

Themen und Märkte Q4/2023

alpha insights

1

Neues Jahr, alte Herausforderungen



Dr. Götz Albert, CFA
Partner und Chief Investment Officer

Das schwierige Börsenjahr 2023 hat trotz aller Krisen noch versöhnlich geendet. Der DAX legte um gut 20 Prozent zu, der S&P 500 sogar um mehr als 26 Prozent. Ob die Zinssenkungs-Rally an den Aktienmärkten auch im neuen Jahr anhält, ist jedoch fraglich, denn die konjunkturelle Lage ist unverändert schwierig, das Wirtschaftswachstum - zumindest in Europa - mehr als dürftig, und auch die geopolitischen Unsicherheiten sind nicht kleiner geworden, im Gegenteil. Ein Abschied vom Aktienmarkt ist aber natürlich keine Option. Anleger sollten ihr Portfolio jedoch durch alternative, renditestarke Anlagestrategien diversifizieren.



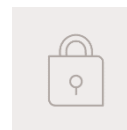
Small & Mid Caps
Zurück auf dem Wachstumspfad
S. 2



Volatilitäts-Strategien
Aktuelle Ertragsersparungen höher
als je zuvor S.5



Wandelanleihen
Zunehmende Dynamik im
Primärmarkt S. 3



Wertsicherungs-Strategien
Intelligente Verbindung von
Sicherheit und
Performancepartizipation S.6



CLO
Attraktive reale Renditen bei
überschaubaren Risiken S.4



Risiko-Overlay
Fingerspitzengefühl gefragt S.7



Small & Mid Caps Zurück auf dem Wachstumspfad



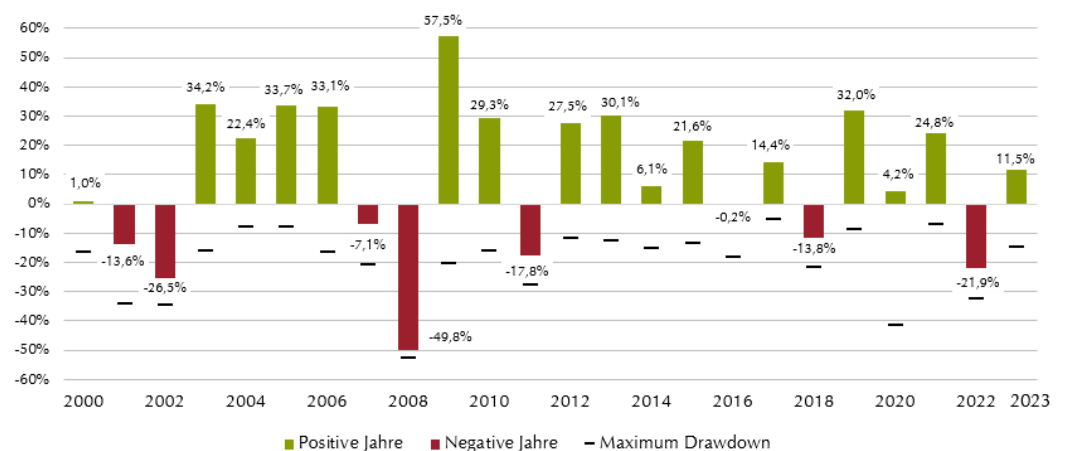
Marcus Ratz
Portfolio Manager, Small & Mid
Caps

Auf dem europäischen Aktienmarkt zeichnet sich derzeit eine beachtliche Entwicklung ab: Nach einer ungewöhnlich langen Schwächephase – mit dem Horrorjahr 2022 und den ersten zehn Monaten in 2023 – scheint bei europäischen Nebenwerten nun die Trendumkehr hin zu einem langfristigen Aufwärtstrend einzusetzen. Allein seit dem Tiefpunkt Ende Oktober 2023 erholten sich die Kurse europäischer Small & Mid Caps um starke 18 %.

Die aktuelle Entwicklung verdeutlicht, dass Aktieninvestoren vor allem im Small & Mid Cap-Bereich trotz zwischenzeitlicher Drawdowns Durchhaltevermögen haben sollten. Auch ein Blick auf die historische Kursentwicklung zeigt, dass solche Perioden nicht zwangsläufig mit negativen Jahresergebnissen enden müssen. Lag die Rendite europäischer Small & Mid Caps im abgelaufenen Jahr bis Ende Oktober noch im negativen Bereich, weist das Segment nun für das Gesamtjahr ein Plus von über 11 % auf. Die grafische Darstellung unten unterstreicht, dass dies kein Einzelfall in der Historie ist: Die Jahresendwerte fallen selten auf den niedrigsten Stand des Gesamtjahres, 2020 war ebenfalls ein beeindruckendes Beispiel dafür. Wer also besonnen bleibt, kann einen Verkauf zum Tiefpunkt – das denkbar schlechteste Szenario für Anleger – vermeiden.

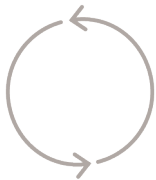
Die unvermeidlichen Rücksetzer an den Aktienmärkten sollten langfristig orientierte Anleger vielmehr als günstige Kaufgelegenheiten und die Chance auf zukünftige Gewinne nutzen. Unabhängig von kurzfristigen, taktischen Opportunitäten haben Small & Mid Caps einen festen Platz in der strategischen Asset Allocation von Investoren verdient, da sie trotz möglicher Volatilität einen bedeutenden Beitrag zur Gesamtperformance des Portfolios leisten können. Nach den zurückliegenden schwierigen Jahren für Nebenwerte scheinen diese nun wieder zurück auf ihrem langfristigen Wachstumspfad.

Rücksetzer eröffnen langfristig orientierten Anlegern günstige Kaufgelegenheiten



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, Stand: 29.12.2023

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung



Wandelanleihen Zunehmende Dynamik im Primärmarkt



Marc-Alexander Knieß
Portfolio Manager, Wandelanleihen

Der Wandelanleihenmarkt erlebt aktuell eine Renaissance. Die gestiegenen Zinsen haben im abgelaufenen Jahr zu erhöhten Emissionen und damit zu einer spürbaren Belebung des Marktes geführt, was die Anlageform sowohl für Emittenten als auch für Investoren wieder zunehmend attraktiv macht.

Besonders auffällig war die gestiegene Primärmarktaktivität im vierten Quartal, speziell im November, die deutlich über dem Vorjahresniveau lag. Diese Entwicklung lässt sich teilweise durch die sogenannte "Maturity Wall" im Bereich der Wandelanleihen und Hochzinsanleihen erklären. Durch die nötigen Refinanzierungen sind die Erwartungen an den Primärmarkt im Jahr 2024 hoch und steigern sich voraussichtlich in den beiden Folgejahren noch, was auf eine anhaltende Dynamik in diesem Segment hindeutet (siehe Grafik).



Stefan Schauer
Portfolio Manager, Wandelanleihen

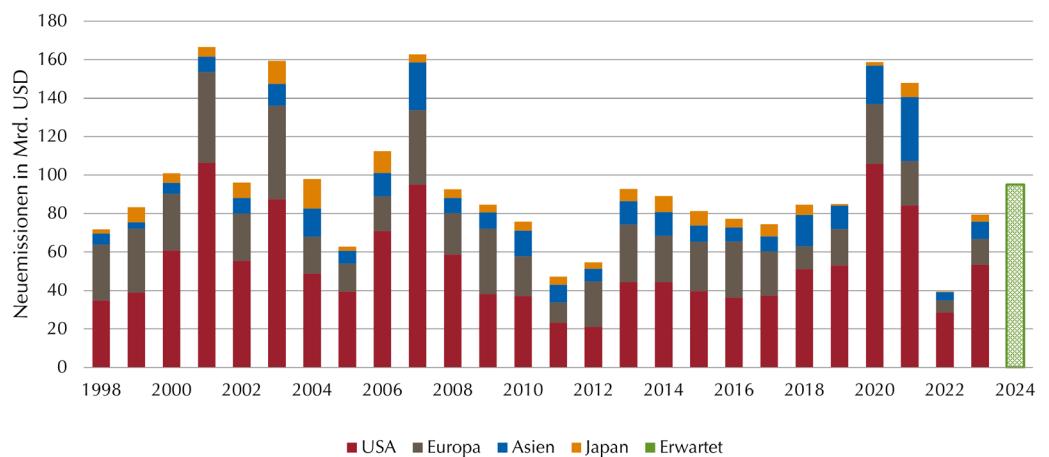
Für Investoren eröffnen sich durch diese Entwicklung interessante Anlagemöglichkeiten am Convertible Bond-Markt. Unter den Neuemissionen im vierten Quartal 2023 waren u.a. Titel von namhaften Unternehmen wie Bechtle, RAG/Evonik, Sibanye Stillwater, Uber, Rivian, Ubisoft und Schneider Electric sowie diverse japanische Firmen wie Sanrio, Sosei und Kobe Steel. Bemerkenswert ist dabei, dass nicht nur Wachstums- und Technologieunternehmen den Markt betreten, sondern auch viele aus dem Bereich der Versorger, der Industrie und des zyklischen Konsums. Diese Erweiterung des Universums ermöglicht eine breitere Diversifikation innerhalb der Anlageklasse.

Ein weiterer Vorteil für Investoren ist die sogenannte Neuemissionsprämie, die durchschnittlich bei 1% am ersten Tag der Emission liegt, teilweise aber auch deutlich darüber. Zudem fördert die gestiegene Aktivität im Primärmarkt auch die Liquidität im Sekundärmarkt, was sowohl für neue als auch für bestehende Wandelanleihen von Vorteil ist. Insgesamt ergibt sich somit ein äußerst attraktives Umfeld für Investoren, das durch höhere Diversifikation, attraktive Neuemissionen und verbesserte Liquidität gekennzeichnet ist.



Manuel Zell
Portfolio Manager, Wandelanleihen

Globale Wandelanleihen Neuemissionen



Quelle: BofA Global Research, Stand: 29.12.2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung



CLO

Attraktive reale Renditen bei überschaubaren Risiken



Dr. Klaus Ripper
Portfolio Manager,
Fixed Income Credit

Nach dem Ende der Zinserhöhungen rechnen viele Marktteilnehmer im Laufe des neuen Jahres mit ersten Zinssenkungen. Doch Inflation und Zinsen verharren auf einem höheren Plateau als in den Vorjahren – ein Zeichen dafür, dass die Zeiten der ultra-niedrigen Zinsen vorerst vorbei sind.

Klassische Anleihen bieten zwar wieder positive Nominalzinsen, doch die Freude darüber wird von der hohen Inflation überschattet. Mit Inflationsraten von durchschnittlich 3,2% in den letzten fünf Jahren waren reale Renditen für Staatsanleihen Fehlanzeige. Selbst unter der optimistischen Annahme einer Inflationsrate von 2,25% in den kommenden fünf Jahren, bleibt das Segment weit entfernt von einer auskömmlichen realen Rendite, geschweige denn von einem nennenswerten Beitrag zum Vermögensaufbau. Zudem erschwert die anhaltend geringe Kuponhöhe – ein Relikt der Niedrigzinspolitik – die Generierung planbarer Ertragsströme.



Norbert Adam
Portfolio Manager,
Fixed Income Credit

Investoren, die im Anleihe-Segment reale Erträge erzielen möchten, sehen sich daher gezwungen, den Blick auf risikoreichere Unternehmens- und Hochzinsanleihen zu richten. Doch angesichts einer drohenden Rezession ist dies für viele keine verlockende Option, denn höhere Bruttorenditen bieten in solchen Zeiten nur geringen Trost, sollte es zu Ausfällen kommen.

In dieser Gemengelage spielen CLO ihre Stärken aus, denn sie bieten auch in schwierigen Wirtschaftszeiten attraktive reale Renditen bei überschaubaren Risiken. Für eine Euro Investment Grade CLO-Strategie prognostizieren wir zum Beispiel mittelfristig eine jährliche Rendite von 6-7% p.a. Drei wesentliche Treiber stärken das Vertrauen der Anleger in diese Strategie: erstens, die gestiegenen Kupons aufgrund erhöhter Marktzinsen, auch für Emittenten hoher Bonität. Zweitens, die höheren Kupons durch ausgeweitete Credit Spreads. Drittens ergibt sich durch den "Pull-to-Par"-Effekt weiteres Kurspotenzial, da die Kurse von CLO bzw. deren zugrundeliegenden Krediten aufgrund moderater Kursverluste im Jahr 2022 weiterhin unter Par handeln.

Renditepotential im Rentenmarkt 5 Jahre

	Erw. Rendite p.a. in %	Kupon in %*	Spread in bps*
Bund 5 Jahre	2,19	1,61	-42
Aaa Pfandbriefe 5 Jahre	3,06	1,14	19
IG EU Corporates (BBB+)	3,74	2,05	88
CLO Neuemission (AAA)	5,71	5,00	175
CLO Strategie (IG)	6,54	6,96	393
HY EU Corporates (BB-)	6,61	4,24	373

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, *Stand: 15.12.2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung



Volatilitäts-Strategien

Aktuelle Ertragserwartungen höher als je zuvor



Mark Ritter, CFA, CAIA
Portfolio Manager,
Derivative Solutions

Volatilitäts-Strategien haben das Jahr 2023 mit einer herausragenden Wertentwicklung bei sehr geringen Schwankungen abgeschlossen und unterstreichen damit ihren positiven Beitrag zur Gesamttrendite eines Portfolios.

Volatilität ist eine der etabliertesten und stabilsten alternativen Risikoprämien, die im liquiden Bereich seit mehr als 30 Jahren zu beobachten ist. Durch einen klaren und nachvollziehbaren Wirkungsmechanismus, der einer klassischen Versicherung ähnelt, wird eine absolut und risikoadjustiert sehr attraktive Risikoprämie vereinnahmt.

Seit dem scharfen Drawdown im Jahr 2020 haben Volatilitätsstrategien eine beeindruckende Performance gezeigt (siehe Grafik). Auch das Ende der Niedrigzinsphase im vergangenen Jahr hat diese positive Entwicklung nicht beeinträchtigt, im Gegenteil. Der Schlüssel zu diesem Erfolg liegt in der hohen Volatilitätsrisikoprämie („VRP“), angetrieben durch eine gestiegene Nachfrage nach Absicherung. Interessanterweise sind viele Anbieter von Absicherungsstrategien nach der Corona-Pandemie vom Markt verschwunden, was den verbleibenden Investoren von Volatilitäts-Strategien zusätzliche Chancen eröffnete.

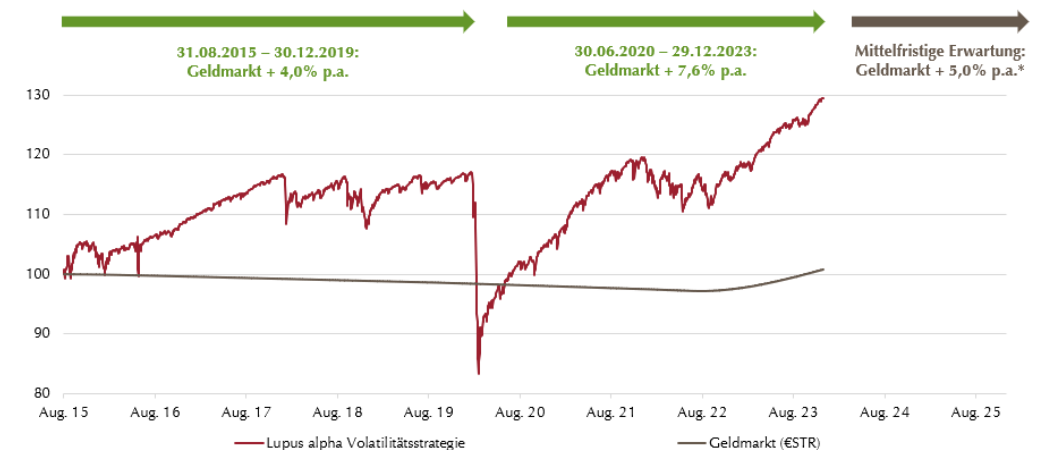


Alexander Raviol
Head of Derivative Solutions

Aktuell ist die mittelfristige Gesamtertragserwartung für Volatilitäts-Strategien höher als je zuvor. Aber warum ist das so? Zum einen verharrt die VRP weiterhin auf einem hohen Niveau. Selbst wenn sie von den Rekordniveaus nach der Corona-Krise zurückgeht, bleibt sie aus den oben genannten, strukturellen Gründen höher als vor der Pandemie. Zum anderen werden Volatilitäts-Strategien derivativ umgesetzt, basierend auf einem Basisportfolio kurzlaufender Anleihen guter Bonität. Mit den steigenden Zinsen ist auch die Ertragserwartung aus dem Basisportfolio gestiegen.

So ergibt sich eine beeindruckende absolute Renditeerwartung von insgesamt 8,0 bis 8,5%, die sich aus etwa 3,5% („Geldmarkt-“) Zins und 5,0% Risikoprämie zusammensetzt. Diese Zahlen zeigen erneut, warum Volatilitäts-Strategien einen festen Platz in jedem Portfolio haben sollten.

Eine hohe Risikoprämie führt zu hohen Renditen der Volatilitäts-Strategie



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, Stand: 29.12.2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung



Wertsicherungs-Strategien Intelligente Verbindung von Sicherheit und Performancepartizipation



Stephan Steiger, CFA, CAIA
Portfolio Manager,
Derivative Solutions

Anleger stehen seit jeher bei der Portfoliokonstruktion vor der Frage nach der individuell richtigen Balance zwischen erwartetem Risiko und erwarteter Rendite. Setzen viele Anleger in Zeiten der Nullzinspolitik – zurecht – auf eine hohe Aktienquote, war dies krisenbedingt mit zwischenzeitlich hohen Verlusten verbunden. Das Horrorjahr 2022 hat dabei gezeigt, dass klassische Diversifikation durch Anleihen kaum Sicherheit bietet, denn Anleihen hatten ebenfalls starke Kursverluste zu verbuchen.

Sind Anleger mit Renditeerwartungen oberhalb der Inflationsrate den Schwankungen der Aktien- und Rentenmärkte also schutzlos ausgeliefert? Müssen sie zur Vermeidung hoher Drawdowns an das Versprechen sog. „Crashpropheten“ glauben, welche in der Vergangenheit zwar Verluste abfedern, aber in normalen Marktphasen keine nennenswerten Erträge erwirtschaften konnten? Nein. Durch intelligente, optionsbasierte Wertsicherungsstrategien lassen sich Partizipationsmöglichkeiten erhalten und gleichzeitig Drawdowns begrenzen.

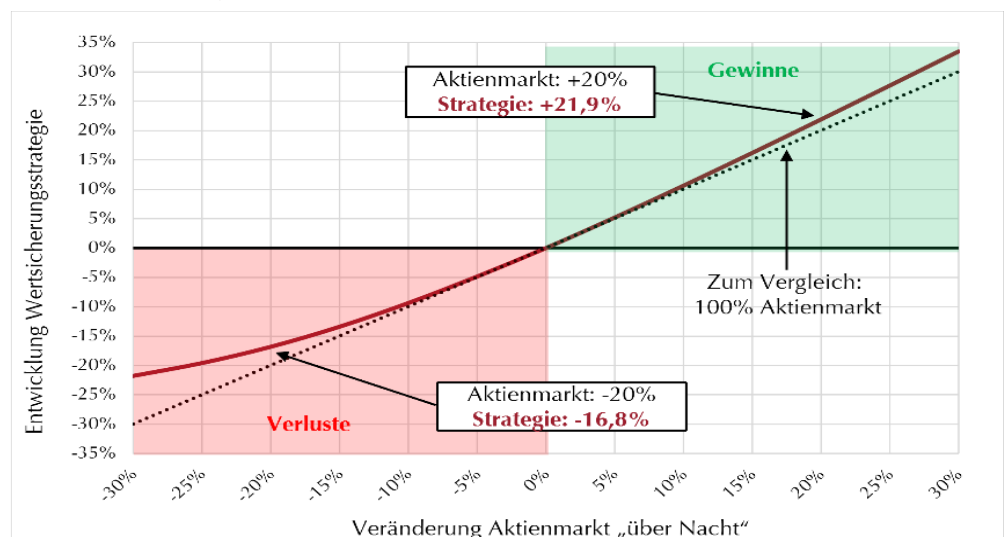


Alexander Raviol
Head of Derivative Solutions

Das Verhältnis von Chancen und Risiken lässt sich bei Wertsicherungskonzepten an die individuelle Risikobereitschaft der Anleger anpassen. Je nach Ausgestaltung des Aktienmarktdeltas sind sowohl konservative Profile (mit niedriger Fallhöhe und moderater Ertragspartizipation) als auch offensivere Varianten (mit moderatem Verlustrisiko und dafür höherer Partizipation) darstellbar. Die Grafik unten zeigt beispielhaft die Entwicklung des Aktienmarktes sowie einer optionsbasierten Wertsicherungsstrategie unter der Annahme eines sogenannten „Overnight Shocks“.

Konkret ermöglicht der Einsatz von Optionen die Ex-ante-Steuerung potenzieller Verluste ohne einen sogenannten "Cash-Lock" riskieren zu müssen. Im Worst Case verfallen gekaufte Call-Optionen wertlos. Gleichzeitig bietet der Einsatz von Optionen über verschiedene Laufzeiten und Ausübungspreise hinweg die Möglichkeit zur Teilhabe an Kursgewinnen der globalen Aktienmärkte, was zuletzt in der Jahresendrallye 2023 eindrucksvoll gelang.

Simulation: Overnight Shock am Aktienmarkt



Quelle: Eigene Berechnungen, Stand: 29.12.2023

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung



Risiko-Overlay Fingerspitzengefühl gefragt



Marvin Labod
Head of Quantitative Analysis

Im Gegensatz zum hektischen Jahr 2022 hatten Overlay Manager 2023 insgesamt zwar weniger zu tun. Dennoch hat auch das vergangene Jahr gezeigt, dass es klug ist, über den Tellerrand hinauszuschauen und das Portfolio inklusive aller Teilssegmente als ein großes Puzzle zu betrachten, dessen Teile ineinandergreifen.

Aber wie identifiziert man die Risiken im Portfolio, die sich für ein Overlay eignen? Der erste Schritt ist eine detaillierte Analyse der Vermögensallokation. Hierbei bedient man sich Benchmarks, die vom Investor bereitgestellt werden. Interessanterweise ist die Übermittlung von Einzelpositionen hierbei nicht erforderlich. Stattdessen wird das Portfolio nach verschiedenen Kriterien durchleuchtet: Anlageklassen, Länder, Regionen und Sektoren stehen im Fokus. Es ist wie ein geografisches Raster, das über das Anlagespektrum gelegt wird, um verborgene Risiken aufzudecken.



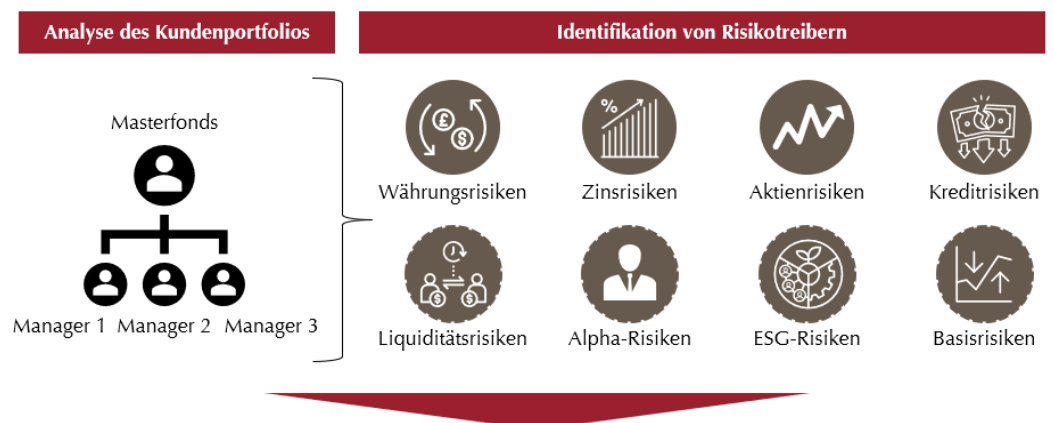
Alexander Raviol
Head of Derivative Solutions

Sobald diese Analyse abgeschlossen ist, wird der Anteil des Portfolios festgelegt, der abgesichert werden kann. Das erfolgt durch Identifizierung des zugrundeliegenden Risikos und der relevanten Risikotreiber. Für die absicherbaren Bereiche des Portfolios werden dann entsprechende Sicherungspositionen aufgebaut. Die Kunst dabei ist, die richtigen Sicherungsmechanismen zu wählen und deren Intensität angemessen festzulegen - fast wie beim Ausbalancieren eines Segelboots in stürmischer See.

Doch was geschieht mit den Risikoklassen, die nicht absicherbar sind? Diese Risiken werden im Reporting berücksichtigt, ein Teil des Risikobudgets wird für sie reserviert. Falls möglich, werden sogenannte "Proxy-Hedges" eingesetzt. Und in einigen Fällen bleibt nichts anderes übrig, als diese Risiken zu akzeptieren und sie im Auge zu behalten.

Insgesamt belegt das Jahr 2023, dass im Bereich des Overlay-Managements eine geschickte, ganzheitliche Betrachtung und ein sorgfältiger Umgang mit Risiken entscheidend sind. Es ist ein komplexes Spiel mit vielen Variablen, das Fingerspitzengefühl, gutes Handwerk und Weitsicht erfordert.

Identifikation und Analyse von Risikotreibern im Masterfonds



Analyse des Kundenportfolios **über alle Teilfonds** zur Identifikation der Risikotreiber ermöglicht **effiziente und transparente Risikosteuerung auf aggregierter Ebene**

Quelle: Lupus alpha. Schematische Darstellung

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@lupusalphade.com oder über unsere Homepage www.lupusalphade.com. 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.
Stand: 29.12.2023

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