Rothschild & Co
Asset Management



Unternehmen oder Staaten: Ist die Entscheidung noch immer eindeutig?



Emmanuel Petit
General Partner, Head of Fixed Income

Vor dem Hintergrund anhaltenden Inflationsdrucks, zunehmender politischer Risiken in Frankreich und der robusten Entwicklung der europäischen Wirtschaft hat der Aufwärtsdruck auf die Zinsen dazu geführt, dass wir die Modified Duration des R-co Conviction Credit Euro taktisch angepasst haben.

Nachdem wir zu Jahresbeginn mit einer Modified Duration gestartet waren, die in etwa derjenigen unserer Benchmark entsprach, nahmen wir die Anpassung in zwei Schritten vor. Im März waren wir der Ansicht, dass die Erwartungen steigender Zinsen infolge des Ausbruchs des Konflikts im Nahen Osten überzogen waren. Daher bauten wir Positionen am kurzen Ende der Zinskurve auf. Wir gingen davon aus, dass ein nur kurz andauernder Konflikt lediglich begrenzte Auswirkungen auf die Inflation und damit auf die Geldpolitik der EZB haben würde. Angesichts des in diesem Laufzeitsegment gebotenen Carry- und Roll-down-Potenzials hielten wir das damit verbundene Risiko für vertretbar.

Im Laufe des Sommers veranlassten uns jedoch der anhaltende Konflikt, steigende Energiepreise und der zunehmende Inflationsdruck dazu, unser Szenario neu zu bewerten und unsere Positionierung entsprechend anzupassen. Nachdem die Renditen von Staatsanleihen weltweit und über die gesamte Zinskurve hinweg deutlich gestiegen waren, gingen wir mit einer neutralen Durationspositionierung in den September. Wir sind jedoch weiterhin davon überzeugt, dass die Inflation derzeit vor allem von volatilen

Faktoren bestimmt wird und Zweitrundeneffekte – etwa in Form einer Lohn-Preis-Spirale – gegenwärtig nicht absehbar sind. Damit unterscheidet sich die heutige Situation von derjenigen im Jahr 2022.

Während der vorangegangenen Energiekrise nach Ausbruch des Krieges zwischen Russland und der Ukraine lagen die Leitzinsen auf historisch niedrigem Niveau. Gleichzeitig waren die angesammelten Ersparnisse, insbesondere infolge der Covid-19-Pandemie, höher als heute. Diese Situation lässt uns vermuten, dass die Markterwartungen hinsichtlich der Politik der EZB im schlimmsten Fall zutreffend sind, im besten Fall jedoch zu hoch angesetzt sind. Daher haben wir uns vor Kurzem dazu entschieden, die Modified Duration des Portfolios wieder leicht über das Niveau der Benchmark anzuheben und hierfür Positionen am kurzen Ende der Zinskurve aufzubauen.

Darüber hinaus wirkt sich der Anstieg der Staatsanleiherenditen über die höheren laufenden Renditen positiv auf den Kreditmarkt aus. Die Anlageklasse erweist sich weiterhin als robust und bietet nach wie vor Chancen, obwohl die Volatilität derzeit nahezu vollständig verschwunden ist. Die Spreads(1) bewegen sich seit dem 10. April lediglich in einer engen Bandbreite zwischen 90 und 93 Basispunkten, während sowohl die fundamentalen als auch die technischen Rahmenbedingungen solide bleiben[(2)]. Entsprechend robust sind weiterhin auch die Mittelzuflüsse. Die Anleger scheinen übrigens zunehmend zwischen gut geführten Unternehmensanleihen, die wieder an Attraktivität gewonnen haben, und Staatsanleihen, deren wirtschaftspolitischer Hintergrund mitunter weniger transparent ist, zu schwanken.

Unser Beta-Exposure bilden wir unter anderem über das BBB-Segment ab, das aus unserer Sicht weiterhin eine attraktive Prämie bietet. Darüber hinaus investieren wir in nachrangige Finanzanleihen, die einen attraktiven Carry aufweisen. Innerhalb dieses zweiten Segments beginnen französische Finanzanleihen jedoch zunehmend, die Sorgen des Marktes widerzuspiegeln. Unseres Erachtens handelt es sich hierbei eher um ein Volatilitäts- als um ein Solvenzrisiko. Tatsächlich ist das Engagement des Sektors in französischen Staatsanleihen begrenzt. Bei den großen französischen Banken machen diese beispielsweise lediglich zwischen 1 % und 3 % der gesamten Aktiva aus[(3)]. Französische Versicherer wiederum halten im Durchschnitt weniger als ein Viertel ihrer Vermögenswerte in Staatsanleihen, wobei nur etwas mehr als die Hälfte davon auf französische Staatsanleihen entfällt[(3)].

Darüber hinaus profitieren Staatsanleihen von Ländern des Euroraums, die auf Euro lauten und in Euro refinanziert werden, bei diesen Instituten von einer bevorzugten aufsichtsrechtlichen Behandlung. Das französische Staatsrisiko würde sich daher in erster Linie über Wertverluste bei Staatsanleihen und die daraus resultierende Verringerung der Eigenmittel der Versicherer bemerkbar machen. Diese nicht realisierten Verluste schlagen sich unmittelbar in der aufsichtsrechtlichen Solvency-I-Bilanz nieder[(4)].

Nach unseren Schätzungen würde eine Ausweitung der Sovereign Spreads um rund 50 Basispunkte die Solvency-I-Quote der großen französischen Versicherer im Durchschnitt

um etwa 10 Prozentpunkte reduzieren. Die durchschnittliche Solvenzquote dieser Institute liegt derzeit bei über 210 % und ist damit aus unserer Sicht ausreichend solide, um eine solche Volatilität verkraften zu können[5].

Als möglicher Präzedenzfall für die Beurteilung der Situation in Frankreich kann auch die Entwicklung in Italien im Jahr 2018 herangezogen werden. Die Bildung einer Koalitionsregierung aus der Fünf-Sterne-Bewegung (M5S) und der Lega führte damals zu einer deutlichen Ausweitung des Renditeabstands zwischen zehnjährigen italienischen BTPs und deutschen Bundesanleihen. In einem vergleichbaren Szenario dürften die Auswirkungen auf die aufsichtsrechtlichen Bilanzen französischer Versicherer angesichts ihrer derzeitigen Solvenzausstattung beherrschbar bleiben.

Dieses Risiko darf dennoch nicht außer Acht gelassen werden. Angesichts des derzeitigen Renditeniveaus bieten Anleihen französischer Versicherer aus unserer Sicht jedoch weiterhin eine ausreichende Kompensation, um ein gewisses Maß an Volatilität aufzufangen. Darüber hinaus bleiben die Fundamentaldaten des Sektors solide. In diesem Umfeld gilt daher: Je stärker sich die Spreads nachrangiger französischer Finanzanleihen ausweiten, desto eher dürften sich daraus für uns interessante Anlagechancen ergeben.

Weitere Infos zu den Fonds

R-co Conviction Credit Euro

Sehen Sie sich dieses Dokument auf unserer Website an

(1) Renditedifferenz zwischen einer Anleihe und einer als „risikofrei“ geltenden Anleihe mit vergleichbarer Laufzeit.
(2) Quelle: Bloomberg, Stand: 31.08.2026.
(3) Quellen: ACPR („Situation der Versicherungsunternehmen in Frankreich zum Jahresende 2025“), Unternehmensveröffentlichungen, September 2026.
(4) Ökonomische Bilanz der Finanzlage eines Versicherungsunternehmens auf Grundlage des Marktwerts seiner Vermögenswerte und Verbindlichkeiten zur Beurteilung seiner Solvabilität.
(5) Quelle: Unternehmensveröffentlichungen, September 2026.

SRI Risk: 2/7

We have classified this product in risk class 2 out of 7, which is a low-risk category and primarily reflects its exposure to private debt instruments, while maintaining a modified duration ranging from 0 to +8. In other words, potential losses arising from the product's future performance are considered low and, should market conditions deteriorate, it is highly unlikely that our ability to pay you would be affected. The risk indicator assumes that you hold the product for three years. If you do not, the actual risk may differ significantly and you could receive less in return. The risk scale ranges from 1 (lowest risk) to 7 (highest risk); the lowest category does not mean a "risk-free" investment. The risk category associated with this fund is not guaranteed and may change over time.

This is a simplified, non-contractual marketing communication. The information, comments and analyses contained in this document are provided for information purposes only and should not be construed as investment advice, tax advice, a recommendation or investment advice from Rothschild & Co Asset Management.

The information, opinions and data contained in this document are considered reliable and accurate at the date of publication, based on the prevailing economic and financial environment, and may change at any time without notice. Although this document has been prepared with the utmost care using sources deemed reliable by Rothschild & Co Asset Management, no guarantee is given as to the accuracy or completeness of the information and assessments contained herein, which are provided for indicative purposes only and may be amended without prior notice. Rothschild & Co Asset Management Europe has not independently verified the information contained in this document and therefore accepts no liability for any errors or omissions, nor for any interpretation of the information contained herein. All data have been established on the basis of accounting and market information. Not all accounting data have been audited by statutory auditors.

Furthermore, given the subjective nature of certain analyses, it should be noted that any information, projections, estimates, expectations, assumptions and/or opinions expressed herein are not necessarily implemented by the management teams of Rothschild & Co Asset Management or its affiliates, which act according to their own convictions. Certain forward-looking statements are based on assumptions that may prove to be partially or wholly different from actual outcomes. Any hypothetical estimate is inherently speculative and it is possible that some, if not all, of the assumptions underlying these hypothetical illustrations may not materialise or may differ significantly from current expectations. This analysis is valid only as of the date of preparation of this report. Geographical and sector allocations are not fixed and may change over time within the limits set out in the sub-fund's prospectus. The information provided above does not constitute investment advice or an investment recommendation.

R-co Conviction Credit Euro is a sub-fund of R-Co, a French-law investment company with variable capital (Société d'Investissement à Capital Variable), whose registered office is located at 29, avenue de Messine, 75008 Paris, France, registered under number 844 443 390 RCS Paris. The information provided does not imply that the UCITS presented is suitable for the profile or experience of any individual investor. Rothschild & Co Asset Management shall not be held liable for any decision made on the basis of, or inspired by, the information contained in this document. In case of doubt, and before making any investment decision, investors should consult their financial or tax adviser. The collective investment undertaking (UCI) presented above is governed by French law and regulated by the French Financial Markets Authority (AMF). Investment in units or shares of any UCI is subject to risks. Before investing, investors are strongly advised to read carefully the PRIIPs KID and the prospectus, in particular the section relating to risks. Investors must also ensure that the units or shares of the UCI are registered for distribution in their jurisdiction. The PRIIPs KID and full prospectus are available on our website: www.am.eu.rothschildandco.com. The net asset value (NAV) is also available on our website.

The information presented is not intended for distribution to, and does not constitute an offer or solicitation directed at, persons in the United States or their representatives. The units or shares of the UCI presented in this document have not been and will not be registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended (the "Securities Act"), or under any other applicable U.S. law. Such units or shares may not be offered, sold or transferred in the United States (including its territories and possessions) or directly or indirectly benefit any U.S. Person (as defined in Regulation S under the Securities Act) or any equivalent person as defined under the U.S. HIRE Act of 18 March 2010 and FATCA regulations. Please note that past performance is not a reliable indicator of future performance and is not constant over time. The value of investments and the income derived from them may rise or fall and is not guaranteed. Investors may therefore not recover the amount originally invested. Currency fluctuations may increase or decrease the value of investments and the income derived from them when the fund's reference currency differs from that of the investor's country of residence. Funds whose investment policy focuses on specific markets or sectors, such as emerging markets, are generally more volatile than broader, diversified allocation funds. In the case of a volatile fund, fluctuations may be particularly significant and the value of the investment may decline sharply and suddenly. The performance shown does not take into account any fees or commissions charged upon subscription or redemption of units or shares of the fund. The portfolios, products and securities presented are subject to market fluctuations and no guarantee can be given regarding their future performance. Tax treatment depends on the individual circumstances of each investor and may be subject to change. Any partial or total reproduction of this document without the prior written consent of Rothschild & Co Asset Management is prohibited and may result in legal proceedings.

Published by Rothschild & Co Asset Management, a portfolio management company with share capital of EUR 1,818,181.89, 29 avenue de Messine, 75008 Paris, France. AMF licence No. GP 17000014. Registered with the Paris Trade and Companies Register under number 824 540 173.

Any partial or total reproduction of this document without the prior authorisation of Rothschild & Co Asset Management is prohibited and may result in legal proceedings.

Über den Geschäftsbereich Asset Management von Rothschild & Co

Rothschild & Co Asset Management, eine Tochter der Rothschild & Co Gruppe, ist ein unabhängiger Asset Manager, der institutionellen und semi-institutionellen Investoren Investmentlösungen im UCITs Fondsmantel sowie in Spezialmandaten anbietet. Neben einem aktiv gemanagten High-Conviction Ansatz bieten wir unseren Kunden Zugang zu selektiv ausgewählten Investmentlösungen über unsere OpenArchitecture Plattform. Unser Hauptsitz liegt in Paris mit Büros in 10 weiteren europäischen Ländern. Rothschild & Co Asset Management verfügt über ca 200 Mitarbeiter und mehr als 50 Mrd. Euro verwaltetem Vermögen(1).
Für weitere Informationen: www.am.eu.rothschildandco.com

(1) Quelle: Rothschild & Co Asset Management, 31/07/2026.

France

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

Belgien – Niederlande – Luxemburg

Rue de la Régence 52
1000 Bruxelles
+32 2 627 77 30

Schweiz

Rothschild & Co Bank AG
Rue de la Corraterie 6
1204 Genève
+41 22 818 59 00

Italien

Passaggio Centrale 3
20 123 Milano
+39 02 7244 31

Deutschland – Österreich

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

Spanien

Paseo de la Castellana 40 bis
28046 Madrid
+39 02 7244 31