



Investment-Grade- Anleihen im EMEA-Raum – Ausblick für das zweite Halbjahr 2024

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung.....	2	Stimmung und technische Daten.....	7	Gedanken zu Sektoren.....	10
Makroökonomisches Umfeld	2	Angebot und Nachfrage.....	7	Versorger.....	10
Geldpolitik.....	2	Volatilitätsindikatoren.....	7	Vorrangige Bankanleihen.....	11
Wirtschaftswachstum.....	3	Themen von Unternehmensanleihen	7	Immobilien.....	11
Fundamentale Faktoren	4	EUR gegenüber USD.....	7	Das Investment-Grade-Team	12
Fundamentaldaten der Unternehmen.....	4	Form der Kreditspread-Kurven.....	8		
Fundamentaldaten der Banken.....	5	Banken versus Unternehmen versus Versorger.....	9		
Bewertungen	6	Gedanken zur Kapitalstruktur.....	9		

Zusammenfassung

Im Mai und Juni begann die Inflation in den USA, im Vereinigten Königreich und in Europa endlich zu sinken. Es wird erwartet, dass dies zu einer Streuung von Zentralbankmaßnahmen führen wird, wobei die Europäische Zentralbank Anfang Juni ihre erste Zinssenkung seit 2019 vornehmen und den Diskontsatz auf 3,75% senken wird. Erwartungsgemäß wird die Bank of England diesem Beispiel folgen, doch war es unwahrscheinlich, dass sie sich mitten im Wahlkampf zu diesem Kurs entschließt.

Trotz der besseren Inflationsdaten geht die US-Notenbank weiterhin davon aus, dass sie in diesem Jahr nur eine Zinssenkung vornehmen wird. Zu Beginn des Jahres ging der Markt davon aus, dass die Fed Funds Rate im Dezember unter 4% liegen würde – das ist nicht mehr der Fall.

In der Zwischenzeit schienen die Kreditspreads gegen die Volatilität der Staatsanleihen/Zinserwartungen immun zu bleiben, wobei die Renditen für Investment-Grade-Anleihen (IG) einen Großteil des Quartals bei rund 100 Basispunkten lagen. Auf dem Primärmarkt ist die Emissionstätigkeit weiterhin robust und stößt auf eine starke Nachfrage, da die Anleger versuchen, sich vor den im Laufe dieses Jahres erwarteten Zinssenkungen hohe Renditen zu sichern.

Bei unserem IG-Ausblick beurteilen wir zunächst, wo wir uns im Zyklus befinden, und konzentrieren uns dabei auf die Fundamentaldaten (Wirtschaft und Unternehmen), die Bewertungen und die technischen Daten (Stimmung der Anleger, Nachfrage- und Angebotsdynamik usw.).

Wenn sich mehrere dieser Faktoren negativ auf die Kreditspreads auswirken, schafft dies in der Regel die Voraussetzungen für eine Ausweitung der Spreads. Eine straffe Geldpolitik, sich verschlechternde Fundamentaldaten der Unternehmen und enge Kreditspreads würden beispielsweise die Voraussetzungen für eine Ausweitung der Kreditspreads schaffen. Dies bedeutet nicht, dass sich die Spreads sofort ausweiten, aber es wird damit ein Umfeld geschaffen, in dem weitere Kreditspreads wahrscheinlicher sind.

Derzeit sind die Geldpolitik und die Bewertungen nicht günstig, doch die Fundamentaldaten der Unternehmen sind es sehr wohl.

Wir sind uns bewusst, dass der Entzug von Liquidität aus dem Finanzsystem (Verknappung/Verteuerung) durch höhere Zinssätze und quantitative Straffung das Finanzsystem unter Druck setzen kann. Anzeichen dafür gab es bei den Ereignissen um die Regionalbanken in den USA und bei Credit Suisse/UBS, die passivseitig einige Schwachstellen aufzeigten, die von den Aufsichtsbehörden nicht thematisiert wurden. Die meisten aufsichtsrechtlichen Änderungen seit der globalen Finanzkrise konzentrierten sich auf die Aktivseite der Bilanz, d. h. auf die Eigenkapitalanforderungen, aber es wurde wenig getan, um die Passivseite zu verbessern. Darüber hinaus sehen wir in einem möglichen Wiederanstieg der Fusions- und Übernahmeaktivitäten (M&A) nach einem trägen Jahr 2023 ein Risiko für unseren stabilen fundamentalen Ausblick für Unternehmensanleihen.

Die Kombination aus geringerem Wachstum, einem unsicheren geopolitischen Hintergrund, restriktiver Geldpolitik und hohen Bewertungen verringert die Fähigkeit der Anlageklasse, externe Schocks oder politische Fehler aufzufangen.

Die Bewertungen haben sich seit den weiten Spreads im Jahr 2022 stark verändert, aber es ist wichtig zu wissen, dass die Kreditspreads über einen längeren Zeitraum unter ihrem langfristigen Durchschnitts- und Medianwert liegen können.

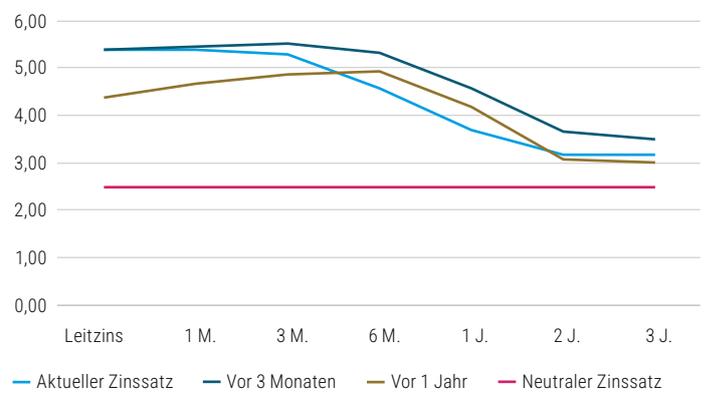
Infolgedessen haben wir das Gesamtkreditrisiko in unseren Fonds gesenkt – auf nahezu neutral –, aber die solide Angebots-/Nachfragesituation und die Fundamentaldaten der Unternehmen halten uns davon ab, einen negativeren Ausblick zu geben.

Makroökonomisches Umfeld Geldpolitik

Seit 2022 haben die Zentralbanken die Geldpolitik restriktiv gehandhabt, um die Inflation nach einem Jahrzehnt mit niedrigen Zinsen und der Wiederbelebung der Wirtschaft nach der weltweiten Corona-Pandemie zu bekämpfen.

Die globalen Finanzmärkte rechnen mit Zinssenkungen im Jahr 2024 (Abbildung 1). Der Zeitpunkt und das Ausmaß dieser Zinssenkungen werden jedoch heftig diskutiert und haben an den Finanzmärkten zu starken Schwankungen geführt. Trotz der kurzfristig geänderten Erwartungen bleibt das Gesamtbild: Die Zinssätze sind hoch, die Wirtschaftsaktivität verlangsamt sich und die Inflation lässt nach.

Abbildung 1: USD Zinserwartungen

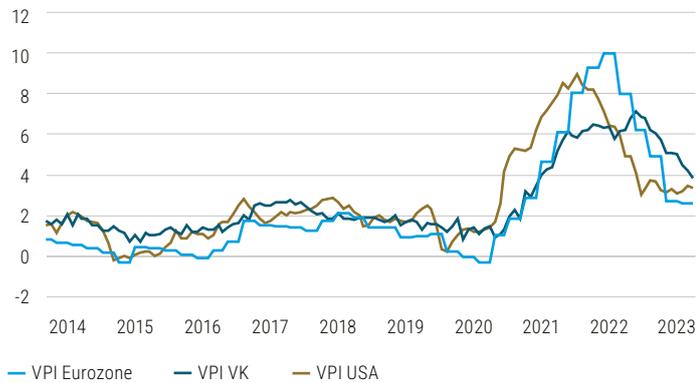


Quelle: Bloomberg und Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Erhöhte Zinssätze verringern auch die Geldmenge, indem sie den Zugang zu Krediten verteuern. Die quantitative Straffung (QT), die Rückführung der quantitativen Lockerung, entzieht dem Finanzsystem ebenfalls Liquidität. Diese Bedingungen zielen darauf ab, die Inflation wieder auf das Ziel von 2% zu bringen, und seit Ende 2022 ist sie rückläufig (Abbildung 2).



Abbildung 2: Inflation



Quelle: Macrobond und Bloomberg, Mai 2024

Durch die Erhöhung der Zinssätze trieben die Zentralbanken die realen Renditen (Nominalzinsen abzüglich Inflation) von einem sehr niedrigen Niveau aus über den langfristigen Durchschnitt. Als sich ein Rückgang der Inflation abzeichnete, konnten die Zentralbanken eine Pause in ihrem Erhöhungszyklus einlegen und die Auswirkungen auf die Wirtschaft beobachten. Diese Auswirkungen treten nicht sofort ein, und die Verzögerung ändert sich mit der Zeit.

Infolgedessen haben sich die realen Zinssätze bei oder knapp über ihren langfristigen Durchschnittswerten von etwa 2% in den USA und 0,25% in Europa stabilisiert.

Wenn die Inflation weiter nachlässt, werden die Zentralbanken wahrscheinlich in der Lage sein, die Zinsen zu senken. Denn bei unveränderten Zinssätzen würden die realen Renditen in einem Umfeld mit verlangsamttem Wachstum und sinkender Inflation weiter ansteigen – und noch stärker auf die Bremse drücken, da sich die Wirtschaftstätigkeit verlangsamt.

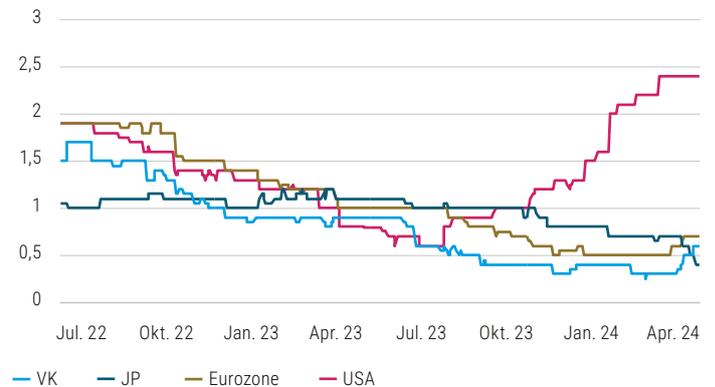
¹ Macrobond und Bloomberg, Mai 2024

Unserer Meinung nach bedeuten höhere Zinsen, eine geringere Geldmenge und reale Renditen, die bei langfristigen Durchschnittswerten liegen, dass die Geldpolitik restriktiv bleibt.

Wirtschaftswachstum

Die restriktive Geldpolitik war ein Gegenwind für das Wachstum. Bis zum vierten Quartal 2023 wurde sowohl in Europa als auch in den USA eine sanfte Landung mit einem erwarteten Wachstum von rund 0,5% bis 1% prognostiziert. Nach den überraschenden BIP-Zahlen in diesem Quartal liegen die Konsenserwartungen für das US-Wachstum wieder bei über 2%, während sie in Europa und im Vereinigten Königreich bei etwa 0,5% bleiben (Abbildung 3).¹

Abbildung 3: Wachstumserwartungen



Quelle: Macrobond und Bloomberg, Mai 2024

Trotzdem geht der Konsens für 2025 von einer erneuten Verlangsamung des Wachstums aus. Ein geringes, aber positives Wachstum ist für Anleihen in Ordnung.

Fundamentaldaten

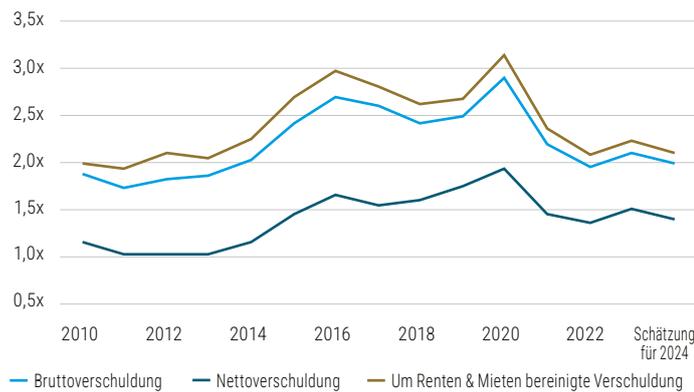
Fundamentaldaten der Unternehmen

Wir fassen die einzelnen Modelle unserer Analysten zusammen, um einen Gesamttrend für unser analysiertes Anlageuniversum zu erhalten. D. h. dies basiert nicht auf einem Index, sondern auf unserer Analyse und repräsentiert etwa 80% des Risikos im Zusammenhang mit Indizes für auf Euro und britische Pfund lautende Unternehmensanleihen sowie solche mit Investment-Grade-Rating.

Der Verschuldungsgrad dürfte bei europäischen Emittenten unverändert bleiben und sich in den USA verbessern. In beiden Regionen wird der Verschuldungsgrad voraussichtlich auf dem niedrigsten Stand seit rund zehn Jahren bleiben.

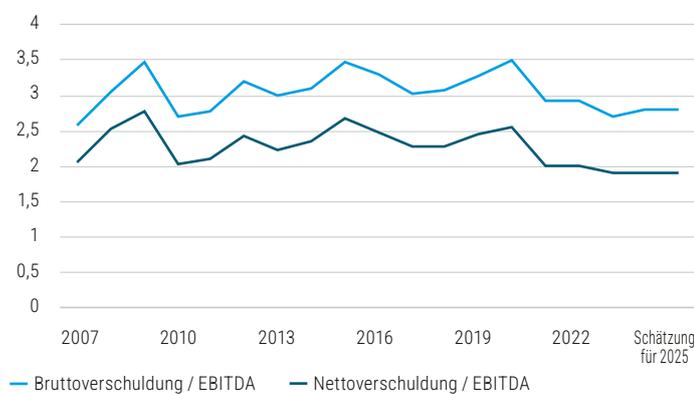
Die Ergebnisse für das erste Quartal 2024 fielen besser als erwartet aus. In den USA prognostizieren wir ein Umsatzwachstum von +2% in diesem Jahr und +3,4% im nächsten Jahr, wodurch sich der Verschuldungsgrad von 1,5x auf 1,4x und 1,2x im nächsten Jahr erhöht. Auch in Europa haben wir unsere Umsatzprognosen für dieses Jahr von 0% auf +1,8% und +2,4% im nächsten Jahr angehoben. Der Verschuldungsgrad lag bei 1,9x gegenüber dem erwarteten 2x, und wir gehen davon aus, dass er in den nächsten zwei Jahren auf diesem Niveau bleiben wird (Abbildungen 4 und 5).

Abbildung 4: Verschuldungsgrad der US-Abdeckung



Quelle: Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Abbildung 5: Verschuldungsgrad der europäischen Abdeckung



Quelle: Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Im Jahr 2023 lag der Zinsdeckungsgrad sowohl in den USA als auch in Europa bei etwa 11x, gegenüber 15x in den Jahren 2021-22. Es wird erwartet, dass er in Europa stagniert und in den USA in den nächsten zwei Jahren auf 13x ansteigt.

Der niedrige Verschuldungsgrad und die Prognose einer stagnierenden bis steigenden Entwicklung sowie die weiterhin hohe Zinsdeckung wirken sich positiv auf die Kreditspreads aus.

Im Folgenden gehen wir der Frage nach, was die Ursache für diese Entwicklung auf Branchenebene ist:

Telekommunikation

Die höhere Inflation hat den Telekommunikationsunternehmen geholfen, Preiserhöhungen durchzusetzen – häufig sind Telefon- und Breitbandverträge an die Verbraucherpreis-inflation (VPI) gekoppelt. Bessere Preise sorgen für bessere Margen. Gleichzeitig nähert sich der Glasfaserausbau in ganz Europa seinem Abschluss, was bedeutet, dass der künftige Investitionsbedarf geringer sein wird.

Höhere Margen und geringere Investitionen bedeuten einen besseren freien Cashflow, den die Managementteams unserer Meinung nach zum Abbau der Verschuldung nutzen werden.

Gesundheit

In letzter Zeit gab es viele Fusionen und Übernahmen in der Pharmabranche. Ein Beispiel dafür ist der Kauf von Horizon² durch Amgen und der Kauf von Seagen³ durch Pfizer. Diese Transaktionen beinhalteten eine Fremdfinanzierung, die dazu beitrug, dass der Verschuldungsgrad auf Sektorebene von 1,2x im GJ 2022 auf 1,6x im GJ 2023 anstieg.

Zwar gibt es immer noch einige Pharmaunternehmen, die ihre Produktportfolios oder ihre Pipelines aufstocken müssen, doch befindet sich der Sektor jetzt im Schuldenabbau-Modus. Wir erwarten, dass der Verschuldungsgrad bis zum GJ 2025 um 0,6x auf 1x sinken wird.

Immobilien

Der Immobiliensektor litt in den Jahren 2022 und 2023 unter den Zinserhöhungen der Zentralbanken. Die Immobilienwerte sanken und die Verschuldung stieg stark an.

Mit der Stabilisierung der Zinssituation belebt sich der Markt für Immobilientransaktionen wieder. Wir gehen davon aus, dass die europäischen Immobilienunternehmen in den nächsten zwei Jahren Verkäufe tätigen werden, die die Liquiditätslage verbessern und die Verschuldung verringern werden. Möglicherweise werden die Unternehmen auch weiterhin Schulden zurückkaufen – das ist für uns als Gläubiger positiv.

Die Performance von Immobiliengesellschaften unterscheidet sich je nach Land und Immobilienspezialisierung beträchtlich. Wir sind der Meinung, dass die Anleihen deutscher Büro- und Wohnimmobiliengesellschaften hier in einem idealen Bereich liegen.

² Amgen, Amgen schließt die Übernahme von Horizon Therapeutics PLC ab, 6. Oktober 2023

³ Pfizer, Pfizer schließt Übernahme von Seagen ab, 14. Dezember 2023



Medien

Uns gefällt die Stabilität und Widerstandsfähigkeit der Cashflows bei den Informationsdienstleistern und Werbeagenturen. Dieser Sektor ist auch gut aufgestellt, um die Vorteile der künstlichen Intelligenz (KI) zu auszuschöpfen. Sie soll neue Einnahmequellen erschließen und die Produktivität steigern.

Wir gehen nicht davon aus, dass der Sektor seine Schulden verringern wird, sondern glauben, dass die Managementteams die Verschuldungsziele einhalten werden.

Industrie

Hier sind die Aussichten aufgrund von langfristigen Trends wie Elektrifizierung und Digitalisierung sowie des Rückenwinds durch Onshoring und massive Infrastrukturausgaben gut. Wir gehen davon aus, dass die von uns abgedeckten Investment-Grade-Industriewerte ihren Verschuldungsgrad von 1,9x im GJ 2023 bis zum GJ 2025 auf 1,5x senken werden.

Konsumgüter, Einzelhandel und Automobile

In diesen Sektoren verhalten wir uns vorsichtiger. Wir befürchten, dass die weiterhin hohen Inputkosten und die schwächere Verbrauchernachfrage zu stagnierenden oder niedrigeren Margen führen werden. Hinzu kommt, dass viele Unternehmen in diesen Sektoren den angestrebten Verschuldungsgrad erreicht haben, sodass wir nicht mit einer weiteren Verbesserung der Bilanzen rechnen.

Fundamentaldaten der Banken

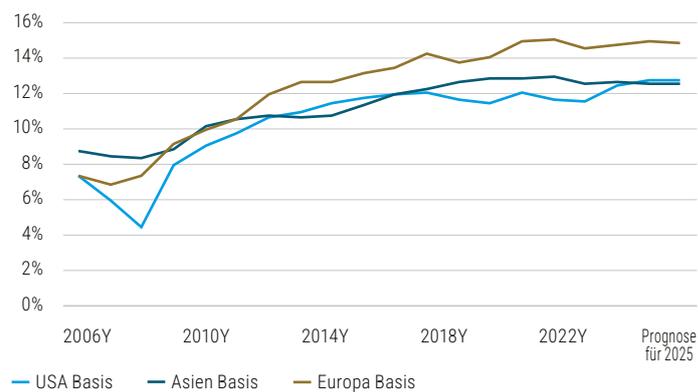
Auf die Banken entfallen etwa 35% des Risikos im Anleiheindex. Das Kapital stagniert auf dem höchsten Stand seit mehreren Jahrzehnten, was auf die Regulierung zurückzuführen ist (Abbildung 6). Die europäischen Banken sind den aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen etwa 400 Basispunkte voraus, und die US-Banken bereiten sich auf noch höhere Mindeststandards vor.

Die Qualität der Vermögenswerte ist nach wie vor solide, und die Risikokostenprognosen (ein vorausschauendes Maß für Verluste aus Krediten) liegen weltweit auf normalem Niveau. Der Haupttreiber für künftige Kreditverluste ist die Arbeitslosigkeit. Die Arbeitsmärkte werden

voraussichtlich robust bleiben, sodass die Erwartungen in Bezug auf Verluste aus notleidenden Krediten nicht allzu schlecht sind.

Mit der Fortsetzung der quantitativen Straffung gehen wir jedoch auf eine unsichere Zeit für die Bankenliquidität zu. Mit der quantitativen Lockerung (QE) wurden über ein Jahrzehnt lang rund zehn Billionen USD in die Systeme der USA, des Vereinigten Königreichs und der Eurozone gepumpt. Die Zentralbanken sind nun seit etwa einem Jahr dabei, diese Liquidität abzuziehen. Sie gehen mit Vorsicht vor, aber angesichts der Probleme bei den US-Regionalbanken und der Credit Suisse im Jahr 2023 behalten wir die Entwicklung im Auge.

Abbildung 6: Bank CET1



Quelle: Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Wie sieht es mit Fusionen und Übernahmen aus?

Fusionen und Übernahmen sind oft schwer vorhersehbar. Da sich die Zinssituation stabilisiert, halten wir die Möglichkeit eines zyklischen Aufschwungs bei Fusionen und Übernahmen nach einem langsamen Jahr 2023 für wahrscheinlich. Wir haben in diesem Jahr bereits Aktivitäten im Banken- und Bergbausektor gesehen.

Abschließend noch ein Wort zu den Fundamentaldaten der Unternehmen: Obwohl wir die Möglichkeit eines Anstiegs von Fusionen und Übernahmen

und/oder eines Liquiditätsengpasses im Bankensektor wahrnehmen, sind wir der Meinung, dass die Fundamentaldaten der Unternehmen stark sind. In mehreren Sektoren verbessern sich die Bilanzen. Dies war einer der Hauptgründe, warum wir in den Jahren 2022 und 2023 eine Übergewichtung im Kredit-Beta beibehalten haben.

Bewertungen

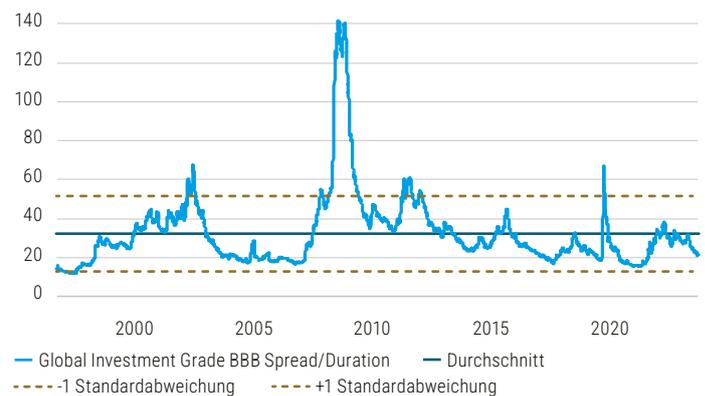
Es gibt viele Möglichkeiten, den relativen Wert von Kreditspreads zu bewerten. Da die Anlageklasse die Eigenschaft zur Mean Reversion besitzt, ist ein Blick in die Vergangenheit in der Regel der Ausgangspunkt. Wir verfügen über Daten aus fünfzig Jahren von Investment-Grade-Spreads in US-Dollar (Abbildung 7). Im Laufe der Zeit lagen die Kreditspreads von Unternehmensanleihen weltweit bei durchschnittlich rund 125 Basispunkten. Es ist jedoch zu beachten, dass die Spreads die meiste Zeit über etwas über diesem langfristigen Durchschnitt liegen, mit Perioden aggressiver Ausweitungen (2008-09, 2011, 2015, 2020, 2022), was die asymmetrische Natur von Anleihen verdeutlicht.

Eine bessere Betrachtungsweise besteht unserer Meinung nach darin, die Veränderungen in der Zusammensetzung im Laufe der Zeit zu bereinigen, um zu berücksichtigen, dass sich die Kreditqualität und die Laufzeit des Index im Zeitablauf verändern. Eine Möglichkeit dazu ist die Betrachtung des Spreads pro Durationseinheit des BBB-Subsegments des Index, den Sie sich als Break-even-Spread vorstellen können, der den Carry aus der Anlage in Anleihen gegenüber Staatsanleihen aufheben würde (Abbildung 8).

Bei dieser Kennzahl sind die globalen Investment-Grade-Spreads um etwa 0,6 Standardabweichungen zu hoch, wobei die USD-IG-Spreads um 0,7 Standardabweichungen und die EUR-Spreads um das 0,3-fache zu hoch sind. Im Jahr 2022 erreichte die Diskrepanz zwischen den auf Euro und US-Dollar lautenden Kreditspreads ein recht hohes Niveau (siehe Themen von Unternehmensanleihen), was zum Teil auf einen Anstieg der Aufschläge für Systemrisiken in Europa gegenüber den USA sowie auf den Krieg in der Ukraine und die anschließende Erdgaskrise in Europa zurückzuführen war. Dies lässt sich an der Differenz zwischen der Rendite von Swaps und deutschen Staatsanleihen ablesen. Der sogenannte Swap-Spread für eine 5-Jahres-Anleihe in Euro schwankt zwischen 0,10% und 0,50% (die Tiefststände nach der globalen Finanzkrise liegen eher bei 0,25%); im Jahr 2021 stieg diese Differenz auf 1%.

Am besten kommen die Spreads von Unternehmensanleihen bei der Betrachtung der Asset-Swap-Spreads (die Renditedifferenz zwischen Unternehmensanleihen und Swap-Sätzen) für das BBB-Subsegment pro Durationseinheit zum Ausdruck (Abbildung 8). Auf dieser Grundlage sind die weltweiten Renditeaufschläge für Unternehmen um 0,4 Standardabweichungen zu hoch.

Abbildung 8: Globale BBB-Spreads / Duration

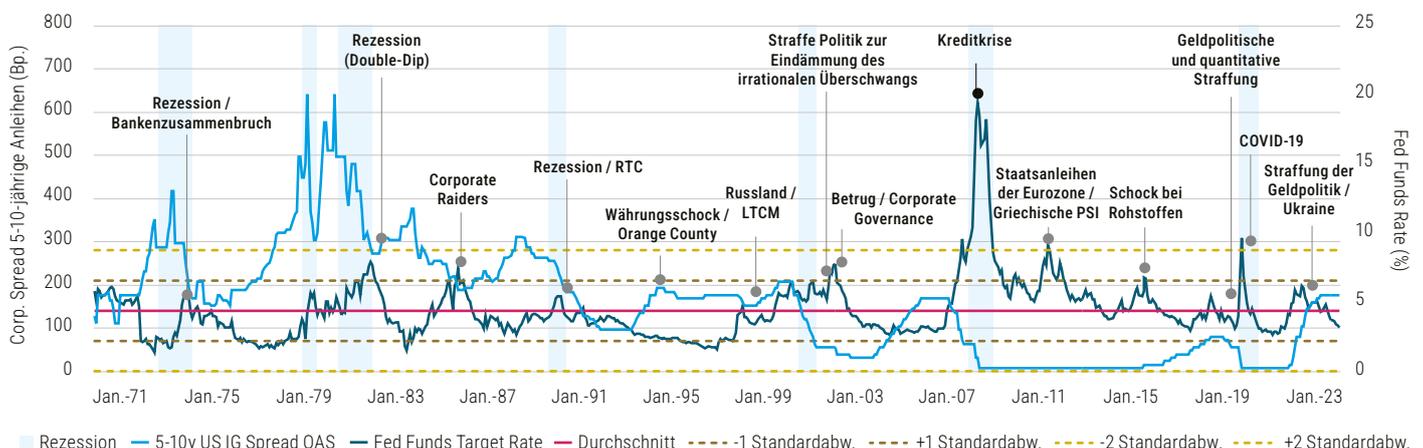


Quelle: : Macrobond, BofAML-Indizes und Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Bei der Beurteilung des relativen Werts sollten wir außerdem die Verteilung der Kreditspreads auf die verschiedenen Spreadbereiche berücksichtigen, d. h. welcher Anteil des Index zu verschiedenen Spreadniveaus gehandelt wird. Obwohl der Gesamtindex um das 0,4-fache überbewertet ist, gibt es immer noch eine beträchtliche Streuung, was darauf hindeutet, dass es weiterhin Bottom-up-Chancen gibt, wobei einige Sektoren immer noch als attraktiv eingestuft werden (siehe Themen von Unternehmensanleihen).

Auf Ebene der Anlageklassen machen die Spreads nur einen Teil der Gesamttrendite von Investment-Grade-Anleihen aus. Mit einer Rendite von rund 5% für globale Investment-Grade-Anleihen ist dies deutlich attraktiver als vor drei Jahren, als sie bei 1,3% lag. Diese höheren Renditen machen es wahrscheinlicher, dass die Anlageklasse ihre Rolle als Diversifizierer innerhalb von Multi-Asset-Portfolios wieder einnehmen kann, nachdem die niedrigen Renditen diese Fähigkeit ein Jahrzehnt lang eingeschränkt haben.

Abbildung 7: Langfristiger USD-IG-Spread



Quelle: Bloomberg, Merrill Lynch, C6A0 Index, Mai 2024

Stimmung und technische Daten

Angebot und Nachfrage

Ein nützliches Maß für das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage ist die Betrachtung der Nettoemission von Investment-Grade-Anleihen auf dem Primärmarkt (als Maß für das Angebot) abzüglich der Kapitalzuflüsse in IG-ETFs und Investmentfonds (als Maß für die Nachfrage). Wenn man die europäischen Investment-Grade- und High-Yield-Zuflüsse auf einer rollierenden 60-Tage-Durchschnittsbasis über zehn Jahre kombiniert, sieht es im Vergleich zur Vergangenheit positiv aus – wenn auch in letzter Zeit etwas schwächer.

Die wohl wichtigste Kennzahl zur Verdeutlichung des technischen Bildes ist die Rendite, die Investment-Grade-Anleihen im Vergleich zu Aktien bieten. Hier sieht das Bild so gut aus wie seit zwanzig Jahren nicht mehr! Die Renditen für globale Unternehmensanleihen liegen bei etwa 5%, während die Gewinnrendite des S&P 500 bei etwa 4% liegt (Abbildung 9).

Abbildung 9: Globale IG-Rendite vs. S&P500-Gewinnrendite



Quelle: Bloomberg und Columbia Threadneedle Investments

Ein weiterer nützlicher Maßstab ist die Nachfrage nach Durationsanlagen von Pensionsfonds. Abbildung 10 zeigt, dass die Pensionsfonds jetzt vollständig kapitalgedeckt sind, d. h. die Vermögenswerte übersteigen die Verbindlichkeiten. Die Verwalter werden nun versuchen, diese Deckungsgrad zu sichern. Dazu kaufen sie entweder Anleihen mit kurzer Laufzeit und erhalten dafür Swaps mit fester langer Laufzeit oder sie kaufen Anleihen mit langer Laufzeit. Dies hat zur Folge, dass Swaps und Anleihen im Vergleich zu Treasuries knapper werden, was eine starke technische Unterstützung für Investment-Grade-Anleihen darstellt.



Die Renditen für globale Unternehmensanleihen liegen bei etwa 5%, während die Gewinnrendite des S&P 500 bei etwa 4% liegt.

Abbildung 10: Finanzierungsstatus von Pensionsfonds



Quelle: Bloomberg und Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Volatilitätsindikatoren

Wir betrachten verschiedene Volatilitätsindikatoren, um die Prämie zu ermitteln, die Anleger für den Schutz vor ungünstigen Marktbewegungen zu zahlen bereit sind, und verwenden diese als Maßstab für die allgemeine Risikobereitschaft der Anleger. Dies liegt auch daran, dass der Besitz einer Unternehmensanleihe konzeptionell als wirtschaftlich gleichwertig mit dem Besitz einer risikolosen Anleihe und dem Verkauf einer Verkaufsoption auf die Vermögenswerte desselben Unternehmens angesehen werden kann.

Auf dieser Grundlage stellen wir fest, dass die implizite Volatilität an den Märkten für Investment-Grade-Anleihen und Aktien unter ihren jeweiligen langfristigen Durchschnittswerten liegt und bei US-Treasuries erhöht ist. Dies ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass die Aussichten für die Zinssätze nach wie vor unsicher sind – auch wenn sie immer noch dem Niveau vor Beginn der quantitativen Lockerung entsprechen. Wir betrachten diese Bedingungen als Anzeichen für eine unterdurchschnittliche Risikoaversion, die sich positiv auf die Spreads von Investment-Grade-Anleihen auswirkt. Lange Zeiträume mit niedriger Volatilität könnten als Kontraindikator betrachtet werden, der zu Verschuldung und risikofreudigerem Verhalten ermutigt. Wir halten das zum jetzigen Zeitpunkt nicht für ein großes Risiko.

Themen von Unternehmensanleihen

EUR gegenüber USD

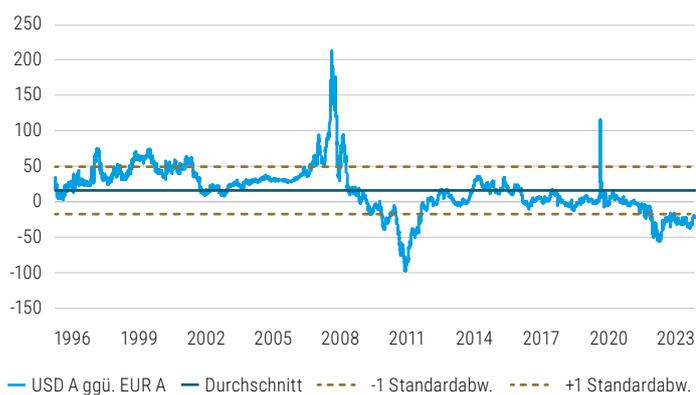
Ein großes Thema bei Investment-Grade-Anleihen im Jahr 2022 war die unterdurchschnittliche Entwicklung der auf Euro lautenden Kreditspreads gegenüber den auf US-Dollar lautenden.

Im Juni 2022 war der USD-Index mit Single-A-Rating um etwa 2,3 Standardabweichungen höher als der EUR-Index, was dem BBB-Index entspricht. Man hätte argumentieren können, dass die Aussichten für das europäische Wachstum durch den Krieg in der Ukraine und die Erdgaskrise schwieriger geworden sind. Interessanterweise schnitten Hochzinsanleihen (HY) in Europa jedoch besser ab als Investment-Grade-Anleihen. Angesichts der Tatsache, dass High Yield stärker auf das Wirtschaftswachstum reagiert, deutet dies darauf hin, dass der Rückgang nicht auf die Besorgnis über das Wirtschaftswachstum zurückzuführen ist, sondern eher auf eine Kombination aus der Art und Weise, wie Anleger in Investment Grade investieren – die meisten Investment-Grade-Anlagen werden nicht global, sondern lokal investiert –



und einem Anstieg des systemischen Risikos in Europa im Vergleich zu den USA. Dadurch ergaben sich attraktive Relative-Value-Chancen – so waren beispielsweise Anleihen desselben Emittenten in einigen Fällen in EUR um 100 Basispunkte billiger als in USD. Die meisten dieser währungsübergreifenden Gelegenheiten verzeichneten inzwischen eine Korrektur, aber auf Indexebene ist der EUR im Vergleich zu den Kreditspreads für Investment-Grade-Anleihen in USD nach wie vor etwas günstig (Abbildung 11).

Abbildung 11: Anleihe-spreads von USD-Anleihen mit Single-A-Rating gegenüber EUR



Quelle: Bloomberg, BofAML-Indizes und Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

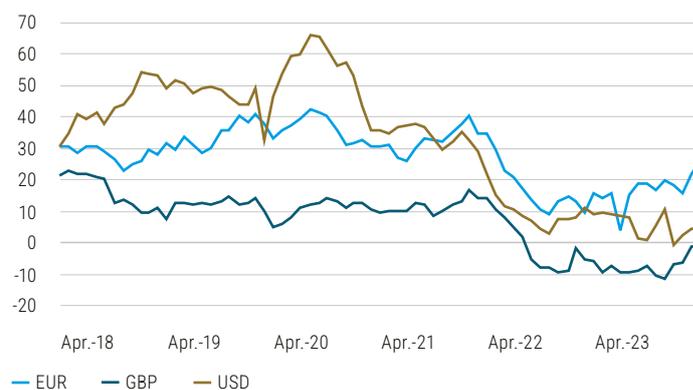
Form der Kreditspread-Kurven

Ein interessantes Thema bei Investment Grade war die Abflachung der Kreditkurven – der Spreadunterschied zwischen Anleihen verschiedener Laufzeiten desselben Emittenten in derselben Währung. Normalerweise würde man erwarten, dass die Kreditkurven aufwärts gerichtet sind, um die zusätzliche Ungewissheit einer Investition in Anleihen mit längerer Laufzeit auszugleichen.

Um dies zu messen und zu überwachen, haben wir 10-jährige Anleihen mit 20-jährigen Anleihen desselben Emittenten und in derselben Währung verglichen und die Spread-Differenz im Zeitverlauf verfolgt.

Diese Abflachung ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass die Treasurer der Unternehmen es vorziehen, Anleihen mit kürzerer Laufzeit zu emittieren, um die hohen Renditen nicht länger festzuschreiben, und es vorziehen, auf einen Rückgang der Renditen zu warten. Bei den Anlegern ist das Gegenteil der Fall: Wir haben festgestellt, dass der Wunsch besteht, die Duration zu erhöhen, um länger höhere Renditen zu erzielen, und eine Möglichkeit, dies zu tun, besteht darin, in Anleihen mit längeren Laufzeiten zu investieren. Da die Renditen seit der Emission dieser Anleihen gestiegen sind, wird ein großer Teil der Anleihen mit langen Laufzeiten nun zu deutlich niedrigeren Kassakursen gehandelt als die in jüngerer Zeit begebenen Anleihen mit kurzer Laufzeit. Unter sonst gleichen Bedingungen würden die Anleger eine Anleihe mit niedrigem Kassakurs gegenüber einer Anleihe zum Nennwert vorziehen. Dies liegt daran, dass im Falle eines Ausfalls der Verlust bei Ausfall geringer ist, und dass Anleihen mit niedrigerem Kassakurs empfindlicher auf Zinsänderungen reagieren (höhere Konvexität). Dies hat dazu geführt, dass die Nachfrage nach Anleihen mit langen Laufzeiten das Angebot übersteigt. In diesem Jahr gab es bisher zaghafte Anzeichen für eine Umkehrung dieser Entwicklung (Abbildung 12), doch die Kurven bleiben flach.

Abbildung 12: 10er- und 20er-Kreditspread-Kurven

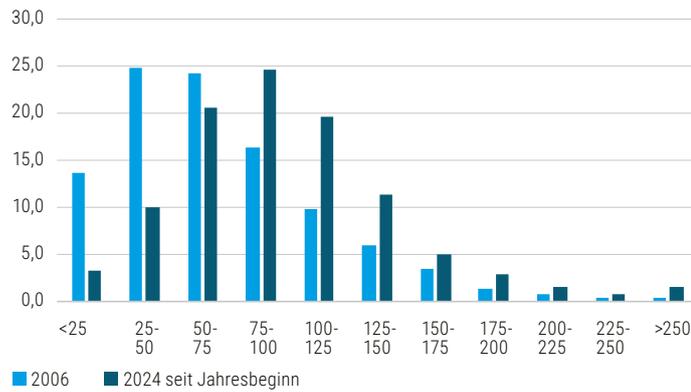


Quelle: Bloomberg, BofAML-Indizes und Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Banken versus Unternehmen versus Versorger

Auch wenn die Kreditspread-Indizes im Vergleich zu ihren langfristigen Durchschnittswerten etwas hoch aussehen, gibt es im Inneren immer noch ein ordentliches Maß an Streuung (Abbildung 13).

Abbildung 13: Globale IG-Spread-Verteilung

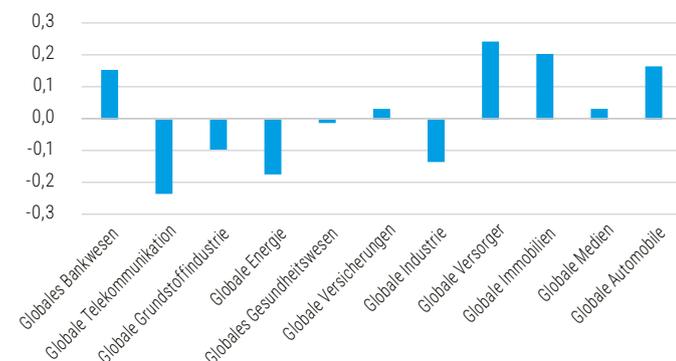


Quelle: Bloomberg, BofAML-Indizes und Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Dies begünstigt Bottom-up-orientierte Anlageprozesse, die Alpha-Chancen zwischen Sektoren, Emittenten oder sogar zwischen Anleihen desselben Emittenten nutzen wollen – ohne eine Top-Down-Sicht auf die Entwicklung der Kreditspreads.

Wenn wir noch einen Schritt weiter gehen, können wir die Streuung auch auf Sektorebene erkennen, wobei die Sektoren Banken, Versorger, Immobilien und Automobile um 0,2 Standardabweichungen günstiger sind als der breite Index (Abbildung 14). Natürlich sind die Fundamentaldaten der Unternehmen in diesen Sektoren unterschiedlich und es wird erwartet, dass sie sich unterschiedlich entwickeln werden, aber nur weil die Investment-Grade-Spreads etwas verengt sind, bedeutet das nicht, dass alle Sektoren und alle Emittenten innerhalb dieser Sektoren ebenfalls hoch bewertet sind (siehe Gedanken zu Sektoren).

Abbildung 14: Sektor z-Spread



Quelle: Bloomberg, BofAML-Indizes und Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Gedanken zur Kapitalstruktur

Eine weitere Alpha-Quelle ist die Ausnutzung von Unterschieden zwischen Anleihen mit unterschiedlicher Nachrangigkeit (d. h. über die Kapitalstruktur hinweg). Dies ist bei Banken am häufigsten der Fall, da sie aufgrund von Vorschriften verpflichtet sind, Anleihen mit unterschiedlichen Ebenen der Nachrangigkeit auszugestalten. Die meisten Unternehmensemittenten halten sich an vorrangige unbesicherte Anleihen, aber Banken haben Senior Preferred-Anleihen (SP), Senior Non-Preferred-Anleihen (SNP), nachrangige Anleihen und Junioranleihen – die Ausfallwahrscheinlichkeit und die Rückzahlungsquoten variieren stark zwischen diesen Schichten.

Von 2016 bis 2023 baute der Bankensektor eine Schicht von „bail-inable“-Schulden auf. In der Regel handelte es sich bei diesen Anleihen um SNP- oder SHC-Schulden (Senior Holding Company). Während des Achtjahreszeitraums fügte der Sektor der Kapitalstruktur etwa 650 Mrd. EUR dieser Art von Anleihen hinzu. Als SNP ausgebaut wurde, gab es einen negativen technischen Effekt aufgrund des Gewichts des Nettoangebots. Abbildung 15 (nächste Seite) zeigt, wie sich das Verhältnis des Spreads von SNP gegenüber dem Spread von SP im Laufe der Zeit von 1,6x im Jahr 2018 auf jetzt 1,2x verringert hat.

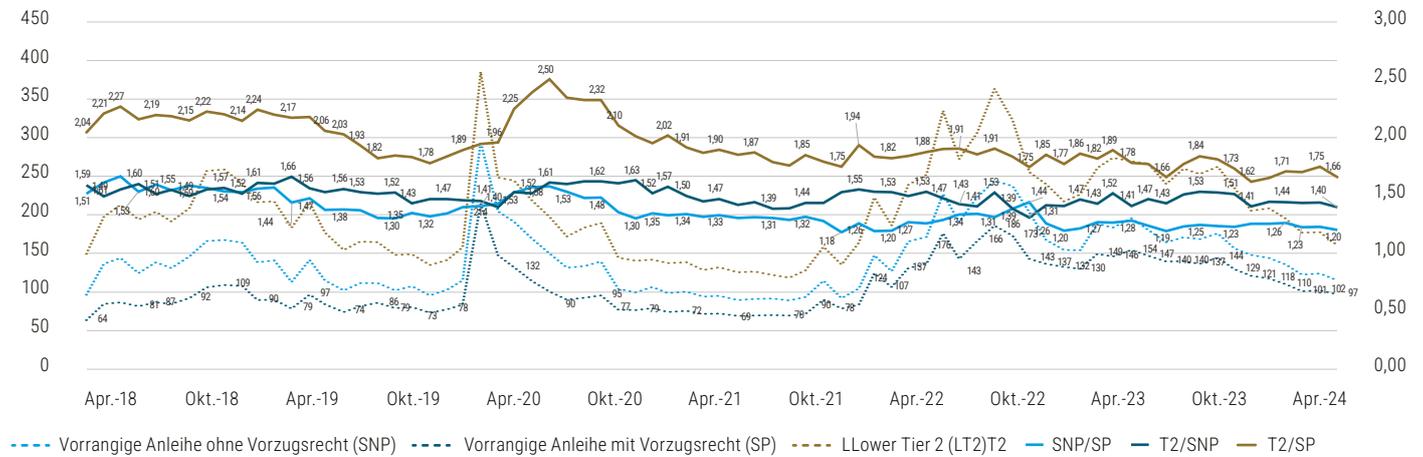
Wir sind der Meinung, dass die Bail-in-Puffer nun vollständig ausgebaut sind und der negative technische Effekt vorbei ist. Wir gehen daher davon aus, dass das Nettoangebot auf jeder Ebene des Kapitals gering sein wird, aber im Einklang mit dem nominalen BIP-Wachstum wächst.

Wir sind der Meinung, dass das T2/SNP-Verhältnis derzeit mit 1,5x in etwa fair bewertet ist. Unserer Meinung nach liegt Fair Value für das SNP/SP-Verhältnis bei 1,3x; d. h., das aktuelle Verhältnis von etwa 1,2x deutet darauf hin, dass es ein wenig zu günstig ist. Dies spiegelt sich in unserem Portfolioaufbau wider.



Auch wenn die Kreditspread-Indizes im Vergleich zu ihren langfristigen Durchschnittswerten etwas hoch aussehen, gibt es im Inneren immer noch ein ordentliches Maß an Streuung.

Abbildung 15: Spread-Verhältnis über die Kapitalstruktur



Quelle: Bloomberg, BofAML-Indizes und Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Bei hybriden Unternehmensanleihen bewerten wir ihren relativen Wert anhand des Spread-Verhältnisses zu den Senior Spreads. Während der Rally in der zweiten Jahreshälfte 2023 sank dieses Verhältnis deutlich von 4,3 auf 3,3. Dies war darauf zurückzuführen, dass die von den Anlegern geforderte zusätzliche Vergütung für den Besitz von nachrangigen Unternehmensanleihen (im Vergleich zu vorrangigen Schuldtiteln) stark zurückging. Wir befinden uns jetzt wieder auf Niveaus, wie sie zuletzt vor der Corona-Pandemie und vor dem Risk-Off-Szenario Ende 2022 gesehen wurden (siehe Abbildung 16).

Gedanken zu Sektoren

Versorger

Zum Teil durch die Regulierung, aber auch durch die grundlegenden Bedürfnisse der Gesellschaft bedingt, haben Versorgungsunternehmen stabilere Erträge und eine bessere Cashflow-Sichtbarkeit als unregulierte Unternehmen. Dies macht sie defensiver (weniger zyklisch). Folglich tendieren regulierte Versorgungsunternehmen dazu, den breiteren

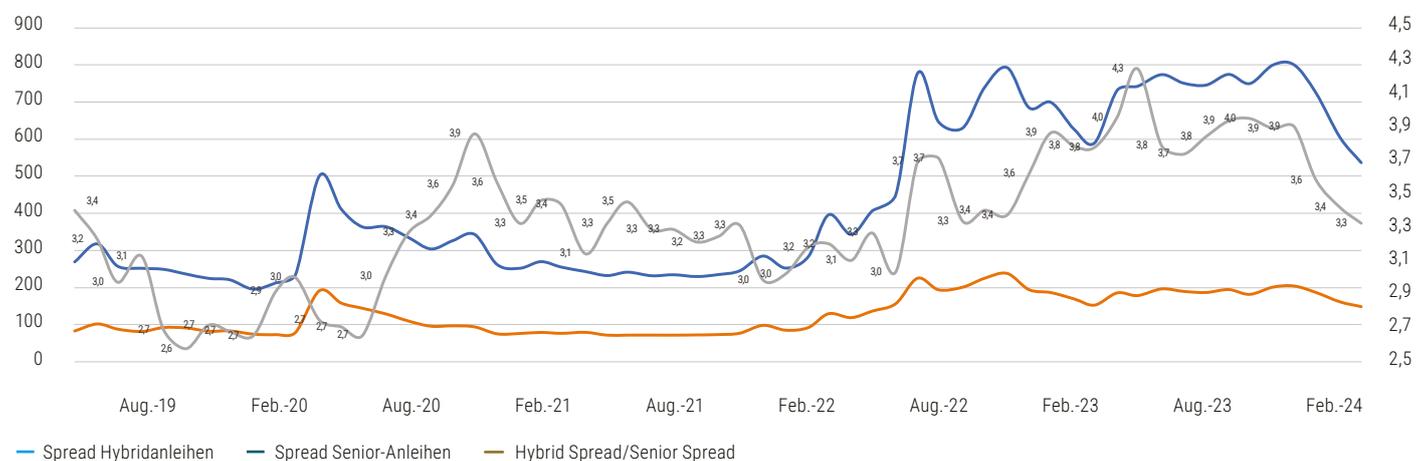
Index in einem rezessiven Umfeld zu übertreffen. Die Anleger mögen in einer Rezession weniger Vertrauen in die Erträge eines Luxusgüterunternehmens oder die Zahl der verkauften Neuwagen haben, aber die Nachfrage nach Strom, Wasser und Abfallwirtschaft wird sich wahrscheinlich nicht wesentlich ändern.

Abbildung 17 zeigt die EUR-Spreads von Versorgungsunternehmen, die in den Jahren 2008-09, 2011, 2020 und Anfang 2023 im breiten Index gehandelt wurden. Interessanterweise werden die Versorger heute im Vergleich zum breiteren Index billiger gehandelt als ihr langfristiger Durchschnitt.

Vor dem Hintergrund eines geringeren Wachstums, einer restriktiven Geldpolitik und unsicherer makroökonomischer Aussichten halten wir diesen Sektor für eine attraktive Möglichkeit, unsere Fonds defensiver zu gestalten.

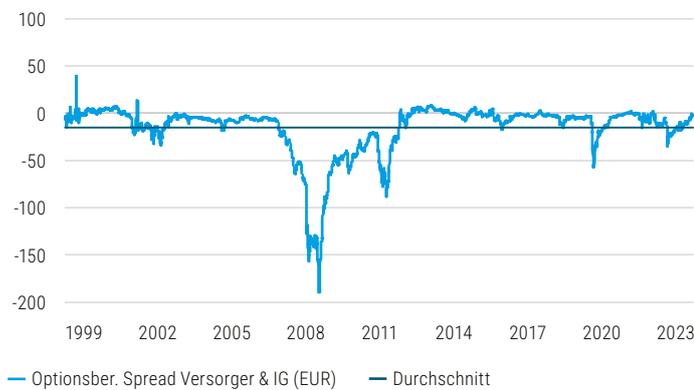
Wir wollen die richtigen Emittenten besitzen, aber wir halten es auch für sinnvoll, den Sektor überzugeschichten.

Abbildung 16: Hybride Unternehmensanleihen



Quelle: Bloomberg, BofAML-Indizes und Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Abbildung 17: EUR-Versorgungsunternehmen minus EUR-Index



Quelle: Bloomberg, BofAML-Indizes und Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Vorrangige Bankanleihen

Banken gelten traditionell als zyklisch, d. h. konjunkturabhängig, aber wir glauben, dass es mehrere Gründe gibt, warum sie in Zukunft weniger zyklisch sein sollten.

Der Sektor ist jetzt stärker reguliert, verfügt über eine solidere Kapitalbasis, eine bessere Qualität der Vermögenswerte und eine bessere Rentabilität, die durch höhere Renditen unterstützt wird.

Dennoch werden Bankanleihen mit einem Abschlag (0,5 Standardabweichungen) gegenüber erstrangigen Unternehmensanleihen mit vergleichbaren externen Ratings gehandelt (Abbildung 18).

Abbildung 18: Bankenindex und Unternehmensindex



Quelle: Bloomberg, BofAML-Indizes und Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Immobilien

Der Immobiliensektor war im Jahr 2022 der auffälligste Underperformer. Höhere Zinssätze verursachten Probleme. Mehrere Geschäftsmodelle waren zur Finanzierung des Wachstums auf billige Kredite angewiesen. Die Bewertungen der Vermögenswerte mussten angepasst werden. Dadurch gerieten Rentabilität, Verschuldung und Liquidität unter Druck.

Außerdem wurden mehrere Berichte zu Leerverkäufen veröffentlicht, die Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe wurde in Frage gestellt und die Unternehmensführung in Frage gestellt. All dies trug zur negativen Stimmung bei.

Obwohl wir uns als Gläubiger um all dies kümmern, sind wir ebenso besorgt um die Einziehung von Mieten und die Fähigkeit von Immobilienunternehmen, ihre Schulden zu bedienen.

Auf Sektorebene erreichte der Immobiliensektor einen Spitzenwert von 2,5 Standardabweichungen im Vergleich zu EUR Investment Grade insgesamt (Abbildung 19), mit Anleihen im Bereich von 300 bis 800 Basispunkten und gedrückten Aktienbewertungen mit Kurs-Buchwert-Verhältnissen von etwa 0,45.

Es handelt sich jedoch nicht um einen homogenen Sektor. Einige Segmente weisen gute Fundamentaldaten auf und werden zu attraktiven Bewertungen gehandelt.

Wir sehen attraktive Möglichkeiten im nordeuropäischen Wohnungssektor, wo die Bonität der Mieter an die Arbeitslosigkeit gekoppelt ist, die wiederum durch eine starke fiskalpolitische Unterstützung getragen wird. Lange Mietverträge bedeuten, dass wir eine gute Ertrags- und Cashflow-Sicht haben und das Mietwachstum an die Inflation gekoppelt ist. Auch in den Bereichen Logistik und Datenzentren sehen wir attraktive Möglichkeiten. Bei den Mietern handelt es sich hier um Unternehmen, deren Kreditqualität von ihren eigenen Fundamentaldaten abhängt, die nach unseren Prognosen gesund bleiben dürften.

Die Nachfrage nach Logistikeinrichtungen wird durch das Onshoring von Lieferketten und die Verlagerung der Verbraucherpräferenzen auf den elektronischen Handel gefördert. In der Zwischenzeit werden die Rechenzentren durch das starke Wachstum der Datennutzung unterstützt: Nicht nur die IT-Infrastruktur wird als „geschäftskritisch“ für jedes Unternehmen angesehen, sondern auch das säkulare Wachstum der Anforderungen an die Datenverarbeitung und -speicherung liefert ordentlichen Rückenwind. Sie führt zu einem Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage, das es den etablierten Unternehmen ermöglicht, ihre Preissetzungsmacht zurückzuerlangen und die Inflation und die Energiekosten an die Kunden weiterzugeben.

Abbildung 19: Immobilien/EUR-IG-Spread



Quelle: Bloomberg, BofAML-Indizes und Columbia Threadneedle Investments, Mai 2024

Das Investment-Grade-Team

Bei Columbia Threadneedle Investments sind wir stolz auf einen robusten Anlageprozess, der auf hochwertigen, unabhängigen Kreditanalysen basiert. Diese werden von einem großen und erfahrenen Team von auf Investment-Grade-Anleihen spezialisierten Branchenexperten durchgeführt, die zusammenarbeiten und sich dabei eine durchschnittliche Erfahrung von über 20 Jahren zunutze machen. Unser Anlageprozess sieht von Anfang an ein Downside-Risikomanagement vor, was in einer asymmetrischen Anlageklasse von entscheidender Bedeutung ist.

Global Investment Grade Portfoliomanagement-Team	Research-Team für das Investment-Grade-Segment	
<p>Alasdair Ross, CFA, Senior Portfolio Manager, Head of Investment Grade Credit, EMEA</p> <p>Ryan Staszewski, CFA, Senior Portfolio Manager</p> <p>Christopher Hult, CFA, Portfolio Manager</p> <p>John Dawson, CFA, Portfolio Manager</p> <p>Tom Murphy, CFA, Senior Portfolio Manager, Head of Investment Grade Credit, US</p> <p>James Phillips, Portfolio Analyst</p> <p>Shannon Rinehart, CFA, Portfolio Manager</p> <p>Royce Wilson, CFA, Senior Portfolio Manager</p> <p>Sarah Kendrick, Senior Trader</p> <p>James Lake, Trader</p> <hr/> <p>David Oliphant, Executive Director Fixed Income</p> <p>Charlotte Finch, Client Portfolio Analyst</p> <p>Jake Lunness, Client Portfolio Analyst</p> <p>Sarah McDougall, Client Portfolio Analyst</p>	<p>Todd Czachor, CFA, Senior Analyst und Head of Global Investment Grade Research Energy</p> <p>David Morgan, CFA, Head of U.S. Investment Grade Research Gesundheits-/Pharmasektor</p> <p>Jean-Baptiste Bouillaguet, Analyst Konsumgüter und Einzelhandel</p> <p>Arabella Duckworth, Senior Analyst Kommunikation</p> <p>Travis Flint, CFA, Analyst Umwelt, Energie</p> <p>Guillaume Langellier, CFA, Senior Analyst ABS, Immobilien, Wohnungsbaugesellschaften, Universitäten</p> <p>Michael Laskin, Senior Analyst Einzelhandel, Konsumgüter</p> <p>Nate Liddle, Senior Analyst Medien, Technologie, Kabel, Telekommunikation</p> <p>Justin Ong, Senior Analyst Asiatische Unternehmensanleihen</p> <p>Tony Pederson, Analyst Versicherungen</p>	<p>Jonathan Pitkanen, Head of Investment Grade Credit Research, EMEA & Asien Industrie, Versicherungen</p> <p>Rosalie Pinkney, CFA, Senior Analyst Banks</p> <p>Claire Robbs, CFA, Analyst Metalle und Bergbau, Industrie, Transportwesen</p> <p>Gregory Turnbull Schwartz, Senior Analyst Chemie, Konglomerate, Transport, Luft- und Raumfahrt/Verteidigung</p> <p>Paul Smillie, Senior Analyst Banken</p> <p>Amelia Sugiarto, Analyst Britische und australische Versorgungsunternehmen</p> <p>Mary Titler, CFA, Senior Analyst Versorger</p> <p>Sharon Vieten, Senior Analyst Europäische Versorgungsunternehmen</p>
<p>Durchschnittlicher Erfahrungsschatz von 21 Jahren</p> <p>14 Experten</p>	<p>Durchschnittlicher Erfahrungsschatz von 20 Jahren</p> <p>18 Researchexperten</p>	

Quelle: Columbia Threadneedle Investments, Stand: 31. Dezember 2023. Bestimmte Teammitglieder können Mitarbeiter von Tochtergesellschaften sein, die unter der Marke Columbia Threadneedle Investment auftreten.

Setzen Sie sich gerne mit uns in Verbindung, wenn Sie Feedback oder Fragen zu dem Ausblick haben oder mehr über unsere Ansichten und Fähigkeiten erfahren möchten.

Kontakt

 www.columbiathreadneedle.com

 Folgen Sie uns auf LinkedIn

Weitere Informationen finden Sie auf www.columbiathreadneedle.com



Wichtiger Hinweis

Diese Informationen richten sich ausschließlich an institutionelle Investoren der genannten Region. (Nutzung durch oder Weitergabe an Privatkunden verboten). Für Vermarktungszwecke bestimmt.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist nicht repräsentativ für eine bestimmte Anlage. Dies stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten und keine Anlageempfehlung oder Dienstleistung dar. Anlagen sind mit Risiken verbunden, unter anderem mit dem Risiko eines Kapitalverlusts. Ihr Kapital unterliegt einem Risiko. Marktrisiken können einzelne Emittenten, Wirtschaftssektoren, Branchen oder den gesamten Markt betreffen. Der Wert von Anlagen ist nicht garantiert, und Anleger erhalten den ursprünglich investierten Betrag unter Umständen nicht zurück. Anlagen im Ausland können aufgrund politischer und wirtschaftlicher Instabilität, schwankender Wechselkurse sowie abweichender Finanz- und Rechnungslegungsstandards bestimmte Risiken beinhalten und volatil sein. Die in diesem Dokument genannten Wertpapiere dienen nur der Veranschaulichung und können sich ändern. Ihre Nennung ist nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung zu verstehen. Die beschriebenen Wertpapiere können sich als rentabel oder unrentabel erweisen. Die zum Ausdruck gebrachten Ansichten entsprechen dem Stand zum angegebenen Zeitpunkt und können sich ändern, wenn sich die Marktbedingungen oder andere Bedingungen verändern. Darüber hinaus können sie sich von Ansichten anderer Geschäftspartner oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) unterscheiden. Tatsächliche Anlagen oder Anlageentscheidungen, die von Columbia Threadneedle und ihren Tochtergesellschaften auf eigene Rechnung oder im Namen von Kunden getätigt oder getroffen werden, spiegeln die zum Ausdruck gebrachten Ansichten unter Umständen nicht wider. Die Angaben in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar und die individuelle Situation einzelner Anleger wird darin nicht berücksichtigt. Anlageentscheidungen sollten stets auf Grundlage des besonderen finanziellen Bedarfs, der Ziele, des Zeithorizonts und der Risikotoleranz eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen sind unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet. Wertentwicklungen der Vergangenheit sollten nicht als Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung aufgefasst werden und Prognosen stellen keine Garantie dar. Von Dritten bereitgestellte Informationen und Einschätzungen stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden, ihre Genauigkeit oder Vollständigkeit kann jedoch nicht garantiert werden. Dieses Dokument und seine Inhalte wurden von keiner Aufsichtsbehörde geprüft.

In Australien: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [„TIS“], ARBN 600 027 414. TIS ist von der Vorschrift, für die von ihr für „Wholesale-Kunden“ in Australien erbrachten Finanzdienstleistungen eine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen gemäß des Corporations Act 2001 (Cth) zu halten, befreit und stützt sich hierbei auf Class Order 03/1102. Dieses Dokument darf in Australien nur an „Wholesale-Kunden“ im Sinne der Definition in Section 761G des Corporations Act verteilt werden. TIS unterliegt in Singapur (Registrierungsnummer: 201101559W) der Bankenaufsicht der Monetary Authority of Singapore gemäß Securities and Futures Act (Chapter 289), der von australischem Recht abweicht.

In Singapur: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, reguliert in Singapur von der Monetary Authority of Singapore im Rahmen des Securities and Futures Act (Chapter 289). Registrierungsnummer: 201101559W. Dieses Dokument wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft.

In Hongkong: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投资管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hongkong, von der Securities and Futures Commission („SFC“) für die Ausführung regulierter Tätigkeiten vom Typ 1 lizenziert (CE:AQA779). Eingetragen in Hongkong unter der Companies Ordinance (Chapter 622), Nr. 1173058.

In Japan: Herausgegeben von Columbia Threadneedle Investments Japan Co, Ltd. Financial Instruments Business Operator, The Director-General of Kanto Local Finance Bureau (FIBO) Nr. 3281, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association sowie im Verband der Wertpapiergesellschaften vom Typ II.

Im Vereinigten Königreich: Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited, Nr. 573204, und/oder Columbia Threadneedle Management Limited, Nr. 517895, jeweils eingetragen in England und Wales und von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert.

Im EWR: Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A., eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) unter der Nr. B 110242 und/oder Columbia Threadneedle Netherlands B.V., reguliert von der Autoriteit Financiële Markten (AFM), eingetragen unter der Nr. 08068841.

In der Schweiz: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, eingetragene Adresse: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz.

Im Nahen Osten: Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verteilt, die von der Dubai Financial Services Authority (DFSA) reguliert wird. Für Vertriebsstellen: Dieses Dokument dient dazu, Vertriebsstellen Informationen über die Produkte und Dienstleistungen der Gruppe bereitzustellen, und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Für institutionelle Kunden: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen, und dürfen von keiner anderen Person als Entscheidungsgrundlage verwendet werden.

Dieses Dokument kann Ihnen von einem verbundenen Unternehmen bereitgestellt worden sein, das Teil der Unternehmensgruppe von Columbia Threadneedle Investments ist: Columbia Threadneedle Management Limited im Vereinigten Königreich; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., von der niederländischen Finanzmarktaufsicht (AFM) reguliert und eingetragen unter der Nr. 08068841.