SOMMERBERICHT

Rezessionsjahre = Positive Returns bei High Yield

FRANKFURT ASSET MANAGEMENT

FRANKFURT ASSET MANAGEMENT

Die FAM Frankfurt Asset Management AG ist eine unabhängige und inhabergeführte Vermögensverwaltung mit Sitz in Frankfurt am Main und wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) überwacht. Der Fokus liegt auf den Asset Klassen Hochzinsanleihen und Prämienstrategien.

Portfoliomanagement und Kundenbetreuung erfolgen bei der FAM aus einer Hand, der Portfoliomanager ist also gleichzeitig auch der Hauptansprechpartner für den jeweiligen Mandanten. Beim Portfoliomanagement wird großer Wert auf die fundamentale Analyse des Kapitalmarktes sowie einzelner Firmen gelegt. Dabei stützt sich die FAM auf Senior-Mitarbeiter mit insgesamt über 100 Jahren Kapitalmarkterfahrung.

Der FAM-Investmentansatz ermöglicht die Generierung von interessanten Chance-Risiko-Profilen. Dabei ist der Ausgangspunkt stets die Rendite-Chance, wobei die dazugehörigen Risiken unter die Lupe genommen werden. Wenn dieses Verhältnis vorteilhaft erscheint, findet die Anlage den Eingang ins Portfolio. Ein besonderes Augenmerk liegt auf asymmetrischen Chance-Risiko-Profilen mit einer möglichst hohen Wahrscheinlichkeit für positive Erträge.

INHALTSANGABE

Frankfurt Asset Management 2

Inhaltsangabe 3

Kapitalmarktübersicht – Performance 31.12.2021 - 30.06.2022 (in Euro) 4

Vorwort 5

„Die Inflationsrate ist nicht die neue Benchmark der FAM“, Interview mit Ottmar Wolf 7

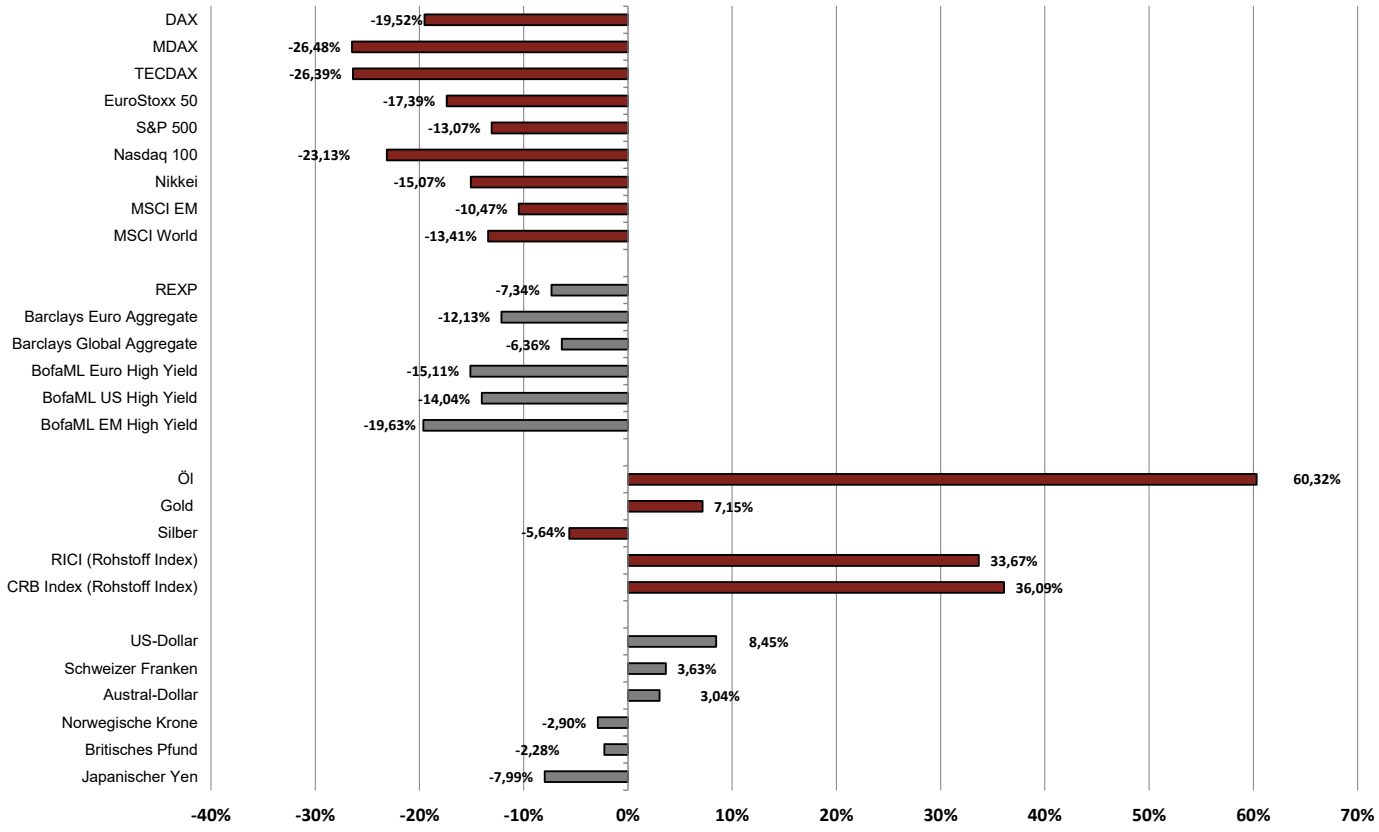
„Rezessionsjahre bringen äußerst positive Returns für High Yield“, Interview mit Philipp Bieber 10

Hat der US-Dollar als Weltwährung ausgedient? 15

FAM Prämienstrategie R 24

FAM Renten Spezial I 26

KAPITALMARKTÜBERSICHT – PERFORMANCE 31.12.2021 - 30.06.2022 (IN EURO)



Quelle: Bloomberg

VORWORT

Sehr geehrte Damen und Herren,

nach einem holprigen ersten Börsenquartal folgten drei noch schwierigere Monate. In Summe brachte das erste Halbjahr 2022 die schwächsten Ergebnisse für gemischte Wertpapierportfolios seit der globalen Finanzkrise 2008 – damals war es die zweite Jahreshälfte, die ein „Börsen-Waterloo“ war.

Das gravierende Problem dieser Tage ist der zeitgleiche Crash von Aktien und Renten - sowie auch zusätzlich der meisten anderen Asset Klassen. Verantwortlich dafür sind in erster Linie die Zinsschritte der Notenbanken, die zwecks Inflationseindämmung erforderlich sind. Wie die FAM Kernstrategien in diesem wirklich herausfordernden Umfeld abgeschnitten haben und wie die weiteren Perspektiven sind, erläutern wir in einem Interview ab Seite 7.

Die Situation bei den Anleihen muss als „Mutter aller Bond-Crashs“ bezeichnet werden. Kein Anleihe-Segment blieb verschont. Auch die von uns favorisierten Hochzinsfirmenanleihen („High Yield“) mussten deutlich Federn lassen. Und zwar so deutlich, dass unser vielfach ausgezeichneter Fonds FAM Renten Spezial nach den Kursrückgängen der ersten Jahreshälfte inzwischen eine Endfälligkeitsrendite der enthaltenen High Yield Bonds von über 12% aufweist. Wie es dazu gekommen ist, was sich an unserer Arbeitsweise verändert hat und warum wir sehr zuversichtlich in die nächsten 12-18 Monate blicken, bespricht der Frankfurter Finanzjournalist Dr. Martin Ahlers ab Seite 10 in einem ausführlichen Interview mit unserem Fondsmanager Philipp Bieber.

Wenn zwei unserer guten Geschäftsfreunde sich zu einem spannenden Thema widersprüchlich äußern, weckt das unser Interesse. Wir sprechen über die Rolle des US-Dollars als Weltleitwährung. Diesbezüglich ist Urs Marti, Rohstoffmanager aus der Schweiz, der Meinung, dass die Tage des Greenbacks als globale Nr. 1 Währung gezählt sein dürften. Anders sieht es Lutz Röhmeyer von der Berliner Asset Management Boutique Capitulum, er glaubt weiterhin an die führende Rolle der amerikanischen Währung, spricht aber in diesem Zusammenhang auch von einem „Häßlichkeitswettbewerb“. Sie finden diese Diskussion kombiniert mit unserem eigenen Beitrag zum Thema ab Seite 15.

Wir wünschen Ihnen allen weiterhin gute Nerven und die Fähigkeit, den Blick gerade jetzt nach vorne zu richten. Wir sind sehr zuversichtlich, dass die zukünftige Entwicklung bei den FAM-Kernstrategien High Yield und Prämienstrategie deutlich positiv ausfallen wird.

Herzliche Grüße und einen schönen Sommer

Peter Wiederholt und Ottmar Wolf

Messeturm

© Peter Wiederholt

„DIE INFLATIONSRATE IST NICHT DIE NEUE BENCHMARK DER FAM“

Aufgrund der hohen Inflation und einer sehr holprigen Börsenentwicklung mehren sich die Sorgen vieler Anleger. Der parallele Crash von Aktien und Renten im ersten Halbjahr 2022 ist Neuland. Vor diesem Hintergrund nimmt Ottmar Wolf im Gespräch mit dem Frankfurter Finanzjournalisten Dr. Martin Ahlers Stellung zur Anlagestrategie der FAM und wagt einen Ausblick.

Herr Wolf, ist die FAM von der massiven Inflation auf dem falschen Fuß erwischt worden?

Keine Frage, die aktuellen Inflationsraten in Deutschland bzw. Europa von sieben bis acht Prozent sind Neuland. Nach vielen Jahren, in denen wir eher an der Deflation gekratzt haben, ist das eine spektakuläre Wende. Und ja, mit einer solch ausufernden Inflation hatten wir nicht gerechnet.

Warum hat die FAM den starken Inflationsanstieg und die damit einhergehenden Zinserhöhungen nicht kommen sehen?

Wir orientieren uns typischerweise an Marktdaten. Nehmen Sie z.B. die Fed Fund Futures, die signalisieren, wo der US-Leitzins in Zukunft erwartet wird. Hier lagen wir Ende 2021 bei ca. 0,75% im US-Leitzins per Ende 2022. Die Gesamtheit der professionellen Anleger hatte also für das komplette Kalenderjahr 2022 mit 2-3 Zinsschritten der Fed gerechnet. In Europa war übrigens noch vor sechs Monaten die Markterwartung, dass der einjährige Zins frühestens im Jahr 2028 ins positive Terrain gelangen wird.

Sie argumentieren also, dass die Inflationsexplosion für die gesamte Investorengemeinde unerwartet kam?

Im Prinzip ja, wobei es natürlich ein paar wenige Leute gibt, die ein solches Szenario auf dem Schirm hatten. Das war aber die Ausnahme. Andernfalls hätten wir Ende 2021 komplett andere Marktdaten gehabt. Bis dahin war das Mantra von Fed, EZB & Co., dass es sich bei den langsam zunehmenden Inflationsraten um ein vorübergehendes Phänomen handeln würde, auch durchaus im Bereich des Möglichen. Die Entwicklungen im ersten Halbjahr 2022 haben dieses „Transitory-Narrativ“ dann allerdings zerstört – sicherlich auch bedingt durch den Ukraine-Krieg sowie die Zero-Covid-Strategie in China. Diese beiden wesentlichen Faktoren ließen sich zuvor nicht vorausahnen.

Wie beurteilen Sie vor diesem Hintergrund die Performance der drei FAM-Kernstrategien: High Yield, Prämienstrategie und Multi-Asset?

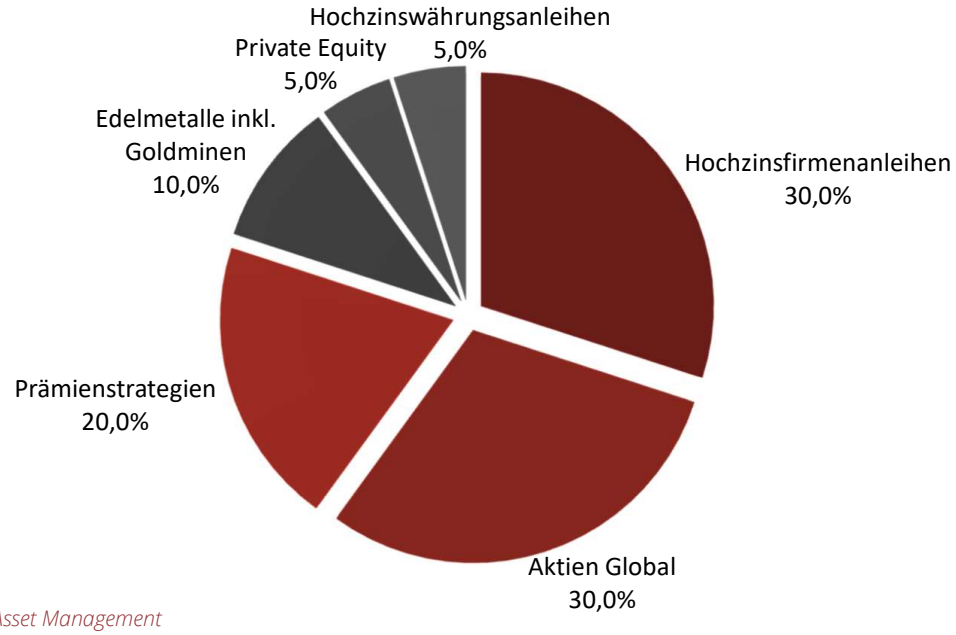
Bei High Yield streben wir eine Outperformance zu den europäischen Hochzinsfirmenanleihen an. Das hat seit Fondsauflage 2015 sehr gut funktioniert. Die Verluste von 12,5%

beim FAM Renten Spezial im ersten Halbjahr tun natürlich weh, wenngleich der europäische High Yield Markt noch etwas stärker zurückgegangen ist. Wir leiden da doppelt mit: Zum einen mit unseren Investoren und zum anderen sind wir mit unserem eigenen Geld ebenfalls in den gleichen Strategien investiert. Etwas Trost gibt allerdings, dass ein Großteil der Verluste auf der massiven Spread-Ausweitung beruht. Hier befinden wir uns auf Levels, die wir zuvor nur von großen Krisen à la Corona kennen. Der Zinsanstieg als solcher spielte bei High Yield eine untergeordnete Rolle. Die Duration in dieser Asset Klasse ist ohnehin typischerweise deutlich kürzer als im Investment Grade-Bereich, so auch bei unseren High Yield Funds. Mit jetzt etwa 12% Endfälligkeitsrendite der im Fonds enthaltenen Bonds und keinen akuten Sorgenkindern blicken wir äußerst zuversichtlich in die Zukunft.

Bei der Prämienstrategie hat das Optionsportfolio ziemlich gut funktioniert und nur 2,7% verloren, obwohl die Aktienmärkte vom Top um ca. 20% eingebrochen sind. Hier können wir eindeutig einen Haken setzen! Schlimm erwischt hat es uns allerdings bei den Bonds, die für über 80% des Halbjahresergebnisses von minus 15% verantwortlich sind. Da hat uns der massive Zinsanstieg – gerade auch bei den kurzen bis mittleren Laufzeiten guter Bonität – sehr viel Geld gekostet. Mit jetzt rund 17% Seitwärtsrendite, davon ca. 7% aus dem breit gestreuten Bondportfolio, gilt aber das Gleiche wie bei High Yield: Immer dann, wenn die Prämienstrategie in der Vergangenheit deutlich zweistellige Seitwärtsrenditen aufgewiesen hat, fiel die Performance auf Sicht von 12-18 Monaten sehr positiv aus. Es gibt für uns keinen Grund, dieses Mal hieran zu zweifeln.

Zu den Multi-Asset Depots: Außer vielleicht dem Gold gab es leider „No place to hide“. Nahezu alle Asset Klassen sind abgestürzt. Aus diesem Grund sind wir hier derzeit rund 10-15% im Minus. Das ist aber relativ gesehen durchaus nachvollziehbar, denn das Umfeld im ersten Halbjahr 2022 war wirklich äußerst schwierig. Dennoch gilt auch hier: Verluste tun immer weh und zurzeit ist nur der Blick nach vorne tröstlich. Im Multi-Asset Bereich haben wir daher auch immer High Yield und Prämienstrategien allokiert. Denn die Kalkulierbarkeit dieser Asset Klassen ist in solchen Zeiten, wie wir sie gerade erleben, unfassbar wertvoll. Auch die Multi-Asset Depots werden sich dank unserer Kernstrategien wieder erholen!

Typisches Multi-Asset Depot bei der FAM: Vergleichsweise weniger Aktien, dafür High Yield und Prämienstrategie



Quelle: FAM Frankfurt Asset Management

Welche Implikationen hat denn nun die sehr hohe Inflation auf die FAM-Anlagestrategie? Was werden Sie ändern?

Zunächst einmal ist es ganz wichtig, diese beiden Themen getrennt voneinander zu betrachten und zu behandeln. Ein Wertpapierportfolio sollte immer nach dem Chance-Risiko-Profil der einzelnen Anlageklassen zusammengestellt werden, wobei stets auf eine breite Streuung zu achten ist.

Im ersten Halbjahr 2022 hat das die Anleger nicht vor Verlusten bewahrt, da fast alle Asset Klassen deutlich eingebüßt haben. Vor allem die vom Großteil der Asset Manager favorisierten Aktien, die nach Meinung vieler Experten als Sachwerte einen Inflationsschutz bieten sollen, sind unter die Räder gekommen. Ein Blick in die Historie zeigt außerdem, dass „Aktien als Inflationsschutz" auch früher schon oftmals ein Trugschluss waren. So fiel die Performance von Aktien in den 70er Jahren, dem letzten Jahrzehnt mit sehr hoher Inflation, äußerst schwach aus. Aus unserer Sicht gibt es kaum Asset Klassen, die bei sehr hohen Inflationsraten wirklich zuverlässig positiv performen.

Bedeutet das, dass Sie an der FAM-Anlagestrategie tatsächlich nichts ändern werden?

Wir sind der Meinung, dass es nicht die Aufgabe eines Vermögensverwalters ist, zum Ausgleich der hohen Inflationsraten jetzt plötzlich die Brechstange auszupacken und zu probieren, zweistellige Nominalrenditen auf Krampf darzustellen. Es geht um den Vermögenserhalt und sicherlich um „kontrollierte Offensive" – wie bislang auch – aber sicherlich nicht um das Überbordwerfen bewährter Strategien und Vorgehensweisen.

Die Zinserwartungen haben sich in Form von massiv fallenden Anleihepreisen in Rekordzeit an die hohe Inflation angepasst. Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass sich der Renditepfad von unserer High Yield Strategie sowie des Anleiheportfolios unserer Prämienstrategie deutlich erhöht hat. Dieser Renditeanstieg ist rein durch die Veränderung im Marktumfeld entstanden.

Wir bekommen perspektivisch gesehen also mehr Geld für das gleiche Risiko. Es geht somit nicht um das reaktive Verändern der Anlagestrategie, sondern darum in schwierigen Zeiten wie diesen, Kurs zu halten und investiert zu bleiben. Hatten wir früher für unsere beiden Kernstrategien eine Guidance von rund fünf bis sechs Prozent im langfristigen Schnitt, erhöht sich der Ausblick für die zukünftigen durchschnittlichen jährlichen Returns jetzt auf ca. sieben bis acht Prozent.

Aber wird das reichen, um den inflationsbedingten Kaufkraftverlust auszugleichen?

Nochmal: Die Inflationsrate ist nicht die neue Benchmark der FAM. Sie ist es weder heute noch war sie es vor ein paar Jahren, als wir bei Inflationsraten von um die ein Prozent eher an einer Deflation gekratzt haben.

Gleichwohl rechnen wir damit, dass die Inflationsrate ab dem kommenden Jahr deutlich sinken wird. Alleine aufgrund von Basiseffekten müsste dies ab dem Frühling 2023 passieren. Hinzukommt der inzwischen deutlich höhere Renditepfad unserer Kernstrategien. Insofern können wir diese Frage mit „Ja" beantworten, solange unsere Investoren die nötige Zeit und Geduld mitbringen. Bislang war dies jedoch nie ein Problem.

„REZESSIONSJAHRE BRINGEN ÄUSSERST POSITIVE RETURNS FÜR HIGH YIELD“

Für Anleiheinvestoren kam das erste Halbjahr 2022 einer kalten Dusche gleich. Dem extremen Einbruch konnte sich auch der europäische High Yield Markt nicht entziehen. Im Interview mit dem Frankfurter Finanzjournalisten Dr. Martin Ahlers geht Fondsmanager und High Yield Analyst Philipp Bieber darauf ein, in welcher Phase sich die „Mutter aller Bond Crashs“ aktuell befindet, was sich an der Arbeitsweise des FAM Anleiheteams in den vergangenen Monaten geändert hat und wie der FAM Renten Spezial aktuell positioniert ist.

Herr Bieber, das zurückliegende Halbjahr war für Anleiheinvestoren wahrlich kein Zuckerschlecken. Dabei hat es praktisch alle Segmente kalt erwischt?

In der Tat. Wir haben die Mutter aller Bond Crashs erlebt. Am europäischen Rentenmarkt blieb davon kein Segment verschont. Egal, ob Top-Bonitäten wie beispielsweise Bundesanleihen (Aaa-Rating), italienische Staatspapiere (Baa2-Rating), Unternehmensanleihen guter Bonität oder High Yields. Die Verluste im ersten Halbjahr 2022 waren mit 8,1% bzw. 11,5% in den ersten beiden Kategorien und 12,5% bzw. 14,4% bei Corporate Bonds mit und ohne Investment Grade Rating jeweils sehr heftig. Eine ähnliche Entwicklung in so kurzer Zeit hat es in der Geschichte der Euro-Anleihen noch nie gegeben.

Insofern musste auch der FAM Renten Spezial deutlich Federn lassen. Wie ordnen Sie dessen Performance ein?

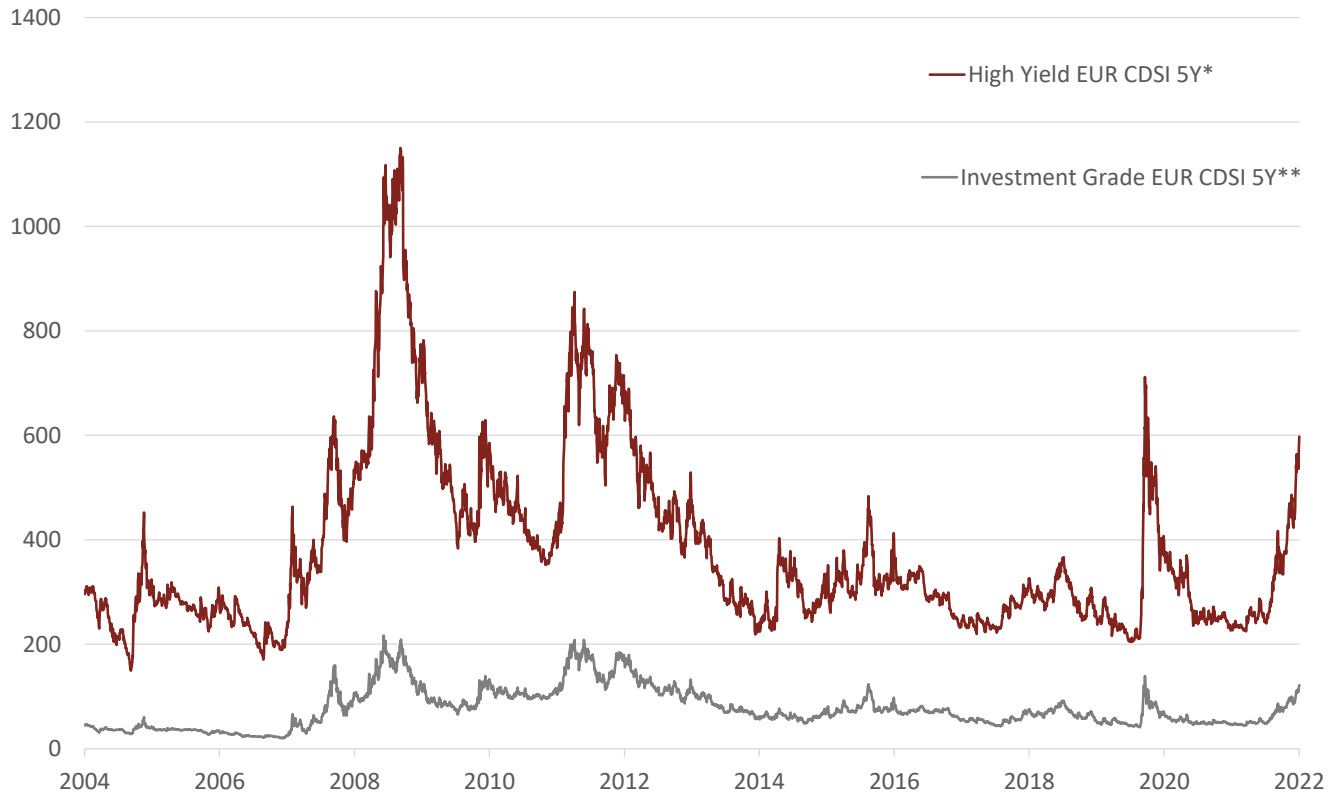
Natürlich konnte sich unser Rentenfonds einer derartigen Entwicklung nicht entziehen. Hauptverantwortlich für das Halbjahresergebnis von minus 12,5% war die Ausweitung des Credit Spreads, der sich seit Jahresbeginn um das Zweieinhalbfache erhöht hat. Seit Fondsauflage vor rund sieben Jahren weist der FAM Renten Spezial aber weiterhin eine deutliche Outperformance des europäischen High Yield Marktes in Höhe von 18 Prozentpunkten auf. Gleichzeitig gilt bei Renten die alte Regel: Die Verluste von heute sind automatisch die Gewinne von morgen. Denn bei einer annualisierten Endfälligkeitsrendite der im Portfolio enthaltenen Anleihen von inzwischen satten 12% und einer Modified Duration von 3,1, blicken wir äußerst zuversichtlich nach vorne.

Bleiben wir beim Thema „Mutter aller Bond Crashs“: Können Sie denn abschätzen, ob diese Baisse bald enden wird?

Der Credit Spread bei High Yield (iTraxx Crossover) hat sich auf inzwischen 600 Basispunkte nach oben geschraubt. Damit liegen wir im Bereich von früheren Krisen bzw. Rezessionen. Im März 2020 (Corona-Crash) war das Top-Level bei ca. 700 Basispunkten erreicht, in der Eurokrise 2011-2012 waren es 800 Basispunkte und während der Rohstoff/China-Krise im ersten Quartal 2016 lagen wir bei 500 Basispunkten. Nur ein einziges Mal in der Historie gab es einen noch höheren Ausreißer. Das war rund um die Lehman-Pleite, als die Credit Spreads für zwei bis drei Monate sogar auf über 1.000 Basispunkte angestiegen sind. Allerdings haben sie sich dann binnen eines Dreivierteljahres wieder halbiert.

Aus dieser Historie leitet sich ab, dass wir zumindest nicht am Anfang des Crashs stehen und höchstwahrscheinlich auch nicht in der Mitte. Es dürfte eher so sein, dass der nächste wirklich große Spread-Move nach unten gehen wird.

Europäische Credit Spreads



*Quelle: Bloomberg, Stand: 30.06.2022, *ITRX XOVER CDSI GEN 5Y Corp **ITRX EUR CDSI GEN5Y Corp*

Gilt das auch für die anderen Segmente, wie z.B. Investment Grade Corporates oder Bundesanleihen?

Prinzipiell ja. Auch hier wurde sehr viel vorweggenommen. Es fühlt sich heute an, als wären wir in einer komplett anderen Welt. Zu Jahresbeginn lagen die Erwartungen für das Drehen der einjährigen Bundrendite in den positiven Bereich noch im Jahr 2028. In kürzester Zeit wurde aus dem Zeithorizont von sechs Jahren sechs Monate. Die Bundkurve ist heute eine völlig andere als zum Jahreswechsel und der größte Teil der Anpassung sollte bereits vollzogen sein.

Hinweisen möchte ich aber auf die unterschiedlichen Perspektiven: Der REXP, also der führende Index für Bundesanleihen, bringt es derzeit – auch nach dem heftigen Crash – nur auf eine Rendite von 1,0%. Eine Wertaufholung bzw. der Zeitpunkt dafür steht völlig in den Sternen. Bei High Yield ist diese Wertaufholung dagegen geradezu vorprogrammiert!

Vorprogrammierte Wertaufholung? Gilt das denn auch, wenn wir in eine Rezession abgleiten sollten?

Eine Rezession ist am Kapitalmarkt bereits weitgehend eingepreist. Egal, ob man den bereits diskutierten Credit Spread als Maßstab nimmt oder die teils inverse Zinskurve in Amerika. Es gibt viele deutliche Signale, die auf eine bevorstehende Rezession hindeuten. Vielleicht sind wir auch schon mittendrin. Gerade Rezessionsjahre haben in der Vergangenheit aber äußerst positive Returns für die Asset Klasse High Yield gebracht.

Das klingt auf den ersten Blick überraschend. Gibt es dann nicht viele Kreditausfälle, sog. Defaults?

Natürlich gibt es in Rezessionen mehr Defaults bei High Yield Anleihen als in wirtschaftlichen Wachstumsphasen. Die Frage ist aber, was der Markt heute bereits eingepreist hat. Und hier liegen wir auf Sicht der kommenden fünf Jahre bei einer kumulierten Default-Rate von rund 40%! Der Markt unterstellt also, dass in den kommenden fünf Jahren vier von zehn High Yield Unternehmen Pleite gehen werden. Das erscheint doch deutlich übertrieben. Schließlich ist dies gut 2,5x mehr als in dem 5-Jahreszeitraum von der globalen Finanzkrise rund um die Lehman-Pleite im Jahr 2008 bis hin zur Eurokrise 2011/2012.

Aktuell enthält der FAM Renten Spezial keine akuten Sorgenkinder. Wir hoffen deshalb die blütenweiße Weste unseres Fonds ohne jeglichen Ausfall seit Auflage auch zukünftig erhalten zu können. Die herben Bewertungsverluste von sämtlichen Portfolio-Titeln waren also kaum emittentenspezifischer

Natur, sondern zum weit überwiegenden Teil marktbedingt. Die Asset Klasse European High Yield musste seit Jahresbeginn Nettomittelabflüsse in Höhe von rund 8% hinnehmen. Klar, dass in einer solch massiven Risk-Off-Phase auch die Preise fallen müssen.

Keine akuten Sorgenkinder? Vor dem Hintergrund der hohen Kosteninflation, der Rohstoffknappheit (Stichwort Ukraine-Krieg), dem drohenden Energiemangel, der anhaltenden Lieferkettenproblematik (Stichwort Zero-Covid Strategie in China und verstopfte Häfen) ist das schon verwunderlich.

Diese Risikofaktoren haben wir im Blick. Keine Frage wird unser Job als High Yield Manager immer anspruchsvoller und zeitintensiver. Der Arbeitstag beginnt früher und endet später. Während wir in 2020 „lediglich" die sog. „Lockdown-Reviews" machen mussten, um zu prüfen, welche Portfoliounternehmen besonders leiden, haben wir in 2022 bereits viele verschiedene Reviews durchgeführt. Ganz aktuell sind wir das komplette Portfolio (rund 60 Emittenten) im Hinblick auf eine drohende Energiekrise in Deutschland und Österreich durchgegangen. Wir haben also durchgespielt, welche Firmen bei einer Unterbrechung der Gasversorgung negativ betroffen sein würden, hierbei spielt nicht unbedingt der Sitz der Firmenzentrale eine Rolle, sondern eher die Frage, wo die Produktion erfolgt bzw. auch wie energieintensiv diese ist. Zuvor hatten wir Ende Februar den „Russland/Ukraine-Check" und dazwischen u.a. einen „Lieferketten Review" (die inzwischen berühmten Kabelbäume aus der Ukraine, der lang andauernde Halbleiter-Mangel etc.) und einen „Preissetzungsmacht-Review", also die Fragestellung, ob die Unternehmen ihre gestiegenen Input-Kosten an die Endkunden weitergeben können.

Und was haben diese Portfolio-Reviews ergeben?

Für uns selbst war überraschend, dass wir aufgrund der Reviews bisher keine Titel verkaufen mussten. Die Probleme bzw. Risikofaktoren, die wir hier und da durchaus identifiziert haben, waren aus unserer Sicht stets bereits eingepreist bzw. haben sich sogar in übertriebenem Maße in den Kursabschlägen widergespiegelt. Wirklich kritische Kandidaten, bei denen die Existenz auf dem Spiel steht, waren und sind in unseren Portfolios nicht enthalten.

Einschränkend sollte allerdings erwähnt werden, dass wir natürlich nicht die zweite oder dritte Ableitung simulieren können. Hierzu ein kurzes Beispiel: Wenn in Deutschland eine extreme Energiekrise ausbrechen sollte, wird dies vermutlich zu einer scharfen Rezession führen, die deutlich schlimmer als eine „normale Rezession" ist. Dies könnte dann auch für Sektoren, die zwar keinen hohen Energieverbrauch haben, aber in zyklischen Endmärkten tätig sind, zu einem Umsatzeinbruch führen.

Würde es für diesen zuletzt geschilderten Fall nicht dann doch zu einer Pleitewelle kommen?

Das ist theoretisch denkbar. Die führenden Ratingagenturen gehen für 2022 von einer Default-Rate im Bereich von rund 2% aus und für das kommende Jahr von ca. 3% bis 3,5% im Basis Szenario. Aber selbst wenn diese Vorhersagen viel zu optimistisch sein sollten und es tatsächlich zu einer massiven Pleitewelle kommen sollte, ist dies längst in den aktuellen Credit Spreads enthalten. Und mit aktuell 12% Portfoliorendite und einem durchschnittlichen Kurs von nur 82% würde der FAM Renten Spezial sicherlich eine ganze Reihe an Defaults verkraften. Während am Markt – wie bereits erwähnt – bis Mitte 2027 ca. 40% kumulierte Pleitefälle eingepreist sind, liegt diese Quote bezogen auf das Portfolio des FAM Renten Spezial inzwischen bei über 50%. Die Kurse unterstellen also, dass es bei jedem zweiten Portfoliounternehmen zu Zahlungsausfällen kommt – und das wohlbemerkt vor dem Hintergrund von null Defaults im Fonds über die letzten sieben Jahre.

Lassen Sie uns konkret über das Portfolio sprechen. Wie stehen Sie zum aktuellen „Most-hated Sektor" Real Estate?

Den Immobiliensektor meiden wir traditionell weitestgehend, da erstens eine Einschätzung der Bilanzen und hier speziell der Immobilien-Assets für uns i.d.R. nicht darstellbar ist und zweitens die Bankkredite hier typischerweise mit den Objekten besichert sind, was die Bondholder ganz automatisch in die zweite Reihe drängt, selbst wenn es sich um Senior Bonds handelt. Die aktuelle Situation, in der sich das „Goldilocks-Szenario" bei den Immobilien in Rekordzeit um 180 Grad gedreht hat, betrifft uns daher nicht, wenngleich wir dies niemals vorausgeahnt hätten. Die Gewichtung von Real Estate liegt nur bei einem Prozent, denn eine kleine Ausnahme von unserer Grundregel, keine Immobilienanleihen ins Portfolio zu nehmen, haben wir doch gemacht. Dabei handelt es sich um eine Anleihe von Heimstaden. Überzeugend war hier die Ausrichtung auf Wohnimmobilien mit einer guten geografischen Diversifikation in Skandinavien, Deutschland, Niederlande und Tschechien sowie einer starken Gesellschafterstruktur auf Konzernebene mit mehreren großen Pensionsfonds neben einem norwegischen Milliardär als strategische Investoren.

Welche Sektoren mögen Sie aktuell stattdessen besonders gerne?

Aufgestockt wurde zuletzt nicht unbedingt sektorbezogen, sondern eher bottom-up-getrieben. Eine Ausnahme ist hier nur der Automotive-Bereich, in dem wir jüngst Namen wie Grupo Antolin, Mahle oder Adler Pelzer nachgekauft haben. Zwar ist diese Branche zyklisch und würde unter einer Rezes-

sion auch leiden, aber erstens ist dies in den aktuellen Credit Spreads bereits eskomptiert und zweitens liegen die Probleme der letzten Jahre im umgekehrten Bereich: Aufgrund von Lieferschwierigkeiten/Chipmangel lag die Produktion darnieder und die Kundennachfrage konnte nicht bewältigt werden. Diese Ausgangslage sollte im Falle einer Rezession etwas abpuffern. Bei Mahle etwa, einem der größten deutschen Tier 1 Automobilzulieferer, steht eine Rendite von über zehn Prozent auf der Anleihe bei einem Rating von Ba1 und der Mahle-Stiftung als Gesellschafter.

Interessant ist auch die Anleihe von Ceconomy (MediaMarkt /Saturn), dem größten europäischen Elektronik-Handelskonzern, der die erste oder zweite Marktposition in 8 von 13 Märkten einnimmt und mittlerweile 1/3 des Umsatzes online erwirtschaftet. Hier liegt das Rating mit Ba1 (Scope BBB) ebenfalls im oberen HY-Bereich und die Bilanz ist wirklich stark. Binnen zwölf Monaten hat sich die Rendite hier versechsfacht (!) und liegt aktuell bei elf Prozent.

Kommen wir zu einem Einzelnamen, den Sie immer wieder hervorgehoben haben: Die „Margarine-Anleihe", welche zuletzt ebenfalls heftig unter die Räder gekommen ist.

Sie meinen die 5,75% Sigma Holdco 2026 Anleihe von Upfield, dem mit weitem Abstand größten Margarine-Hersteller weltweit. Das Papier ist im Juni überproportional abgestürzt und handelt jetzt bei unter 60%. Die wesentlichen Gründe sind u.E. (1) das Rating von Caa, (2) der hohe Leverage von aktuell 8,9x und (3) ein schwieriges operatives Umfeld seit letztem Sommer mit deutlich gestiegenen Input-Kosten, die zwar weitergereicht werden können, aber nur mit einem Time-lag. Upfield verfügt über die in diesen Tagen vielfach strapazierte Preissetzungsmacht (Preiserhöhungen von 16% im ersten Quartal 2022 bei den Supermarktketten) und wird ab dem zweiten Halbjahr auch wieder die außergewöhnlich starken Margen aufweisen. Das Unternehmen ist bis 2025 durchfinanziert und wird in den kommenden Jahren mittels des erwirtschafteten Free Cash Flows den Leverage senken. Das aktuelle EBITDA liegt bei 640 Mio. Euro, bei Zinsen von 240 Mio. Euro, Steuern von 65 Mio. Euro und Investitionsausgaben von 100 Mio. Euro p.a. mit organischem Wachstumspotential aufgrund der strukturellen Zunahme pflanzenbasierter Ernährung. Ob der Exit für die Gesellschafter KKR und die belgische Frère Familie in 2025 erfolgen wird, können wir derzeit nicht abschätzen. Aber eine Refinanzierung mit einem Leverage von ca. 7x halten wir bei einem Enterprise Value von sicher über 10x des jährlichen EBITDA für darstellbar. Insofern rechnen wir mit einer prospektgemäßen Bedienung unserer Anleihe.

Zusammengefasst klingt das nach attraktiven Möglichkeiten. Gleichzeitig scheint der High Yield Markt noch keinen Boden gefunden zu haben. Was raten Sie bestehenden oder auch potenziellen Investoren?

Niemand weiß, wann der Spread dieses Mal sein Top erreichen wird bzw. ob wir evtl. bereits jetzt am Peak sind. Wir haben allerdings vor ein paar Tagen analysiert, wie die Performance europäischer Hochzinsfirmenanleihen auf Sicht von 12/18/24 Monaten gewesen wäre, wenn man immer dann einsteigt, sobald der Credit Spread erstmals die Marke von 600 Basispunkten überschreitet. Die Ergebnisse sind beeindruckend. Im Durchschnitt beträgt die Performance des HY Marktes für diese Zeiträume nämlich 14,8%, 23,9% bzw. 28,5%. Zudem lässt sich ab einem Investmenthorizont von 18 Monaten keine Periode finden, in der es ein Minus gegeben hat. Der Betrachtungszeitraum startet Mitte 2004, inkludiert also die Finanzkrise von 2008/09.

Aufgrund dieser Datenanalyse und der massiven Unterbewertung unseres Portfolios können wir potenziellen Investoren aus voller Überzeugung zu einem Einstieg raten, ggf. verteilt auf zwei bis drei Schritte.

Erwartete Renditen im europäischen High Yield Markt

Zeitraum	Durchschnitt	Minimum	Maximum
Performance 12 Monate später	14,8%	-24,4%	29,8%
Performance 18 Monate später	23,9%	7,4%	47,3%
Performance 24 Monate später	28,5%	16,6%	54,8%

Quelle: Bloomberg, iTraxx Crossover (XOVER), Betrachtung aller rollierenden Zeiträume, beginnend immer dann, wenn der XOVER die Marke von 600 Basispunkten erstmalig überschreitet. Betrachtung seit 06/2004 bis heute. Stand 30.06.2022

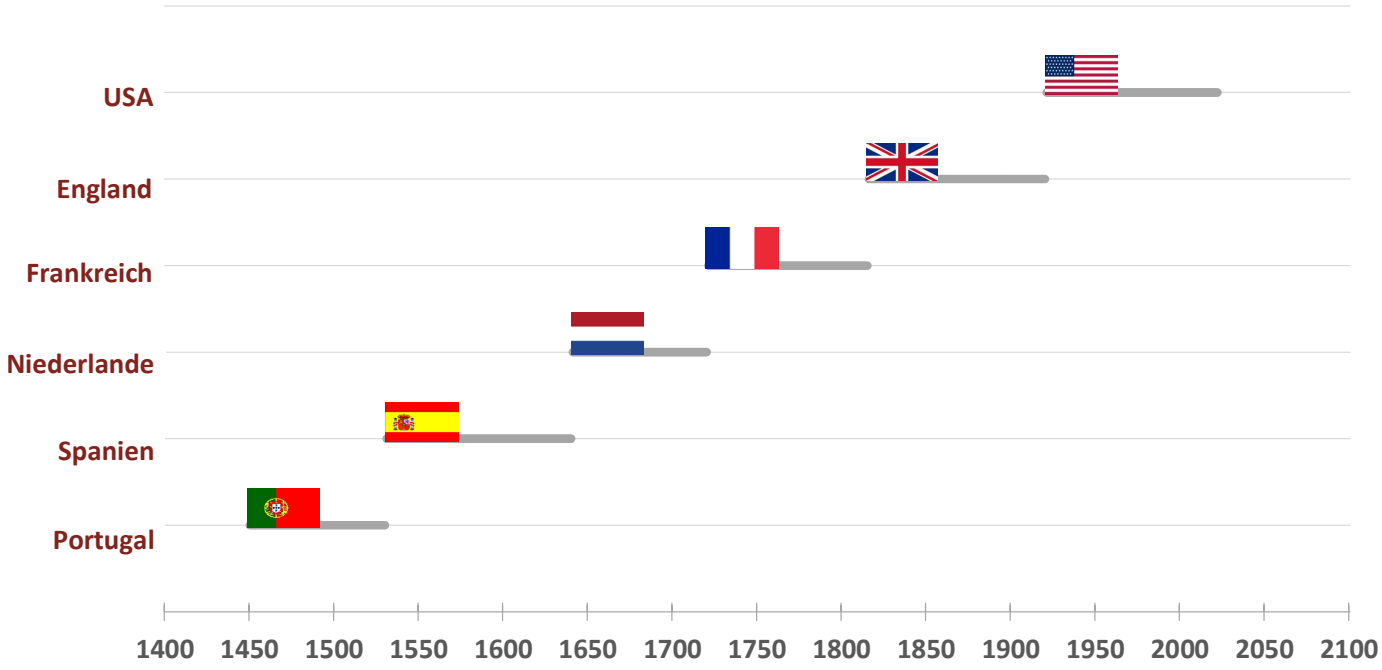
Römer

© Peter Wiederholt

HAT DER US-DOLLAR ALS WELTWÄHRUNG AUSGEDIENT?

Immer wieder werden Stimmen laut, dass dem US-Dollar seine Funktion als Weltleitwährung sukzessive abhandenkommen würde. Die Ablösung durch ein anderes Zahlungsmittel sei nur eine Frage der Zeit. Um hierüber ein Urteil fällen zu können, bietet sich ein Blick auf die Kriterien an, die an eine Weltleitwährung zu stellen sind. Hilfreich ist zudem die Betrachtung potenzieller Nachfolgekandidaten.

Was haben der portugiesische und spanische Real, der niederländische Gulden, die französische Livre, das britische Pfund und der US-Dollar gemeinsam? Richtig: Seit Anfang der Globalisierung im 16. Jahrhundert waren alle diese mal die führende Weltwährung. Weltwährung bedeutet die Währung zu sein, in der die meisten internationalen Transaktionen durchgeführt und die meisten Währungsreserven von unterschiedlichen Ländern gehalten werden.



Quelle: DoubleLine

Warum wurden aber genau diese Währungen in bestimmten historischen Zeitabschnitten zu der führenden Weltwährung? Die Antwort scheint einfach zu sein und auf der Hand zu liegen. Es handelte sich zu den entsprechenden Zeitpunkten jeweils um die Währung der weltweit dominierenden Handelsnation bzw. der weltweit größten Volkswirtschaft. Wenn viele Länder in erheblichem Umfang mit einem bestimmten Land handeln, müssen sie viele Transaktionen in dessen Währung durchführen. Ist dies aber der Fall, dann ist es auch ökonomisch effizient, Transaktionen mit Drittländern in der Währung der dominanten Handelsnation bzw. größten Volkswirtschaft der Welt abzuwickeln, da alle Nationen große Bestände der „Weltwährung" halten müssen und sich dadurch Wechselgebühren einsparen lassen.

EINE WELTWÄHRUNG ENTSTEHT NICHT ZUFÄLLIG

Dies ist sicherlich eine nachvollziehbare, wenn auch zu einfache Erklärung. Vielmehr muss eine Währung eine ganze Bandbreite von Bedingungen erfüllen, um tatsächlich zur Weltleitwährung aufzusteigen und diesen Status für eine gewisse Zeit zu halten. Wesentliche Bedingungen sind dabei unter anderem folgende:

- **Hohe institutionelle Qualität (des Landes der Weltwährung)**
  Die Währungsreserven eines Landes, also beispielsweise die im deutschen Finanzsystem gehaltenen US-Dollar, müssen in Vermögenswerten angelegt werden, die in den entsprechenden Währungen denominiert sind (außer jemand hält seine USD in bar unter der Matratze). Dies werden die Besitzer der Vermögenswerte natürlich nur akzeptieren, wenn die Staatsanleihen, Aktien, Immobilien, etc. stabile rechtliche und klar definierte Rahmenbedingungen zu bieten haben. Gleichzeitig müssen zur Einhaltung der Rahmenbedingungen ein stabiles und transparentes politisches System gemeinsam mit einer politisch unabhängigen Judikative und verlässlichen Aufsichtsbehörden stehen. Das Risiko willkürlicher politischer Entscheidungen und daraus potenziell entstehender Gefahren, wie z. B. die Einfrierung von Vermögen und deren Enteignung, müssen quasi gegen null gehen.

- **Freier Kapitalfreiverkehr**
  Für den internationalen Anleger muss es leicht, reibungslos und kostengünstig möglich sein, große Beträge im Land der Weltwährung zu investieren (Vermögenswerte zu kaufen) und jederzeit wieder abzuziehen.

- **Tiefe, liquide Märkte für risikofreie Assets**
  Es müssen breite, tiefe und liquide Finanzmärkte für risikolose oder quasi risikolose Wertpapiere bestehen, in die man die Währungsbestände leicht investieren kann. Bei einem Großteil der Währungsreserven eines Landes geht es in der Regel nämlich nicht darum, hohe Renditen zu erzielen, sondern keinen großen Verlustrisiken und Wertschwankungen ausgesetzt zu sein. Nur bei tiefen und liquiden Finanzmärkten ist es möglich, umfangreiche Beträge anzulegen und wieder abzuziehen, ohne die Preise der davon betroffenen Wertpapiere dadurch wesentlich zu beeinflussen. Dies gilt in der Regel insbesondere für Staatsanleihen des Weltleitwährungslandes.

- **Stabilität in ökonomischen und finanzmarkt-bedingten Stresssituationen**
  Die Weltwährung muss eine Historie als „sicherer Hafen" aufweisen, welcher den Anlegern das Vertrauen gibt, umfangreiche Beträge in der Währung halten zu können, ohne in Krisensituationen Gefahr zu laufen, große Verluste zu erleiden. Anders gesagt: Eine Weltwährung muss eine Historie als „Flight-to-Safety-Asset" in Krisenmomenten haben.

- **Bereitschaft des Weltwährungslandes, mit Leistungsbilanzdefiziten zu leben**
  Das Land der Weltleitwährung muss bereit sein, die Welt mit Liquidität zu versorgen. Dies bedeutet gegebenenfalls auch, ein Leistungsbilanzdefizit zu akzeptieren, also vereinfacht gesagt, mehr zu importieren als zu exportieren. Auf den ersten Blick klingt dies sogar attraktiv. Der Staat kann bei gegebenem Exportvolumen mehr (begehrte) Güter und Dienstleistungen aus aller Welt importieren, als es unter normalen Umständen (Nichtweltwährungsland) möglich wäre. Dies ist nur möglich, weil er die Importe in seiner eigenen Währung bezahlen kann, was für Schwachwährungsländer, wie etwa Argentinien, nicht darstellbar ist – denn wer würde schon Pesos für seine nach Argentinien exportierten Güter annehmen?

  Auf der anderen Seite führt eine kontinuierliche Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits dazu, dass immer größere Bestände der Weltwährung von internationalen Investoren gehalten werden, die diese Bestände wiederum in Vermögenswerten des jeweiligen Landes anlegen müssen. Dadurch gerät ein immer größerer Anteil der Vermögenswerte des Weltwährungslandes (Aktien, Anleihen, Immobilien, Fabriken, usw.) in den Besitz ausländischer Investoren. Ein Land mit einem nachhaltigen Leistungsbilanzdefizit ist also ein Exporteur von Eigentumsrechten. Ein immer größerer Anteil der Eigentumsrechte des Weltwährungslandes gelangt dadurch in den Besitz von internationalen Investoren, die eventuell abweichende Interessen von der Mehrheit der einheimischen Bevölkerung vertreten. Das kann zu erheblichen politischen Spannungen führen, mit denen das Weltwährungsland komfortabel umgehen können muss.

SCHWACHE KONKURRENZ

Wer über die Ablösung des US-Dollars als Weltleitwährung diskutiert, muss zunächst überprüfen, inwiefern der Greenback die genannten Kriterien (noch) erfüllt. Zum anderen ist aber die Frage zu stellen, ob bzw. inwiefern sich einzelne Kandidaten, die von verschiedener Seite immer mal wieder als potenzieller Nachfolger gehandelt werden, als Herausforderer des US-Dollars als Weltwährung tatsächlich aufdrängen. Dazu werden im Folgenden der Euro, der chinesische Renminbi und der Bitcoin betrachtet.

Grundsätzlich erfüllt der Euro fast alle Bedingungen, um dem US-Dollar den Status als Weltwährung streitig machen zu können. Das einzige wesentliche Manko der europäischen Gemeinschaftswährung ist diesbezüglich das Fehlen tiefer liquider Märkte für quasi risikofreie Assets. So gibt es praktisch keine von den Staaten der Eurozone gemeinsam emittierten und garantierten Staatsanleihen („Eurobonds"). Deutsche Bundesanleihen gelten de facto zwar als „das risikofreie Asset" der Eurozone, sie machen aber nur 3,6% des weltweiten Marktes für Staatsanleihen aus. Das ist vom Prozentsatz, aber auch vom Gesamtvolumen her einfach zu wenig, um zum global führenden risikofreien Asset zu werden. Im Vergleich dazu ist der Markt für US-Staatsanleihen um das Zehnfache größer. Ohne Fiskalunion der Euro-Staaten, für deren Implementierung es eine politische Mehrheit in allen betroffenen Ländern geben müsste, wird der Euro weiterhin das bleiben, was es ist – der kleine Bruder des US-Dollars.

Unabhängig von der verwendeten Messgröße ist China vor einigen Jahren zur zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt aufgestiegen und es hat diese Position seither nachhaltig ausgebaut. Der chinesische Renminbi spielt in der Weltwirtschaft allerdings weiterhin eine nur sehr untergeordnete Rolle. Damit der Renminbi überhaupt eine Chance hätte, zur dominanten Weltwährung zu werden, müsste China den Kapitalverkehr liberalisieren. Dies würde bedeuten, dass die Regierung bzw. die chinesische Zentralbank die Kontrolle über den Wechselkurs des Renminbi aufgeben müsste. Der Wechselkurs des Renminbi würde dann durch die Kraft der Märkte frei bestimmt werden. Gleichzeitig müsste die Qualität der Institutionen wesentlich verbessert werden. Ein transparentes politisches System sowie politisch unabhängige Aufsichtsbehörden und ein freies Justizsystem wären die absoluten Grundvoraussetzungen. Dies erscheint äußerst unwahrscheinlich und selbst wenn es gewollte wäre, würden derartige Veränderungen bis zu ihrer Umsetzung viele Jahre in Anspruch nehmen.

Bliebe in unserer kurzen Auflistung als letztes der Bitcoin, der von vielen Kryptoanhängern als zukünftige Weltleitwährung gesehen wird. Der Bitcoin ist überaus volatil und es hat sich gerade erst wieder nachhaltig gezeigt, dass er in Krisensituationen genau das Gegenteil eines „Flight-to-Safety-Assets" ist. Die Eigenschaften des Bitcoin mit seinem Algorithmus, der eine maximal zu emittierende Anzahl von Einheiten (21 Millionen) vorgibt, machten ihn möglicherweise zu einer potenziellen Alternative zu Gold („digitales Gold"), keinesfalls aber zu einer möglichen Weltwährung. Seine stark begrenzte Vermehrung würde deflationäre Effekte verursachen und die globale Volkswirtschaft nicht mit hinreichender Liquidität versorgen können. Darüber hinaus werden die Länder oder Regionen der dominierenden Währungen kaum dazu bereit sein, die Vorteile einer Weltwährung einfach an ein „neues Konstrukt" abzugeben. Sollte der Bitcoin jemals zu einer realen Alternative zum US-Dollar, Euro, Yen, … aufsteigen, liegt es nahe, dass die USA, die EU, Japan & Co. den Gebrauch von Bitcoin in ihren Zahlungssystemen verbieten würden. Dies würde dann wahrscheinlich auch den Umtausch von Bitcoin in die jeweilige Währung durch Banken beinhalten. Die Drohung, der jeweiligen Bank den Zugang zum US- oder EU-Finanzsystem zu entziehen, ist in diesem Zusammenhang in jedem Fall ein gewichtiges Argument. Die These, dass in einer Welt mit zentralisierten politischen Systemen eine dezentrale Währung zur dominanten Weltwährung aufsteigen kann, erscheint deshalb grundsätzlich sehr gewagt. Mehr als das „digitale Gold" kann der Bitcoin deshalb sehr wahrscheinlich nicht werden.

Der US-Dollar ist heute die klar dominante Weltwährung. Das willkürliche Einfrieren russischer US-Dollar-Reserven infolge des Ukraine-Kriegs hat an seinem Qualitätsnimbus zwar gekratzt und in puncto Zuverlässigkeit die US-Institutionen beschädigt, allerdings gibt es unseres Erachtens aktuell zum Greenback keine ernstzunehmende Alternative.

Eigenschaften ausgewählter Währungen

Kriterien	USD	Euro	Schweizer Franken
Qualität der Institutionnen	• • • •	• • • • •	• • • • •
Kapitalfreiverkehr	• • • • •	• • • • •	• • • • •
Stabilität der Währung in Stresssituationen	• • • • •	• • • • •	• • • • •
Bereitschaft mit Leistungsbilanzdefizite zu leben	• • • • •	• • • •	• •
Markttiefe/Liquidität des risikofreien Assets	• • • • •	• •	•
Staatsanleihen - Risikofreies Asset (in Mrd. USD) [(2) (3)]	22.025	2.131	122
als % des Welt-BIPs	26,0%	2,5%	0,1%
als % des gesamten Welt-Staatsanleihemarkts	37,4%	3,6%	0,2%
Anteil des Landes am Welt-BIP	29,9%	17,2%	1,0%
Anteil der Währung am Welthandel	40,5%	36,7%	0,7%
Anteil der Währung an globalen Währungsreserven	49,2%	17,3%	2,3%

Quelle: BIS, Bloomberg, IWF, OEC, Sifma, World Bank
(1) Gold und Bitcoin können im Prinzip sehr leicht und frei gehandelt werden. Deren Handel und Einsatz als Zahlungsmittel kann allerdings von den führenden Weltwährungsländer jederzeit eingeschränkt oder verboten werden
(2) Für den Euro haben wir deutsche Staatsanleihen als Risikofreies Asset genommen
(3) Staatsanleihen = General government debt. D.h. Anleihen von Zentralregierung + Bundesstaaten + Kommunen

Yen	Renminbi	Rubel	Britisches Pfund	Gold	Bitcoin
• • • •	• •	•	• • • • •	n.a.	n.a.
• • • • •	• •	•	• • • • •	• • • (1)	• • • (1)
• • • •	• • • •	•	• • •	• • • •	•
• •	•	•	• • • • •	n.a.	n.a.
• • •	• • •	•	• •	n.a.	n.a.
8.521	8.392	224	2.711	-	-
10,1%	9,9%	0,3%	3,2%	-	-
14,5%	14,2%	0,4%	4,6%	-	-
5,8%	23,5%	2,2%	4,0%	n.a.	n.a.
2,6%	2,7%	0,2%	5,9%	2,5%	< 1%
4,7%	2,3%	< 0,1%	4,0%	16,3%	0,0%

Blick auf den Main *© Peter Wiederholt*

Hauptwache

© Peter Wiederholt

„NUR DER US-DOLLAR KANN DEN HÄSSLICHKEITS-WETTBEWERB GEWINNEN UND BLEIBT AUF ABSEHBARE ZEIT DIE WELTLEITWÄHRUNG“

Lutz Röhmeyer, Geschäftsführer Fondsmanagement bei Capitulum Asset Management, Berlin

Nach einer längeren Ruhepause mit unkonventionellen Maßnahmen seitens der Notenbanken und der Fiskalpolitik zur Schaffung einer künstlichen aber langfristig nicht durchhaltbaren Stabilität, treten die Schwächen des ungedeckten Papiergeldsystems in der aktuellen Stagflationsphase wieder recht ungeschminkt zutage. Der allgemein immer wieder geäußerte berechtigte Kritikpunkt einer übermäßigen Geldmengenschöpfung aus dem Nichts, die dann zu ausufernder Inflation mit Wachstums- und Schuldenkrisen führt, betrifft allerdings nicht nur allein den US-Dollar, sondern alle Devisenmärkte. Denn bei den Währungen geht es nicht um einen internationalen Schönheitswettbewerb, sondern im Gegenteil nur um die Frage, wer im relativen Vergleich zueinander am wenigsten „hässlich“ daherkommt. Und das ist und bleibt unserer Meinung nach der US-Dollar als Nummer Eins unter den weltweiten Währungen. Die Vereinigten Staaten werden aus der aktuellen Krise in einem Umfeld von absoluten(!) Belastungen für die globale Konjunktur als relativer(!) Gewinner hervorgehen und dadurch die Vorzüge der Weltleitwährung noch länger zulasten der anderen Währungsräume genießen können.

Eine Weltleitwährung benötigt vor allem drei Dinge: Einen frei zugänglichen und tiefen Kapitalmarkt, daneben natürlich einen sicheren Rechtsrahmen für die Investoren ohne staatliche Willkür und zuletzt die Transparenz für eine Bewertungsfindung bei freier Konvertibilität.

Währungen, die nicht das kritische Volumen erreichen, kommen gar nicht erst als Weltleitwährung in Frage. In diese Kategorie fällt beispielsweise der hoch angesehene Schweizer Franken, dessen Reserveanteil im globalen Kontext mit unter 1% eher marginal ist. Der aus der Sicht vieler Marktteilnehmer fehlerhaft konstruierte Euro bleibt weiterhin reformbedürftig und genießt dadurch global kein ausreichendes Vertrauen. Selbst wenn, würden sich allenfalls die mit der Bestnote von AAA bewerteten Bundesanleihen als „safe asset“ eignen, aber auch diese sind ein viel zu kleines Marktsegment. Noch ungeeigneter als die europäische Gemeinschaftswährung ist die chinesische Währung, die hier und da bisweilen als potenzielle Alternative zum US-Dollar genannt wird. Da der Kapitalmarkt Chinas für Investoren aber alles andere als frei zugänglich ist und man auch nicht von Rechtssicherheit sprechen kann, scheidet der Yuan aktuell ebenfalls aus.

Neben den rein markttechnischen Faktoren hängt der Status der Weltleitwährung auch an der politischen Hegemonialfunktion des emittierenden Staates, der die Nutzung der Währung anderen Nationen oktroyieren kann. So wechselte der Status der Weltleitwährung historisch betrachtet nur in sehr langen Zyklen, mitunter auch begleitet von militärischen Auseinandersetzungen. Der Verlust der britischen Dominanz geschah zwischen dem ersten und zweiten Weltkrieg. Das Bretton-Woods-System schuf eine internationale Währungsordnung mit dem US-Dollar als Ankerwährung. In der politischen und ökonomischen Rivalität der beiden globalen Supermächte USA und China ist unseres Erachtens gemessen an allen Indikatoren in absehbarer Zukunft kein Zweifel an der weiteren amerikanischen Vorherrschaft gegeben. Selbst wenn die aktuelle finanzielle Repression mit ausufernden Inflationsraten in den USA das Papiergeldsystem hinterfragen sollte, könnte ein „Marktgeld“ ohne staatliche Beteiligung wie etwa Gold oder Kryptos mehr Attraktivität entfalten als der chinesische Yuan. Im letzten Jahrzehnt ging der US-Dollar-Anteil an den weltweiten Notenbankreserven von rund 70 % auf 60 % in der Bedeutung zwar zurück, einen ernsthaften Konkurrenten hat der Greenback als Platzhirsch dennoch nicht zu befürchten. Letztlich stellt sich so bei der Geldreservehaltung immer die Frage nach einer Alternative, die das geringere Übel darstellt.

INTERNATIONALES FINANZSYSTEM IN EINER MULTIPOLAREN WELT: ABLÖSUNG DES USD

Urs Marti, Fondsmanager und Partner bei der S.I.A. Funds AG, Schweiz

Bis 1914 war der Goldstand ein wichtiger Garant für die Stabilität von Währungen. Entweder bestand die Währung selbst aus Goldmünzen oder aus Banknoten, die einen Anspruch auf Gold repräsentierten und jederzeit zu einem festen Kurs in das Edelmetall umgetauscht werden konnten. Jede Währung war letztlich nur „ein Name", der für eine bestimmte Goldmenge stand. Um Konjunkturzyklen bzw. speziell Depressionen zu vermeiden und dafür benötigte Haushaltsdefizite zu finanzieren, wurden die heutigen Zentralbanken gegründet. Sukzessive verabschiedeten sich alle Länder – mit Ausnahme von Amerika und der Schweiz – komplett von der Golddeckung. Um die Geldmenge ausweiten zu können und die vorherrschende Deflation zu bekämpfen, lösten sich 1933 schließlich auch die USA vom Goldstandard. Die Schweiz folgte 1936, als sie den Franken um 30% gegenüber dem Gold abwertete.

Nach dem Zweiten Weltkrieg waren abgesehen vom Franken und dem US-Dollar faktisch alle Währungen wertlos. Die Nachkriegsordnung Bretton Woods stellte den USD in den Mittelpunkt, zu dem alle anderen Währungen ein fixes Wechselkursverhältnis hatten. Die einzelnen Notenbanken verpflichteten sich, US-Dollar als Reservewährung zu halten, während die US-Notenbank sich wiederum gegenüber allen teilnehmenden Zentralbanken dazu verpflichtete, jederzeit USD in Gold zu tauschen – und zwar zu einem festen Wechselkurs von 35 USD je Feinunze. Die Akzeptanz dieser Struktur beruhte nicht nur auf militärischen/ökonomischen Begebenheiten. Vielmehr hatten die USA Europa vom Faschismus befreit, auf beiden Kontinenten herrschten dieselbe Religion, Kultur und Geschichte. Die Welt bewunderte das Land für Freiheit, Fortschritt, Musik und nicht zuletzt den amerikanischen Traum.

Im Zuge von US-Präsident Johnsons "New society program" (1965) und den gewaltigen Defiziten des Vietnamkrieges produzierte die USA immer mehr Dollar und das Vertrauen in die Weltreservewährung begann das erste Mal zu schwinden. Frankreich tauschte US-Dollar in Gold zurück und die USA verloren auf diese Weise die Hälfte ihres Goldschatzes. 1971 gingen die USA faktisch Konkurs und der damalige US-Präsident Nixon beendete in diesem Zusammenhang die Goldeinlösepflicht. US-Außenminister Henry Kissinger kreierte als Antwort den Petro-Dollar. Als Gegenleistung für die Nationalisierung der Ölaktiva, welche sich damals im Besitz der Vorgängerfirmen von Exxon/Chevron befanden, verpflichtete sich die OPEC, Öl gegen US-Dollar zu verkaufen. Die Handelsüberschüsse kumulierten sich in USD-Devisenreserven, welche von nun an das explodierende US-Handelsbilanzdefizit finanzierten. Verschiedene Versuche einiger Länder, sich davon zu lösen, konnten mit wirtschaftlichen bzw. militärischen Maßnahmen verhindert werden.

Seit der globalen Finanzkrise 2008 blähen sich die Bilanzen der westlichen Notenbanken hyperinflationär auf und finanzieren damit praktisch die hoch verschuldeten Staatshaushalte.

Dies ist nicht im Sinne der Nettoexportländer wie beispielsweise der BRICS-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika), die ihre kumulierten Überschüsse in diesen Währungen (USD, Euro) als Devisenreserven halten. Spätestens mit dem Einfrieren der Währungsreserven einiger Gläubigernationen (Iran, Venezuela, Afghanistan, Russland) haben die westlichen Währungen ihre Legitimität verloren. Die BRICS streben einen höheren Binnenkonsum und eine Verbesserung der Infrastruktur in ihren eigenen Ländern an. Dies wird die Exporte relativ verringern und die Welt wird insgesamt verhältnismäßig weniger Devisenreserven halten. Stattdessen werden vermehrt die Währungen der direkten Handelspartner sowie Rohstoffe ins Portfolio genommen. Russland ist hier Trendsetter. Es besitzt mit ca. 25% der Bilanzsumme relativ betrachtet den größten Goldbestand der Welt. Zudem verfügt Russland über ein Drittel aller als Reserve gehaltenen Renminbi und es hat seinen Bestand aus US-Dollar sukzessive reduziert.

Nicht nur Vertreter der BRICS, sondern auch viele westliche geldpolitisch Verantwortliche wie z. B. Timothy Geithner, ehemaliger Fnanzminister der USA, oder auch Christine Lagarde hatten bereits vor einigen Jahren Zweifel am Fortbestand des Finanzsystems. Robert Zoellick, bis 2012 Präsident der Weltbank, ließ 2014 verlauten, dass man statt des Bretton Wood-Systems lieber den „Bancor" eingeführt hätte, dann wäre einem der heutige Schlamassel erspart geblieben. Beim Bancor handelt es sich um eine von den englischen Ökonomen John Maynard Keynes und Ernst Friedrich Schumacher entworfene Weltwährung, die im Anschluss an den Zweiten Weltkrieg im Rahmen einer neu zu schaffenden International Clearing Union entstehen sollte.

Die Ablösung des jetzigen Systems durch eine internationale Reservewährung ist nach den Plänen des langjährigen Chefs der chinesischen Zentralbank Zhou Xiaochuan seit der Finanzkrise in Vorbereitung. Die Goldreserven werden dann praktisch im Verhältnis der Wirtschaftsgröße eines Landes allokiert. Eine SWIFT-Alternative wird kreiert und die Sonderziehungsrechte werden neu strukturiert. Die Eurasian Economy Union (Armenien, Russland, Weißrussland, Kasachstan, Kirgistan) hat eine solche Reservewährung bereits angekündigt. Ebenso die BRICS-Staaten. Schlussendlich dürfte es eine internationale Reservewährung sein, welche mit dem ECU (europäischer Währungskorb, quasi der Vorgänger des Euro) verglichen werden kann – nur, dass fixe Regeln bestehen, nach denen die Gewichtung angepasst wird. Ebenso dürfte es eine Bindung an Gold/Rohstoffe geben. Da aktuell keine Währung besteht, die diese Funktion vollumfänglich erfüllen kann, gibt es keine andere Möglichkeit als die Schaffung einer internationalen Gemeinschaftswährung. Bei einer einzelnen Währung bestünde nach kürzester Zeit wieder das gleiche Dilemma. Ebenso würde eine solche Währung niemals so akzeptiert werden, wie es der US-Dollar nach dem Zweiten Weltkrieg wurde.

FAM PRÄMIENSTRATEGIE R

ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Prämienstrategiefonds baut Aktienmarkt-Exposure über Optionen auf und nutzt dabei strukturelle und ökonomisch begründbare Marktineffizienzen im Optionsmarkt aus. Parallel wird die verfügbare Liquidität in ein breit gestreutes Rentenportfolio angelegt (Senior-Firmenanleihen mit Investment und Non-Investment Grade Rating). Ziele sind (a) eine mittel- bis langfristige aktienähnliche Rendite mit einer niedrigeren Volatilität im Vergleich zum Aktienmarkt zu erzielen und (b) auch in seitwärtstendierenden Börsenphasen eine deutlich positive Rendite zu generieren.

PERFORMANCE FAM PRÄMIENSTRATEGIE R VS. EURO STOXX 50 (08.11.2019* - 30.06.2022)

*Auflage des FAM Prämienstrategie R

MANAGERKOMMENTAR: ANLEIHEN IN 2022 – ERST FLOP, DANN TOP?

In der ersten Jahreshälfte hat der FAM Prämienstrategie Fonds 15,6% verloren. Der EuroStoxx 50 verlor 17,5%; der DAX 19,5%. Ziel der FAM Prämienstrategie ist es, über einen vollen ökonomischen Zyklus aktienähnliche Renditen zu generieren, aber in fallenden Märkten wesentlich besser zu performen als der Aktienmarkt. Eine Outperformance von nur 2% bis 4%, wenn der Aktienmarkt 17,5% bis 20% fällt, ist ein Ergebnis ganz klar am unteren Ende der Erwartungen. Wie konnte das passieren?

Das Optionsportfolio, welches den Kern der Strategie bildet, hat am absolut oberen Ende der Erwartungen performt: nur 2,7% Verlust sind dem Optionsportfolio zuzuschreiben. Der „Schuldige" für die schwache Performance war also das Anleiheportfolio: infolge der Mutter aller Bond-Crashs haben die Renten mit 12,9% zu mehr als 80% der Verluste in der Prämienstrategie beigetragen. Die Vergangenheit können wir nicht ändern. Aber wir können die zukünftigen Auswirkungen von vergangenen Ereignissen einschätzen. Nun, was bedeutet es für die Prämienstrategie unter der Mutter aller Bond-Crashs in der ersten Hälfte von 2022 stark gelitten zu haben? Es bedeutet eine ungewöhnlich hohe Yield-to-Maturity (YTM) im Anleiheportfolio: anstatt die üblichen 2%-2,5% sind es aktuell 7,1%.

Diese 7,1% sind nicht nur eine sehr hohe Rendite, die aktuell höheren Renditen im Anleihebereich sind auch welche, die wir mit sehr großer Wahrscheinlichkeit einfahren werden. Im Falle der Investment Grade Bonds ist es selbsterklärend, warum das so passieren wird. Im Falle der High Yield (HY) Bonds kann man aber auch leicht erklären, warum wir diese Meinung vertreten. Denn nach mehreren panikartigen „Ausverkaufstagen" im Juni hat sich der Credit Spread im europäischen HY-Markt (gemessen am Markit 5-Jahre CDS iTraxx Europe Xover Index) deutlich ausgeweitet: von 437bps Ende Mai auf jetzt rund 600bps (Anfang des Jahres waren es 240bps!). Und jetzt stellt sich die Frage: Was bedeutet 600bps Credit Spread? - Es bedeutet, dass im europäische HY-Markt eine kumulative Ausfallrate von 40% über 5 Jahre eingepreist ist. In 2010-2014, die 5-jährige Zeitperiode mit der höchsten kumulativen Ausfallrate, seit es den CDS iTraxx Europe Xover Index gibt (d.h. seit Juni 2004), war diese bei 17,5%. Zur Erinnerung: 2010-2014 beinhaltet alle Defaults infolge der Finanz- und Eurokrise. Momentan ist mehr als das Doppelte eingepreist! Da wir eine ausgewiesene Expertise im HY-Bereich haben (in unserem Publikumsfonds FAM Renten Spezial haben wir in knapp sieben Jahren noch nie einen Default gehabt) und weiterhin keine akuten Sorgenkinder im Anleiheportfolio, können wir logisch und rational betrachtet nur sehr stark davon ausgehen, die hohe YTM in den nächsten Jahren einzufahren. Die Daten und Evidenz erlauben uns keine andere Schlussfolgerung.

Lange Rede, kurzer Sinn: nachdem das Anleiheportfolio in der ersten Jahreshälfte sich als der „Renditefresser" der FAM Prämienstrategie erwiesen hat, sind die Konditionen mittlerweile solche, dass sich die Bonds mit hoher Wahrscheinlichkeit in eine absolute „Renditesäule" der Strategie in den nächsten Monaten und Jahren umwandeln werden. Mit einer Seitwärtsrendite von insgesamt 17,3% und einem durchschnittlichen Discount von ca. 10% ist das Chance-Risiko Profil der FAM Prämienstrategie sehr attraktiv. Wir blicken der Zukunft zuversichtlich entgegen.

Top Basiswerte Optionen (Notional in % des Fondsvolumen)

EuroStoxx50	86,8 %
CAC	5,0 %
FTSEMIB	2,7 %
SMI	2,7 %
META PLATFORMS-A	1,6 %
PAYPAL HOLDINGS	1,4 %
INDITEX	1,4 %

Optionen – Laufzeit

9 - 12 Monate	14,3 %
6 - 9 Monate	26,9 %
3 - 6 Monate	35,2 %
< 3 Monate	23,6 %

Optionen – Sektoraufteilung Basiswerte

Indizes	94,3 %
Technologie	3,0 %
Rohstoffe	1,7 %
Textilien	1,4 %

Performance Kennzahlen (per 30.06.2021)

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage
FAM Prämienstrategie	-7,5 %	-15,8 %	-13,9 %	1,0 %	n.v.	-8,8 %
EuroStoxx 50 (TR)	-8,7 %	-17,4 %	-12,1 %	13,5 %	n.v.	1,2 %
Differenz	-1,3 %	1,6 %	-1,8 %	-12,5 %	n.v.	-10,1 %

STAMMDATEN

ISIN	LU2012959123
WKN	A2PNH5
Rücknahmepreis (EUR)	43,81
Fondsvermögen (EUR Mio.)	23,80
Strategievermögen (EUR Mio.)	312,30
Auflagedatum	08.11.2019
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Hauck Aufhäuser Lampe
KVG	Axxion S.A.
Domizil	Luxemburg
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
TER	1,73 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	1,00 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	Keine
Sparplanfähig	Ja

LETZTE AUSSCHÜTTUNGEN

06.12.2021	1,00 €
07.12.2020	1,00 €

FONDS-KENNZAHLEN

Optionsportfolio

Investitionsgrad	102 %
Seitwärtsrendite (nur Zeitwert)	10,2 %
Max. Rendite p.a.	13,3 %
Ø Discount (zum Underlying)	9,7 %
Delta Optionsportfolio + Aktien	0,41
Ø Restlaufzeit Optionen (Tage)	189
Ø Strike	95,8 %

Anleiheportfolio

Investitionsgrad Anleihen	95 %
Rendite bis Endfälligkeit	7,1 %
Ø Kupon	2,8 %
Ø Bonität	Baa3
Ø Fälligkeit (Jahre)	3,8
Fremdwährungsexposure	4,2 %
Anzahl Emittenten	58

Statistik

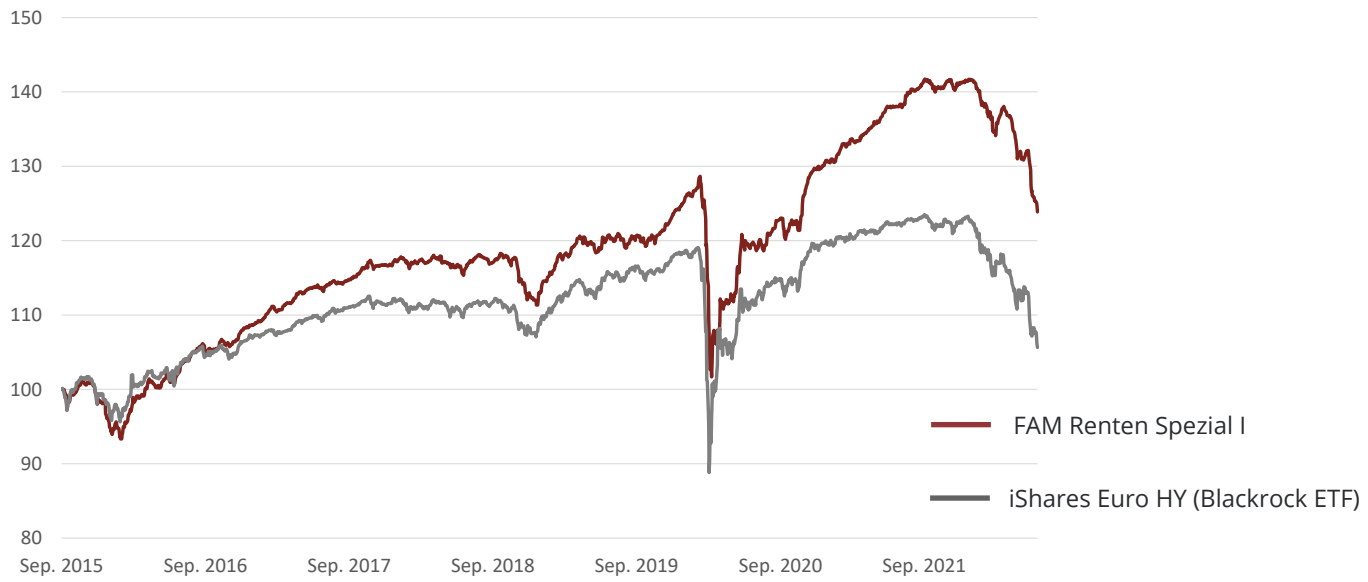
Volatilität (seit Auflage)	14,0 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	-0,18
Maximum Drawdown	-34,2 %
Time-to-Recovery (Tage)	392

FAM RENTEN SPEZIAL I

ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Renten Spezial richtet sich an alle Zinssparer, die auch im aktuellen Niedrigzinsumfeld einen auskömmlichen Ertrag anstreben und dafür bereit sind, gewisse Risiken einzugehen. Der Schwerpunkt des breit gestreuten Rentenportfolios liegt bei Senior-Firmenanleihen aus Europa mit einem Non-Investmentgrade-Rating. Daneben kann z.B. auch in Nachranganleihen von Industrie- und Finanzunternehmen investiert werden. Die Referenzwährung lautet auf Euro, wobei auch andere Währungen beigemischt werden können.

PERFORMANCE FAM RENTEN SPEZIAL I VS. HY ETF (15.09.2015* - 30.06.2022) *Auflage des FAM Renten Spezial



MANAGERKOMMENTAR: WAS BEDEUTEN 600 BASISPUNKTE CREDIT SPREAD?

Im Juni gab es mehrere panikartige „Ausverkaufstage" am europäischen High Yield Markt und der Credit Spread weitete sich deutlich aus (von 437bps Ende Mai auf jetzt 580bps). Zum Monatsende hin wurde sogar die Marke von 600 Basispunkten im iTraxx Crossover (Bloomberg-Kürzel: XOVER) kurzzeitig überschritten – ein Spitzenlevel aus vergangenen Krisen. In der Vergangenheit war es nahezu immer richtig, beim Überschreiten dieser Marke in die Asset Klasse High Yield einzusteigen. Auf Sicht von 18 Monaten gibt es seit 2004 (seit dem existiert der iTraxx Crossover) keine einzige Verlustperiode und die niedrigste Rendite in solchen Fällen betrug plus 7,4%. Der durchschnittliche Return liegt bei 14,8% auf Jahressicht und 23,9% binnen 18 Monaten sowie 28,5% nach 2 Jahren.

Inzwischen machten sich vermehrt Rezessionssorgen breit. Die langlaufenden Staatsanleihe-Renditen sinken bereits wieder, sowohl in den USA als auch in Deutschland. Während der High Yield Markt eine Rezession weitgehend eingepreist hat, trifft das für andere Segmente wie z.B. Aktien oder Volatilität bislang noch in geringerem Umfang zu.

Die drei großen Rating Agenturen projizieren im Base Case Szenario einen Anstieg der Default Rate bei Non-Investment Grade Corporates auf 2,5 bis 3,0 Prozent bis Mitte nächsten Jahres. Diese Prognose liegt weit weg von dem, was der Markt impliziert. Denn ein Credit Spread von 600bps bedeutet eine erwartete Ausfallrate von knapp neun Prozent.

Zum FAM Renten Spezial: Wir haben weiterhin keine akuten Sorgenkinder im Portfolio und hatten bislang keine Unternehmen, die in 2022 die Kostensteigerungen nicht weiterreichen konnten. Zuletzt haben wir einen „Energie-Review" durchgeführt, bei dem geprüft wurde, welche Titel ggf. von einer Gasknappheit in Deutschland betroffen wären. Das Resultat war eher beruhigend, denn im Fonds sind keine Unternehmen enthalten, die von einer Energiekrise in Deutschland unmittelbar in gravierendem Ausmaß betroffen wären.

Gewinnmitnahmen erfolgten im Berichtsmonat bei Tullow Oil und Ithaca Energy. Wenngleich die operative Performance dieser beiden Ölförderer sehr stark ist, fehlt inzwischen der Relative Value bei den Bonds. Aufstockungen wurden u.a. bei Ceconomy und Mahle (beide mit einem Ba1 Rating) vorgenommen, mit je über 10% Rendite. Nachgekauft wurde auch die besicherte 2024 Anleihe von Adler Pelzer mit rund 20% Rendite. Spannend sind auch derzeit Kurzläufer, bei denen ganz sicher mit einer Rückzahlung zu rechnen ist. Hierzu zählen wir die besicherten Bonds von Norican und Schenck Process mit Fälligkeit Mitte 2023 und Renditen von 17% bzw. 8,5%. Entsprechend wurde auch hier nachgelegt.

Mit inzwischen 12,2 Prozent Portfoliorendite bei einer Modified Duration von nur 3,1 sehen wir der Performance des Fonds auf Sicht von 12 bis 18 Monaten sehr zuversichtlich entgegen.

Top Emittenten Renten

4,500% Norican A/S 2023	5,1 %
5,500% SLM Solutions Group AG 2022	3,4 %
4,750% Coty Inc 2026	3,2 %
5,625% Iliad Holding SASU 2028	3,2 %
1,750% CECONOMY AG 2026	2,6 %
8,250% Welltec International ApS 2026	2,6 %
5,750% Sigma Holdco BV 2026	2,5 %
4,375% Teva Pharmaceutical Finance Netherlands II BV 2030	2,4 %
9,250% Summer BC Holdco A Sarl 2027	2,4 %
6,000% Mutares SE & Co KGaA 2024	2,1 %

Bonitätsaufteilung

Baa	2,6 %
Ba	19,4 %
B	64,0 %
Caa	14,1 %

Währungsallokation

EUR	94,1 %
USD	2,4 %
CHF	3,5 %

Asset Allocation

Renten	92,6 %
Kasse	7,4 %

Performance-Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage	seit Auflage p.a.
FAM Renten Spezial	-5,9 %	-12,4 %	-10,2 %	4,0 %	3,4 %	23,9 %	3,2 %
iShares Euro HY*	-6,5 %	-14,2 %	-13,5 %	-4,7 %	-8,3 %	5,6 %	0,8 %
Differenz	0,5 %	18 %	3,3 %	8,7 %	11,6 %	18,2 %	2,4 %

*Blackrock ETF-Bloomberg EUNW GY

STAMMDATEN

ISIN	DE000A14N878
WKN	A14N87
Rücknahmepreis (EUR)	99,05
Fondsvermögen (EUR Mio.)	34,11
Auflagedatum	15.09.2015
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Donner & Reuschel AG
KVG	Hansainvest Hanseatische Invest GmbH
Domizil	Deutschland
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
Maximaler TER	0,71 %
Bestandsprovision	0 %
Management-Fee	0,40 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	100
Sparplanfähig	Ja

AUSSCHÜTTUNGEN

28.02.2022	4,00 €
15.02.2021	4,00 €
24.02.2020	4,00 €
04.03.2019	4,00 €
27.02.2018	3,00 €

FONDS-KENNZAHLEN

Investitionsgrad	92,6 %
Rendite bis Endfälligkeit	12,2 %
Laufende Rendite	6,8 %
Durchschnittliche Fälligkeit (Jahre)	3,7
Modified Duration	3,1
Durchschnittlicher Kupon	5,5 %
Fremdwährungsexposure (FX)	5,9 %

STATISTIK

Volatilität (3 Jahre)	6,4 %
Sharpe-Ratio (3 Jahre)	0,22
Maximum Drawdown	-21,0 %
Time-to-Recovery (Tage)	248

»HERAUSRAGEND« DEUTSCHER FONDSPREIS 2022 FONDS professionell

REFINITIV LIPPER FUND AWARDS 2022 WINNER GERMANY
Best Fund over 5 Years Bond Global EUR

REFINITIV LIPPER FUND AWARDS 2022 WINNER GERMANY
Best Fund over 3 Years Bond Global EUR

LIPPER FUND AWARDS FROM REFINITIV GERMANY 2019
BEST FUND OVER 3 YEARS BOND EUR

MORNINGSTAR ★★★★★

FAM Frankfurt Asset Management AG
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main

Telefon +49 (0) 69 244 500 50
E-Mail info@frankfurtasset.com
Web www.frankfurtasset.com

IMPRESSUM

Herausgeber:
FAM Frankfurt Asset Management AG
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main

Redaktionsschluss: 06.07.2022
Auflage: 350 Stück

Gestaltung & Realisierung:
motion one GmbH
Wilhelmstraße 4
65185 Wiesbaden

Bilder: Peter Wiederholt
© 2022 Änderungen vorbehalten

DISCLAIMER

Diese Publikation wurde von der FAM Frankfurt Asset Management AG erstellt. Sie ist kein Angebot, keine Anlageberatung oder Anlageempfehlung und keine unabhängige Finanzanalyse und kann eine Anlageberatung nicht ersetzen. Die gesetzlichen Anforderungen zu Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen wurden nicht eingehalten. Ein Verbot des Handels der besprochenen Finanzprodukte vor oder nach der Veröffentlichung dieses Dokuments besteht nicht.

Die Publikation dient ausschließlich der Information unserer Kunden und darf nicht weitergegeben werden. Sie darf weder ganz noch teilweise an Dritte weitergegeben oder ohne schriftliche Einwilligungserklärung verwendet werden.

Die Informationen in diesem Dokument beruhen auf externen Quellen, die wir für zuverlässig halten, aber keiner neutralen Prüfung unterzogen haben. Wir übernehmen weder Gewähr noch Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die in diesem Dokument vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassungen der Autoren dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsäußerungen müssen nicht publiziert werden.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Der Wert jedes Investments oder der Ertrag kann sowohl sinken als auch steigen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurück. Dort, wo ein Investment in einer anderen Wähung als der lokalen Währung des Empfängers der Publikation denominiert ist, könnten Veränderungen des Devisenkurses eine Negativwirkung auf Wert, Kurs oder Ertrag dieses Investments haben.