

März / 2022

CLOs im Zuge der Ukraine Krise

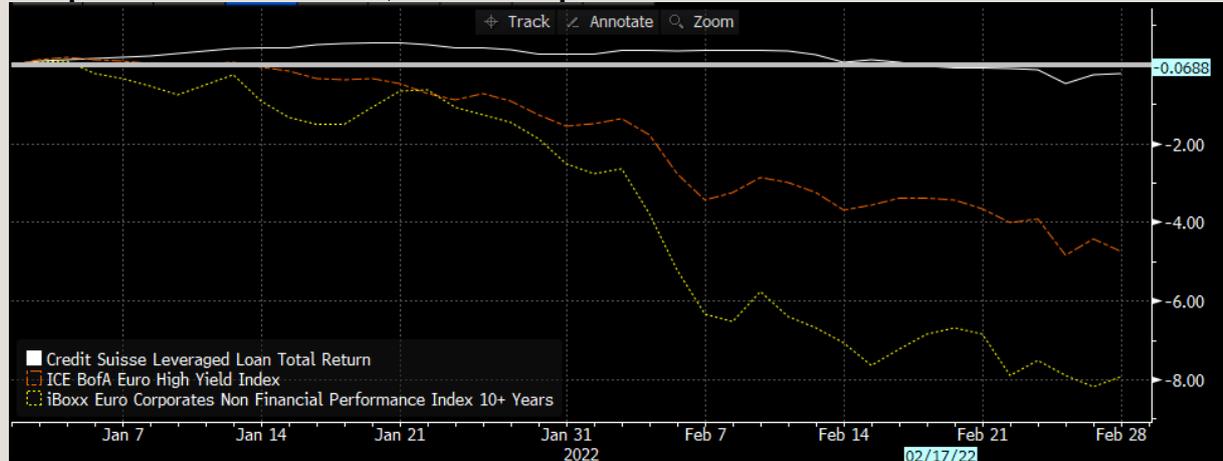
Das marktbeherrschende Thema Inflation wurde durch den Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine in den Hintergrund gedrängt. Nach anfänglich zögernder Reaktion des Westens entwickelte eine Einigkeit von Europa, USA und Japan, die es in dieser Form schon lange nicht mehr gab. Auch die Geschwindigkeit und die Geschlossenheit bei der Umsetzung von Sanktionen hat die Marktteilnehmer überrascht, die es gewohnt waren, dass EU-Verhandlungen lange andauern können und oft mit einem unverbindlichen Kompromiss enden. In den Medien wird von einer historischen Zeitenwende gesprochen und man kann heute kaum die Folgen dieser Eskalation einschätzen. Man könnte es vielleicht mit den Folgen des Anschlages 9/11 vergleichen. Dies führte damals zu einer neuen Sicherheitspolitik, beginnend mit den Sicherheitsbestimmungen im Reise- und Flugverkehr, über Sicherheitskonzepte für öffentliche Veranstaltungen, bis hin zu dem langen Krieg des Westens in Afghanistan, gegen den IS sowie den Syrienkonflikt. Vor allem die menschlichen Tragödien, die sich in der Ukraine abspielen und leider noch abspielen werden, zeigen die ungeheure Dimension der Ereignisse.

Das Bewahren der Freiheit wird viel Geld für Europa und die westliche Welt kosten. Schon der Beschluss des Bundestages zeigte, dass das Finanzpaket schnell die Dimension der Finanzmarktkrise erreichen könnte und dass Freiheit nicht kostenlos zu haben ist. Der Unterschied ist jedoch, dass man in der Finanzmarktkrise mit der zügigen Bereitstellung von Finanzmitteln einen Flächenbrand verhindern konnte und alle Teilnehmer sich „rational“ verhalten haben, um den Schaden zu minimieren. Die Sicherheitskrise in Europa und für die westliche Welt wird ein „Dauerläufer“ werden mit ggf. irrationalen Teilnehmern, d.h. mit einer schnellen Wendung zum Vorkriegsstatus ist nicht zu rechnen. Auch für den sehr unwahrscheinlichen Fall von positiven Friedensgesprächen oder einer Waffenruhe, kann man die Uhr nicht mehr zurückstellen und das Geschehene ungeschehen machen.

Die weltweiten Sanktionen als Antwort auf den Truppeneinmarsch, der Ausfall der Handelsbeziehungen zu Russland und auch die Verunsicherung der Marktteilnehmer sowie der Bevölkerung, wird eine Erholung aus der Coronakrise weiter verzögern. Höhere Rohstoffpreise von Aluminium über Titan, Öl und Gas werden die Inflation nochmals beschleunigen. Wie stark die Brems Spuren in der Wirtschaft sein werden, bleibt abzuwarten. Die Immobilienkrise in China sorgt auch dort für keine Unterstützung der Weltwirtschaft und wird wachstumshemmend wirken: keine guten Aussichten für die Kapitalmärkte.

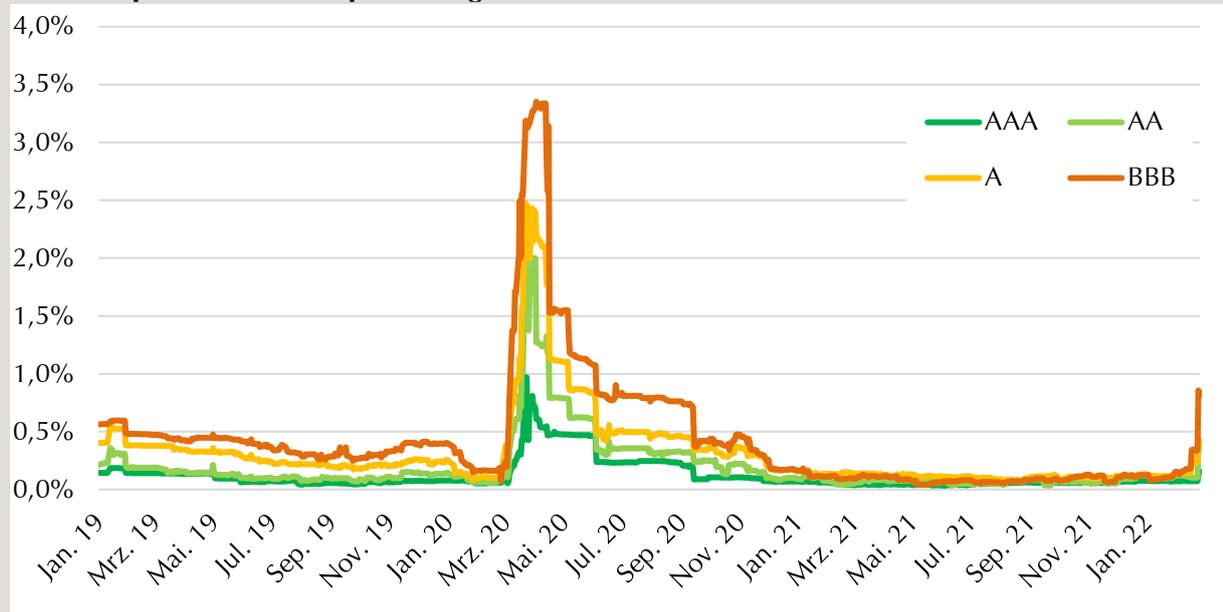
Zunächst reagiert der Markt mit Risk-Off-Verhalten und risikobehaftete Assets werden verkauft oder abgesichert. Schon im Vorfeld der Ukraine Krise sind Corp. Bonds und HY-Anleihen auf Grund der anziehenden Zinsen gefallen. Die lange Duration war lange Zeit der Performancetreiber in der Zinssenkungsphase und wirkt sich nun in einem steigenden Inflationsumfeld negativ aus. Der niedrige Kupon und die niedrigen laufenden ordentlichen Erträge bieten keinen Schutz vor steigenden Zinsen. Diese Entwicklung wurde seit dem 24. Februar noch beschleunigt. Im Vergleich zum HY- und zum Corp. Bonds Markt sind die Verluste aufgrund der niedrigen Duration und der Vorrangigkeit der Loans gegenüber Bonds in der Kapitalstruktur bei CLOs noch gering. Aber auch im CLO Markt sind die Spuren des Krieges deutlich zu erkennen.

Europäischer Lev. Loan Index, HY und Corp. Bond Index

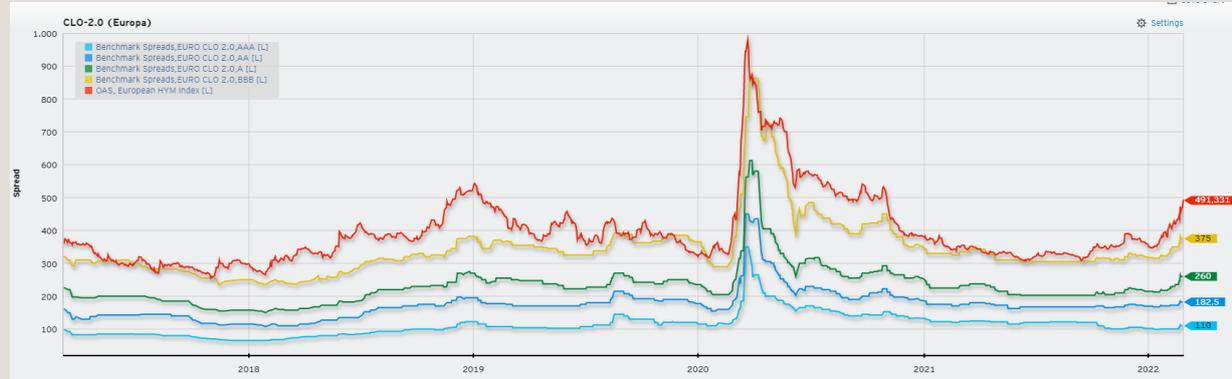


So haben sich die Spreads für europäische CLO erkennbar ausgeweitet. Auch der Bid-Ask-Spread ist angestiegen, wobei das aktuelle Niveau im Vergleich zur Coronakrise noch niedriger ist. Es zeigt jedoch, dass die Marktteilnehmer zunehmend angespannt auf die Krise reagieren und die Liquidität in den Märkten geringer wird.

Bid-Ask-Spread von CLOs pro Rating



Europäische CLO Spreads seit 2018 (AAA,AA,A und BBB Rating) und der europäische HY-Markt



Quelle: City-Velocity, Stand: 03.02.2022

Die Spreads im HY und im Corp. Bond Markt haben sich seit dem Ausbruch des Konfliktes ebenfalls deutlich ausgeweitet.

Rating	Spread in bps (März 2022)	Veränderung seit letzter Woche in bps
AAA	100- 120	+10
AA	165- 200	+10
A	230- 290	+25
BBB	335- 415	+25
BB	615- 770	+35
B	895- 1080	+50

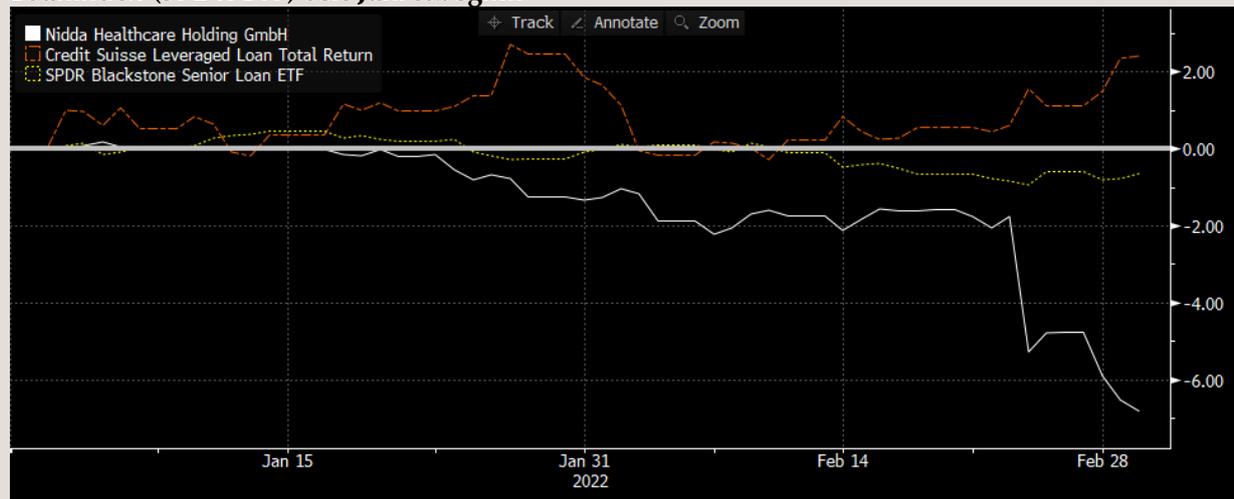
Quelle: Citi Velocity, Stand: 03.02.2022

Unternehmen, die ein hohes Exposure zu Russland aufweisen, werden gemieden. So sind die Bonds (Fälligkeit 2024) von Stada von 100 auf 93 gefallen und der Loan von 99,4 auf 95. Der Hintergrund ist der, dass sich der Umsatzanteil, den Stada 2021 in Russland erwirtschaftet hat, auf 490 Mio. Euro belief (Quelle Bloomberg). Das sind rund 14% des gesamten Umsatzes. Ein defensiver Titel aus dem Gesundheitssektor kann auf Grund des Exposure zu Russland also deutliche Verluste verzeichnen. Da die CLOs in der Regel 100 bis 120 verschiedene Loans beinhalten, sind die Auswirkungen auf das gesamte Portfolio in der Regel geringer als in vielen HY-Portfolien. Der Anteil des Umsatzes der Unternehmen, die von CLOs gehalten werden, liegt insgesamt bei lediglich 1,8%. Dabei ist Stada mit einem Anteil von 0,9% das in Russland exponierteste Unternehmen.

Die Wasserfallstruktur dämpft diesen Effekt nochmals ab. Dies zeigen die Veränderungen des Spreads im Wochenverlauf. AA-Papiere weiteten sich um ca. 10 bps, BB um 35 bps aus. Im Allgemeinen ist das direkte Exposure auf Grund der schwachen wirtschaftlichen Bedeutung von Russland (BIP entspricht dem von Italien) bis auf den Energie- und Rohstoffsektor gering. Russland und die Ukraine vereinen u.a. insgesamt ca. 30% der globalen Weizen- und 80% der Sonnenblumenölproduktion auf sich. Damit ist zu erwarten, dass die Weltmarktpreise für Grundnahrungsmittel (z.B. Brot) steigen werden, mit entsprechend negativen Effekten auf ärmere Nationen oder auf ärmere Teile der Bevölkerung. Die Sanktionen werden auch den Gütertausch empfindlich treffen und das Wachstum in Europa deutlich verlangsamen. Über diesen sogenannten Zweitrundeneffekt wird das Wachstum geringer ausfallen als erwartet. Lieferengpässe und hohe Inflationsraten sowie fiskalische Unterstützung für die Ukraine und den zu erwartenden Flüchtlingsstrom werden die europäischen Volkswirtschaften noch längere Zeit belasten.

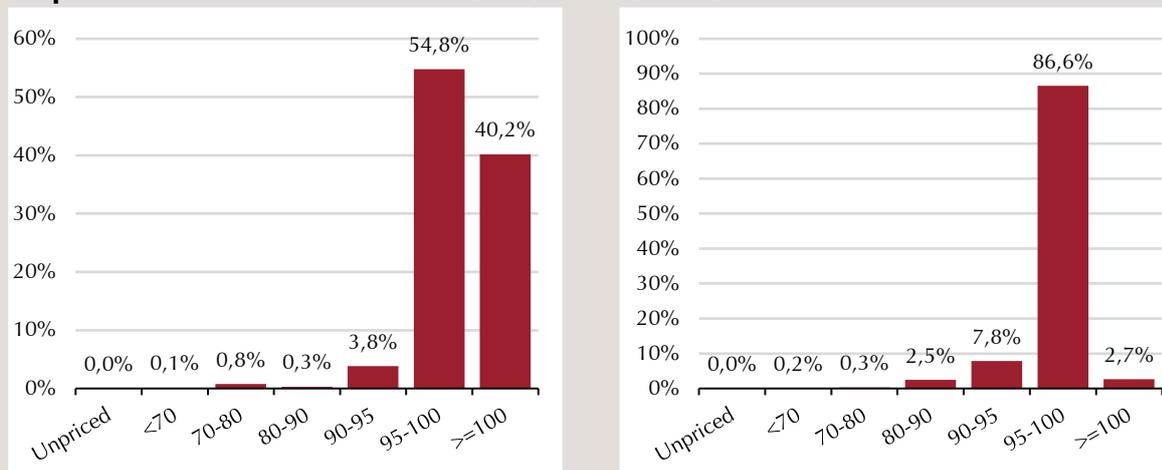
Daher wird die Erholung der Wirtschaft auch unter Berücksichtigung dieser Aspekte Zeit brauchen. Es bleibt abzuwarten, wie sich der Konsument in dieser Krise verhält, d.h. ob er aus Furcht vor einer weiteren Eskalation die Sparquote erhöht oder seinen durch die Coronakrise bedingten Investitionsstau nachholen wird.

Stada Bond (Nidda Healthcare Laufzeit 2024) europäischer Loan-Index(Credit Suisse) und US-Loanindex (SPDR ETF) seit Jahresbeginn



Quelle: Bloomberg, Stand: 03.03.2022

Europäische Loan-Preise: Dezember (links) März (rechts)



Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen; Stand: 01.03.2022.

Ausblick und Positionierung

Ein verlässlicher Ausblick in dieser Situation scheint fast unmöglich, denn selbst langjährige Kenner der russischen Außen- und Sicherheitspolitik wagen kaum eine Prognose. Mit Sicherheit lässt sich nur sagen, dass vor allem die Menschen in den Krisenregionen die Verlierer dieses Konflikts sein werden. Wir hoffen, dass die politischen Entscheidungsträger rational im Sinne eines friedlichen Europas handeln werden.

Die Emissionstätigkeit von CLOs ist aktuell fast zum Erliegen gekommen. Syndikate suchen nach Strukturierungsmöglichkeiten, um CLOs zu preisen. Dies wäre über eine Verkürzung der Reinvestment und Non-Call Periode, sowie eine Verringerung der Kapitalkosten durch dickere Equity Tranchen möglich. Diese Alternative ist jedoch sehr stark von der Dauer und dem Verlauf der Krise abhängig. Die Bid-Offer Spannen auf den Handelsbüchern weiten sich aktuell aus, wobei dies im Vergleich zur Coronakrise noch moderat ist. Händler zeigten sich zurückhaltend, Exposure bei niedrigerem Level abzubauen. Gegen Ende des letzten Jahres hatten wir die Portfolien defensiv ausgerichtet und haben im Zuge der Krise diese Strategie beibehalten, bzw. die Cash Quote leicht erhöht.

Für ein selektives Aufstocken und die Nutzung von Opportunitäten im Markt scheint der Zeitpunkt noch nicht gekommen zu sein. Die Unsicherheit an den Märkten wird sicherlich noch anhalten.

PORTFOLIO MANAGEMENT

Michael Hombach	michael.hombach@lupusalpha.de
Norbert Adam	norbert.adam@lupusalpha.de
Stamatia Hagenstein	stamatia.hagenstein@lupusalpha.de
Dr. Klaus Ripper	klaus.ripper@lupusalpha.de

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

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

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