einsatz von Call-Optionen auch in positiven Phasen am langfristigen Trend der Aktienmärkte partizipieren können.

**Wertentwicklung seit 1910**



Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Dow Jones Industrial Average sowie ein Portfolio bestehend aus diesem inkl. einer Lupus alpha Risiko Overlay-Lösung. Quelle: Bloomberg, eigene Simulation und Berechnungen. Stand: 31.03.202

Es handelt sich hierbei um Fondsinformationen zu allgemeinen Informationszwecken. Die Fondsinformationen ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Die dargestellten Informationen stellen keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Sie enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität dieser Informationen wird keine Gewähr übernommen. Sämtliche Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Portfolio-Managers wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sowie dessen Vertriebszulassung sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. dem Basisinformationsblatt, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Ausschließlich rechtsverbindliche Grundlage für den Erwerb von Anteilen an den von der Lupus alpha Investment GmbH verwalteten Fonds sind der jeweils gültige Verkaufsprospekt und das Basisinformationsblatt, die in deutscher Sprache verfasst sind. Diese erhalten Sie kostenlos bei der Lupus alpha Investment GmbH, Postfach 11 12 62, D-60047 Frankfurt am Main, auf Anfrage telefonisch unter +49 69 365058-7000, per E-Mail unter [info@lupusalpha.de](mailto:info@lupusalpha.de) oder über unsere Homepage [www.lupusalpha.de](http://www.lupusalpha.de). Für Fonds mit Vertriebszulassung in Österreich erhalten Sie den aktuellen Verkaufsprospekt sowie das Basisinformationsblatt und den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht darüber hinaus bei der österreichischen Zahl- und Informationsstelle, der UniCredit Bank Austria AG mit Sitz in A-1020 Wien, Rothschildplatz 1. Anteile der Fonds erhalten Sie bei Banken, Sparkassen und unabhängigen Finanzberatern.

Weder diese Fondsinformation noch ihr Inhalt noch eine Kopie davon darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der Lupus alpha Investment GmbH auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt oder an Dritte übermittelt werden. Mit der Annahme dieses Dokuments wird die Zustimmung zur Einhaltung der oben genannten Bestimmungen erklärt. Änderungen vorbehalten.

Lupus alpha Investment GmbH  
Speicherstraße 49–51  
D-60327 Frankfurt am Main