

**nuveen**

A TIAA Company



ALTERNATIVE CREDIT INSIGHTS H1 2025

# Neue Wege finden

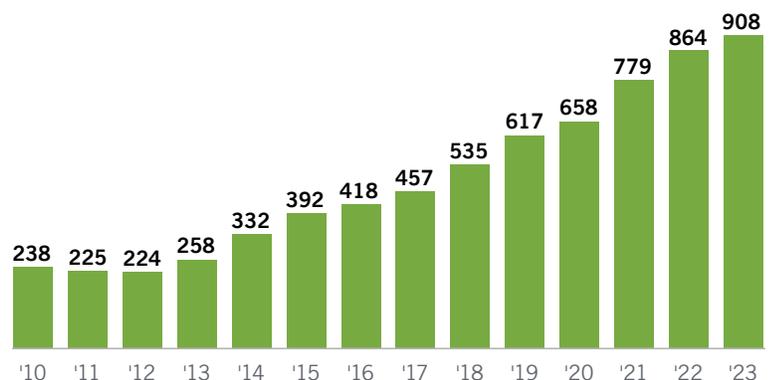
MEINUNGSARTIKEL. BITTE BEACHTEN SIE AUCH DIE WICHTIGEN HINWEISE AM ENDE DIESES ARTIKELS.

# Alternative Credit ist weiter im Kommen

*Alternative Kreditanlagen sind kein neues Phänomen. Bis zur globalen Finanzkrise 2008 wurden sie von Anlegern jedoch weitgehend übersehen und beschränkten sich hauptsächlich auf Immobilienkredite, Collateralized Loan Obligations (CLOs) und Privatkredite mit Investment-Grade-Rating. Der Crash erwies sich als Katalysator für den Markt. Strengere aufsichtsrechtliche Vorgaben führten zu einem massiven Rückzug der Banken aus der traditionellen Kreditvergabe. Kreditnehmer mussten sich nach neuen Finanzierungsquellen umschauen und entdeckten die Welt der alternativen Kredite.*

**Abb. 1: Wachstum alternativer Kredite**

Ausstehende US CLOs (breit syndiziert) (Billionen USD)



Quelle: Bank of America CLO Factbook, Stand: November 2024.

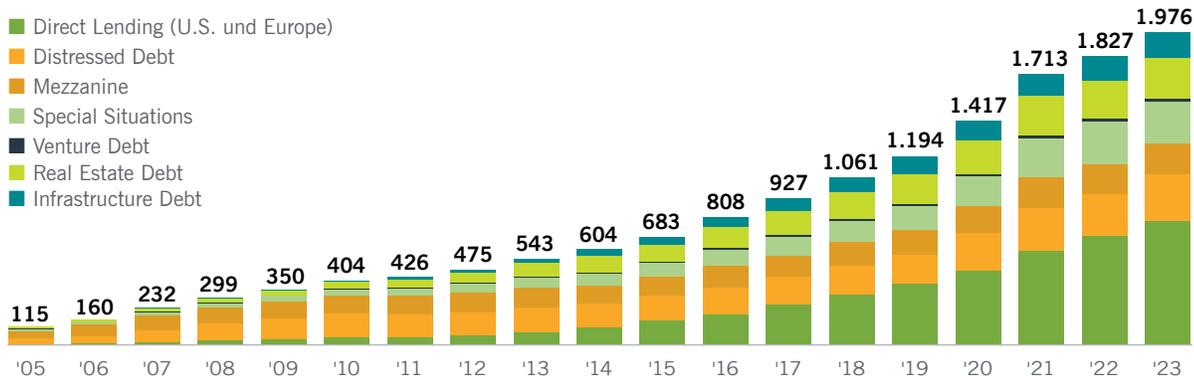
**MEINUNGSARTIKEL. BITTE BEACHTEN SIE AUCH DIE WICHTIGEN HINWEISE AM ENDE DIESES ARTIKELS.**

## Globale Finanzkrise als Initialzündung für Innovation

Alternative Credit umfasst Anlageklassen, die Finanzierungsoptionen außerhalb der traditionellen Fixed-Income-Märkte bereitstellen. Im schwierigen Börsenumfeld nach 2008 stieg das Anlegerinteresse an diesen Investments. Ein Grund war die hohe Volatilität der öffentlichen Märkte während der Krise, ein weiterer die Schwierigkeit, im anschließenden Umfeld extrem niedriger Zinsen angemessene Renditen zu erzielen.

Die globale Finanzkrise war die Initialzündung. Das Wachstum des Alternative-Credit-Universums in den letzten 15 Jahren ist jedoch nicht nur im Bestreben der Anleger, zur richtigen Zeit im richtigen Markt zu sein, begründet. Durch die Bereitstellung einer Alternative zu den öffentlichen Märkten sind die privaten Märkte zu einer attraktiven Finanzierungsoption sowohl für neue Unternehmen als auch für größere, etablierte Unternehmen geworden, die eine Finanzierung über verschiedene Vehikel anstreben. Die Entwicklung der verschiedenen Alternative-Credit-Anlageklassen hat zu neuen, innovativen Ansätzen bei der Finanzierung von Krediten und der Kreditaufnahme durch Emittenten geführt. Dadurch haben sich Anlegern neue Investitionsmöglichkeiten mit ganz unterschiedlichen Risiko-Rendite-Profilen eröffnet.

Globales verwaltetes Vermögen in Private Debt nach Strategie (Mrd. USD)



Quelle: Preqin, Stand: November 2024.

# Die wichtigsten Punkte

## Neue Märkte, neue Risiken

Das heutige Umfeld für alternative Kredite ist mit dem der letzten 15 Jahre nicht zu vergleichen. Die Zinssätze haben sich wieder der historischen Norm angenähert, sind aber immer noch höher als nach der globalen Finanzkrise. Grundsätzlich ist das eine gute Nachricht für Investoren. Allerdings gibt es Fragezeichen, in welche Richtung sich die Qualität alternativer Kreditanlagen entwickelt.

Einige Segmente der alternativen Kreditmärkte sind noch relativ jung und haben sich noch nicht unter verschiedenen Marktbedingungen bewährt. Da die von der Corona-Pandemie ausgelöste Volatilität durch die Stimulusmaßnahmen der Zentralbanken und Regierungen schnell eingedämmt wurde, wissen wir noch nicht, wie sich einige Anlageklassen in einer ausgewachsenen Rezession schlagen würden. Das gilt allerdings nicht für alle alternativen Kreditklassen – während einige noch ganz am Anfang ihrer Entwicklung stehen, haben sich andere bereits über verschiedene Marktzyklen hinweg bewährt.

Der Markteintritt neuer Kreditgeber erhöht den Wettbewerb um Marktanteile und Transaktionen. Das könnte weniger strenge Zeichnungsstandards zur Folge haben.

Diese Risiken verdeutlichen, wie wichtig ein systematischer Investmentprozess ist. Über alle alternativen Kreditklassen hinweg gilt, dass ein disziplinierter Underwriting-Prozess und Risikoansatz das Risiko reduzieren können. Umso wichtiger ist die Zusammenarbeit mit Managern, die über nachweisliche Erfahrung mit alternativen Kreditanlagen verfügen und Zugang zum gesamten Anlageuniversum haben, um diversifizierte Erträge erzielen zu können.

## Nur der Anfang

Der Markt für alternative Kredite wurde aus der Notwendigkeit geboren, Kreditnehmern neue Finanzierungsmöglichkeiten und Investoren alternative Ertragsquellen zu eröffnen. Die sehr gute Entwicklung der alternativen Kreditmärkte seit der globalen Finanzkrise ist vor allem auf den Erfolg der Anlageklasse Direct Lending zurückzuführen. Der Markt umfasst jedoch eine ganze Reihe weiterer Anlageklassen, die Anlegern die heutzutage unverzichtbare Diversifikation bieten können. Wir sind zuversichtlich, dass diese ein ähnliches Wachstum wie der Direct-Lending-Bereich verzeichnen werden (Abbildung 2).

**Abb. 2: Kreditsektoren können Aktien-Beta und eine reduzierte Inflationssensitivität bieten**

15-Jahres-Zeitraum bis 31. Dez. 2023

|   | Korrelation |           |
|---|-------------|-----------|
|   | US-Aktien   | Inflation |
| US-Aktien                                       | 1,0         | 0,1       |
| Globale Aktien                                  | 0,9         | 0,2       |
| Direct Lending                                  | 0,7         | 0,4       |
| Real Estate Debt                                | 0,4         | 0,1       |
| Private Placements – Unternehmen mit BBB-Rating | 0,6         | 0,0       |
| Senior Loans                                    | 0,7         | 0,4       |
| CLO Debt-Tranchen mit BB-Rating                 | 0,7         | -0,1      |

Quelle: Bloomberg, ICE BofA, JPMorgan, S&P, Cliffwater Direct und Gilberto Levy, Stand: 31. Dez. 2023.

Die Daten zu Direct Lending beziehen sich auf den Zeitraum ab dem 31. März 2023. Die Daten für CLO Debt-Tranchen mit BB-Rating sind erst seit dem 30. Juni 2014 verfügbar. Repräsentative Indizes: **US-Aktien:** S&P 500 Index; **globale Aktien:** MSCI ACWI ex USA Index (ND); **Direct Lending:** CDLI Total Return Index; **Immobilienkredite:** Gilberto Levy G1; **Private Placements – Unternehmen mit BBB-Rating:** ICE BofA BBB U.S. Corporate Index; **Senior Loans:** S&P LSTA Leveraged Loan Index; **CLO-Debt-Tranchen mit BB-Rating:** JPMorgan U.S. CLO Index – BB-Rating. Die Performanceangaben beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit und sind keine Vorhersage oder Garantie für zukünftige Ergebnisse. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren.



## Alternative Kreditstrategien im Fokus

- **Direct Lending:** Der Markt bietet weiterhin Chancen bei vorrangigen und nachrangigen Krediten (Senior Loans und Junior Loans). Durch den Zinssenkungszyklus in Europa und den USA sollten sich vielfältige Chancen eröffnen.
- **Collateralized Loan Obligations (CLOs):** Diese Anlageklasse, die sich bereits über mehrere Jahrzehnte bewährt hat, bietet weiterhin über die gesamte Kapitalstruktur hinweg attraktive Chancen. Die längerfristig höheren Basiszinssätze sollten solide relative Renditen aus CLO Debt-Tranchen aller Ratingklassen ermöglichen. Auf der Eigenkapitalseite eignen sich CLO Equity-Investitionen aufgrund der langfristigen Natur von CLOs und der Tatsache, dass CLOs nicht mark-to-market bewertet werden, gut für die aktuelle Marktdynamik.
- **Energy Infrastructure Credit:** Der Sektor profitiert weiterhin von positiven strukturellen Faktoren, da der Strombedarf für generative KI, Cloud-Speicher und die Elektrifizierung zu vermehrten Anlagechancen in den Bereichen nachhaltige Infrastruktur und Energiesicherheit führt.
- **Commercial Real Estate Debt:** Nach einer schwierigen Phase hat der Immobilienmarkt einen systemischen Wandel durchlaufen. Mit der Rückkehr der Kreditnehmer in diesen veränderten Markt eröffnen sich neue Chancen.
- **Commercial Property Assessed Clean Energy (C-PACE):** Der Markt für grüne Kredite wächst weiter und die Möglichkeit, mit diesem Finanzierungsinstrument einen Beitrag zu umweltfreundlichem Bauen und sozialen Anliegen zu leisten, stärkt die Nachfrage nach C-PACE-Finanzierungen.
- **Investment Grade Private Credit (IGPC):** Der Markt profitiert weiter von einem vielfältigen Risiko-Ertrags-Profil. Immer neue Kreditnehmer kommen auf den Markt, da Private Credit eine bedeutende Kapitalquelle darstellt, während Kreditgeber weiterhin von attraktiven risikobereinigten Renditen profitieren.

Die folgenden Einblicke in verschiedene Teilsektoren decken weder unser gesamtes Lösungsspektrum im Alternative-Credit-Bereich noch alle unsere Erwartungen für die verschiedenen Anlageklassen ab. Wenn Sie weitere Informationen zu unseren Alternative-Credit-Services wünschen, besuchen Sie [nuveen.com/alternativecredit](https://nuveen.com/alternativecredit).



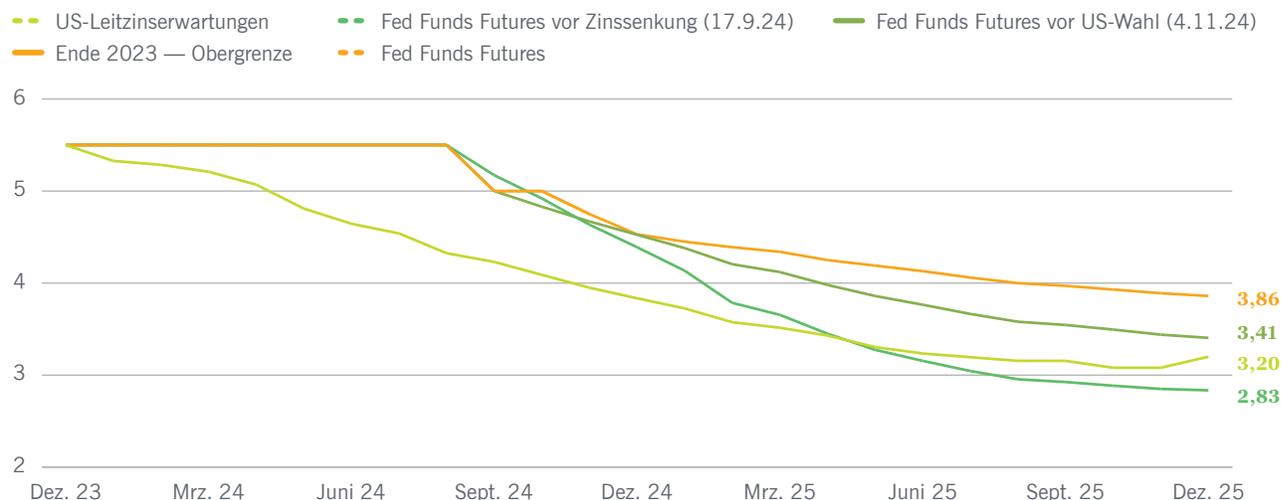
**Alternative Credit umfasst eine ganze Reihe von Anlageklassen, die einen wichtigen Beitrag zur Diversifikation von Anlageportfolios leisten können.**

## Direct Lending

- **USA:** Zu Beginn des Jahres 2025 sieht alles danach aus, dass der US-Notenbank ein schwieriger Balanceakt gelungen ist: Sie hat die Inflation eingedämmt, ohne die US-Wirtschaft auszubremsen. Für 2025 werden jedoch höchstens noch moderate Zinssenkungen erwartet (Abb. 3) und wir scheinen uns dem erwarteten Endzinssatz zu nähern. Nach der bereits starken Performance der Anlageklasse in den letzten Jahren spricht das für ein anhaltend anlegerfreundliches Private-Debt-Umfeld mit einer geringeren Gesamtverschuldung der Kreditnehmer und einer höheren Verzinsung.
- Durch den Rückgang der Referenzzinssätze um 100 Basispunkte im Jahr 2024 sind die Kapitalkosten und die Zinslast der Unternehmen gesunken. Da ein stabileres Zinsniveau für mehr Bewertungssicherheit sorgt, dürften die M&A-Aktivitäten nachhaltig und deutlich zunehmen. Niedrigere Finanzierungskosten sollten dazu beitragen, dass sich Käufer und Verkäufer im Private-Equity-Bereich bei der Bewertung annähern und sich die bis vor Kurzem noch große Kluft bei den Preiserwartungen verringert.
- Private-Debt-Investoren dürften noch länger von einer höheren Gesamtverzinsung profitieren. Die All-in Yields sind zwar niedriger als zu Spitzenzeiten, liegen aber immer noch in der Nähe historischer Höchststände. Die Unternehmen haben bewiesen, dass sie das aktuelle Zinsumfeld verkraften und wachsen können. Daher sehen wir Potenzial für sehr attraktive risikobereinigte Renditen im Jahr 2025.
- Die Aufmerksamkeit der Anleger könnte sich wieder stärker auf die fundamentale Ertragslage der Unternehmen richten, da der Zinsschock hinter uns liegt und der Ausblick für die kommenden zwölf Monate weniger unsicher ist. Die Bewertungen werden weniger empfindlich auf Änderungen der Zinssätze reagieren als in den letzten zwei Jahren. Die höhere Bewertungssicherheit stößt einen positiven Kreislauf an, da mehr Gewinnrealisierungen zu höheren Zusagen von privatem Kapital und einem höheren Kapitaleinsatz führen dürften. In Verbindung mit einem soliden BIP-Wachstum in den USA schafft dies gute Grundlagen für Anlagen in Private Capital. Damit könnte 2025 in Bezug auf die erzielbaren Renditen und laufenden Erträge zu einem bemerkenswerten Anlagejahr werden.
- Das Zinsumfeld hat Schwachstellen in Portfolios von Managern mit einem weniger disziplinierten Ansatz aufgedeckt und so zu einer größeren Performance-streuung geführt. Die Ausfallquoten in der Branche sind jedoch nach wie vor sehr niedrig, und wir glauben, dass sich große, disziplinierte Manager weiterhin von der Masse abheben werden.

**Abb. 3: Im neuen Umfeld höherer Zinsen werden die Kreditnehmer weiter unter Druck stehen**

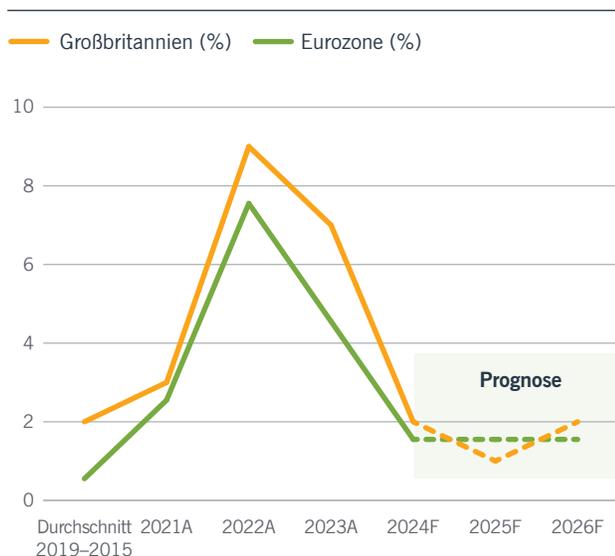
Szenarien für die Entwicklung des US-Leitzinses (Fed Funds Target Rate) – Obergrenze (%)



Quelle: Bloomberg. Stand der Erwartungen am Jahresende 2023: 29. Dezember 2023; Stand der Fed Funds Futures Daten vor der Zinssenkung: 17. September 2024; Stand der Fed Funds Futures Daten vor der US-Wahl: 4. November 2024; Stand der aktuellen Fed Funds Futures Daten: 25. November 2024.

- **Europa:** Am europäischen Direct-Lending-Markt stehen die Zeichen im Jahr 2025 auf Optimismus. Auch wenn sich einige europäische Volkswirtschaften nicht im Wachstumsmodus befinden und die geopolitische Lage prekär bleibt, dürfte das Umfeld in den nächsten Quartalen von einem stagnierenden oder schwachen Wachstum geprägt sein.
- Da der Schwerpunkt im Direct-Lending-Bereich auf defensiven/nicht-zyklischen Branchen liegt, ist die Anlageklasse nicht von einem sehr starken BIP-Wachstum abhängig. Für eine solide Portfolioentwicklung und rege Transaktionstätigkeit reicht auch ein langsames und beständiges Wachstum aus.
- Eine nachlassende Inflation wird den Ertragsdruck der Emittenten mindern und sinkende Zinsen dürften sich positiv auf die Cashflows auswirken (Abbildungen 4 und 5).
- Obwohl Zinssenkungen die Renditen schmälern werden, bleibt das Senior-Loan-Segment attraktiv, da dies durch Vorfälligkeitsentschädigungen und Credit Spreads kompensiert werden dürfte.
- Für den Anlageerfolg im Direct-Lending-Bereich wird es im Jahr 2025 mehr denn je eines fundierten Marktverständnisses bedürfen. An den zugrunde liegenden Risiken wird sich vermutlich wenig ändern. So dürften die erwarteten Ausfall- und Verlustraten im Fokus stehen, in unserem Portfolio aber begrenzt bleiben. In dieser Hinsicht zählt sich unser Anlageschwerpunkt aus: nichtzyklische, defensive Sektoren mit Unternehmen, die ein EBITDA von 50 Mio. € bis 100 Mio. € erwirtschaften – der Upper Middle Market.

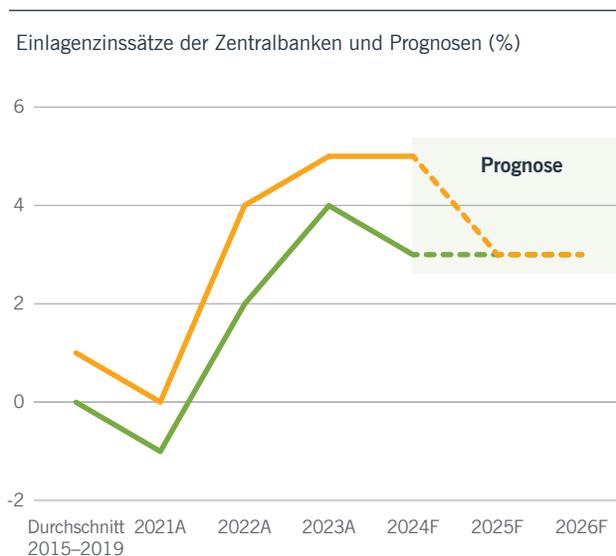
**Abb. 4: Mittelfristiger Rückgang der Kerninflation erwartet**



Quelle: Bloomberg, Stand: 1. Nov. 2024.

- Wir sehen zwei wesentliche Marktentwicklungen.
  - Die erste ist die anhaltende Kluft zwischen dem Small-Cap-Markt und dem Upper Middle Market. Um im Upper Middle Market zu investieren, benötigen Private-Debt-Fonds ein Fondsvolumen von 10 Mrd. € oder mehr. Damit qualifiziert sich nur eine Minderheit der General Partner (GPs) für diesen Markt, was den Wettbewerb begrenzt. Ganz anders sieht es im Small-Cap-Segment aus: Hier kann jeder Private-Debt-Fonds investieren und es herrscht ein scharfer Wettbewerb. In diesem polarisierten Umfeld bieten sich im Upper Middle Market weiterhin attraktive Anlagemöglichkeiten. Für viele weniger kapitalstarke Fonds bleibt der Markteintritt schwierig. Auch das Kreditrisiko ist im Upper Middle Market geringer, da dieser Markt nur von etablierten Kreditnehmern angezapft wird und größere Unternehmen weniger von Zahlungsausfällen betroffen sind. Durch diese Zerteilung bieten sich herausragende Bedingungen für GPs, die im Upper Middle Market aktiv sind.
  - Der zweite Schwerpunkt sind Impact-Strategien, ein Bereich, der für Anleger weiter an Bedeutung gewinnt. Wir sind der Ansicht, dass ein Engagement im Direct-Lending-Bereich potenziell auch zu den Impact-Zielen von Investoren beitragen kann. Bei den Kreditnehmern ist ebenfalls eine größere Nachfrage nach Krediten mit einer spezifischen Nachhaltigkeitswirkung zu beobachten. Insgesamt dürften sich durch Impact-Strategien im Zuge der weiteren Entwicklung der Anlageklasse daher neue Optionen eröffnen.

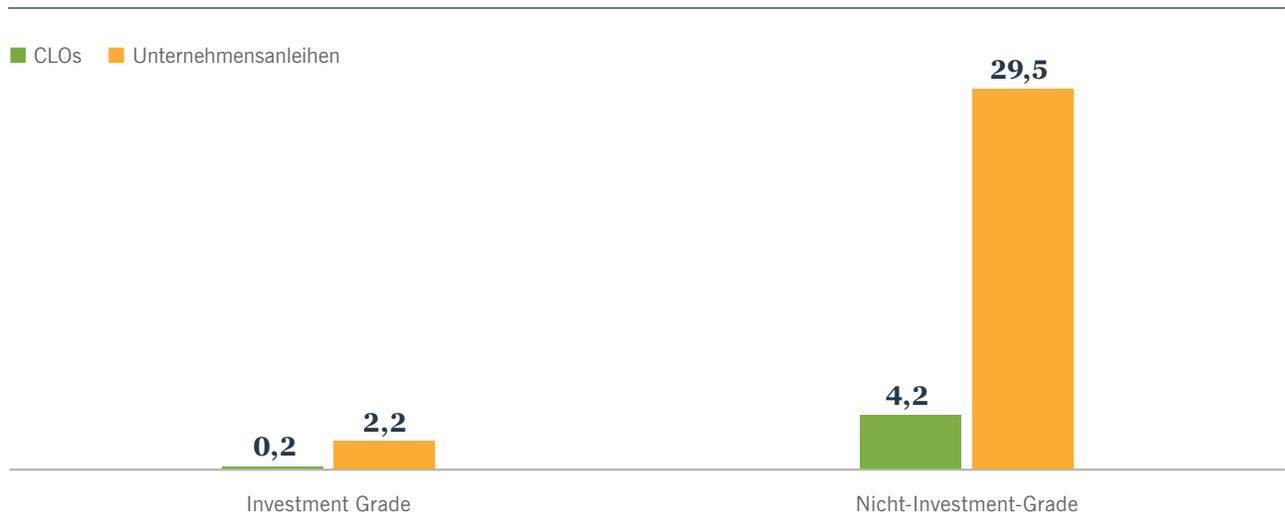
**Abb. 5: Längerfristig höhere Zinsen**



## Collateralized Loan Obligations (CLOs)

- Das Volumen der Neuemissionen von Senior Loans ist 2024 gesunken, da die M&A-Aktivitäten in einem von höheren Zinsen geprägten Umfeld verhalten blieben. Dadurch mussten CLOs ihre Sicherheiten am Sekundärmarkt erwerben, was zu steigenden Loan-Preisen beitrug. Mit dem Rückgang der Zinsen und der Aussicht auf neue Weichenstellungen in der Fiskal- und Regulierungspolitik nach den Wahlen in den USA wird jedoch erwartet, dass die Risikobereitschaft und die M&A-Aktivitäten zunehmen und im Jahresverlauf 2025 zu neuen Loan-Emissionen führen werden. Diese Kombination aus Neuemissionen und anhaltenden Chancen am Sekundärmarkt sollte für ein ausgewogenes Angebotsprofil sorgen, das CLOs in Form solider Renditeaufschläge zugutekommen könnte.
- Trotz einer rückläufigen Kreditvergabe erlebte der CLO-Markt im Jahr 2024 einen Boom, angetrieben von robusten Reset- und Refinanzierungsaktivitäten. Durch die rückläufigen Spreads der CLO-Verbindlichkeiten konnten die Finanzierungskosten von in Vorjahren durchgeführten Transaktionen reduziert werden. Das Emissionsvolumen von US-CLOs, die durch breit syndizierte Kredite gedeckt werden, belief sich im Jahr 2024 auf insgesamt 429 Mrd. US-Dollar und übertraf damit den bisherigen Rekordwert des Jahres 2021 (381 Mrd. US-Dollar). Sowohl das Neuemissionsvolumen (163 Mrd. US-Dollar im Jahr 2024 gegenüber 161 Mrd. US-Dollar im Jahr 2021) als auch das Volumen der Reset-/Refinanzierungstransaktionen (266 Mrd. US-Dollar im Jahr 2024 gegenüber 219 Mrd. US-Dollar im Jahr 2021) übertrafen die Werte des Rekordjahres 2021.<sup>1</sup>
- Als langfristige Anlageklasse, für die keine Bewertung zum Marktpreis (mark-to-market) erfolgt, passen CLOs sehr gut zur aktuellen Marktdynamik. Die Spreads von CLO-Verbindlichkeiten haben sich 2024 verengt, ein Trend, der sich fortsetzen dürfte. Dadurch sollten die Finanzierungsgrundlagen für CLO Equity im Jahr 2025 attraktiv sein. In Verbindung mit einem aktiven Portfoliomanagement ist CLO Equity durch die gesicherte günstige Finanzierungsgrundlage ideal positioniert, um von einer zukünftigen Marktvolatilität zu profitieren. Durch die Liquidität der zugrunde liegenden Forderungsportfolios gibt es einen größeren Spielraum für eine Umschichtung in attraktiv bepreiste Kredite oder den Ausstieg aus Positionen in Emittenten, bei denen sich eine Notlage abzeichnet. Darüber hinaus sollten die Zinssenkungen des Jahres 2024 bonitätsschwächeren Kreditnehmern einfacheren Zugang zum Kapitalmarkt ermöglichen und so Ausfälle und Herabstufungen reduzieren, auch wenn nicht alle Unternehmen davon profitieren werden.
- Das Wachstum des CLO-Marktes wird sich fortsetzen, da die Anlageklasse mit ihrem Potenzial für höhere Renditen und eine bessere Portfoliodiversifikation immer mehr Anleger anzieht. CLOs haben sich bereits in unterschiedlichen Marktzyklen bewährt und als attraktive Ergänzung zu anderen alternativen Anlageklassen und traditionellen Festzinsanlagen etabliert. Dabei bietet die CLO-Kapitalstruktur Anlegern aller Art verschiedene Optionen entlang des Risiko-Ertrags-Spektrums.

Abb. 6: Relativ niedrige CLO-Ausfallraten (%)



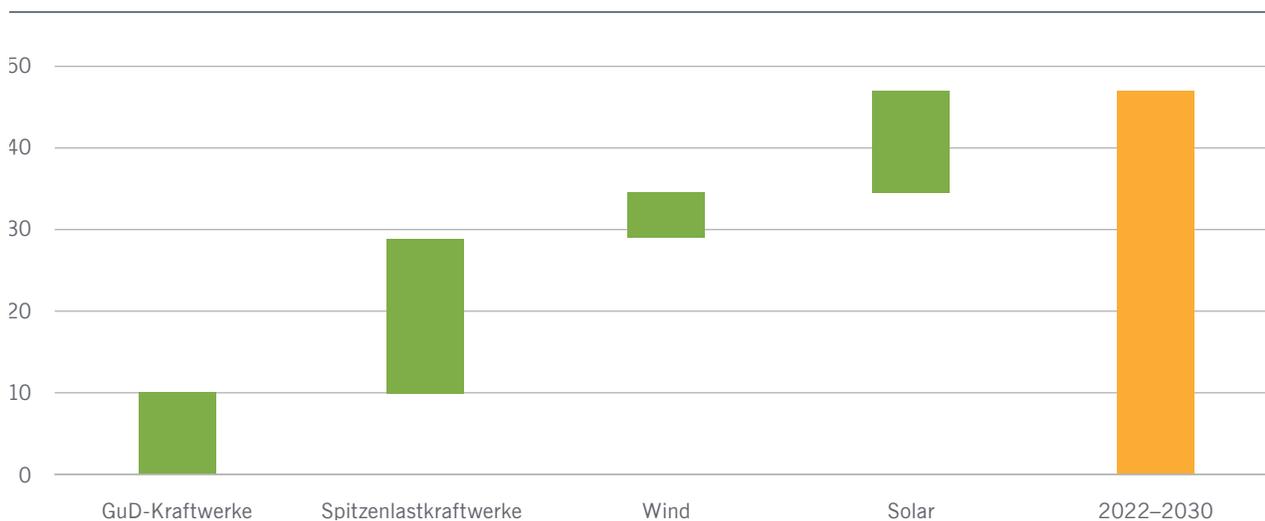
Quellen: Unternehmensanleihen: 10-Jahres-Durchschnitt der kumulierten globalen emittentengewichteten Ausfallrate nach alphanumerischem Rating, 1998-2023 aus Moody's „Default Trends – Global: Annual default study: Corporate default rate to moderate in 2024 but remain near its long-term average“; CLOs: US-CLOs, 10-Jahres-Durchschnitt der unbereinigten kumulierten Verlustraten (WR) nach ursprünglichem Rating, 1993-2023 aus Moody's „Impairment and loss rates of global CLOs: 1993-2023“

## Energy Infrastructure Credit

- Energy Infrastructure Credit profitiert weiterhin vom Megatrend des enormen Stromhunders der USA. Schätzungen zufolge wird der Strombedarf in den USA im Zeitraum 2022–2030 um 2,4 % pro Jahr steigen, verglichen mit 0,1 % in den Jahren 2011–2021.<sup>2</sup> Hauptverantwortlich dafür sind die extrem energieintensiven generativen KI-Anwendungen und Rechenzentren sowie die Rückverlagerung der Produktion energieintensiver Industrien wie Halbleiter und Großbatterien. Beispielsweise wird geschätzt, dass die Halbleiterfabrik von Micron im Bundesstaat New York nach der vollen Inbetriebnahme so viel Strom verbrauchen wird wie die Bundesstaaten Vermont und New Hampshire zusammen.<sup>3</sup>
- Ein wesentlicher Faktor für den Anstieg des Strombedarfs waren die Dekarbonisierungsbemühungen und Netto-Null-Verpflichtungen, die eine Energieerzeugung aus erneuerbaren Quellen unterstützen. Da diese jedoch von Natur aus schwankend sind, dürfte die Nachfrage nach Energiespeichern zur Ergänzung bestehender und neuer Erneuerbaren-Anlagen steigen. Darüber hinaus liegen die Kosten für die Solarstromerzeugung mit vierstündiger Kurzzeitspeicherung inzwischen gleichauf mit der Stromerzeugung aus Gas. Das erhöht die Nachfrage nach dieser Lösung.<sup>4</sup> Aufgrund der zuverlässigen, für Rechenzentren unerlässlichen Rund-um-die-Uhr-Verfügbarkeit der konventionellen Stromversorgung dürfte die Nachfrage nach Gaskraftwerken genauso steigen wie die nach Erneuerbaren-Anlagen und Energiespeichern. Für eine verlässliche Energieversorgung wird ein Ansatz erforderlich sein, der alle genannten Lösungen kombiniert. Parallel dazu hat sich die Energieeffizienz zu einem vielversprechenden Anlagensegment entwickelt, das von steigenden Strompreisen profitieren dürfte.

- Was die politische Ebene angeht, dürfte sich die von US-Präsident Trump angekündigte Aufhebung von Emissionsbeschränkungen positiv auf die traditionelle Stromerzeugung auswirken, da geringere regulatorische Auflagen die Betriebskosten senken. Darüber hinaus will Trump die Öl- und Gasproduktion sowie den Export von Flüssigerdgas massiv ausweiten. Dementsprechend dürften diese Sektoren unter der neuen US-Regierung von Rückenwind profitieren. Außerhalb der konventionellen Energieindustrie wird erwartet, dass sich der designierte US-Innenminister Doug Burgum für Biokraftstoffe, Kohlenstoffabscheidung und netzgekoppelte Batteriespeichersysteme einsetzen wird, um den gestiegenen Strombedarf von Rechenzentren und der heimischen Industrie zu decken. Der designierte US-Energieminister Chris Wright wird voraussichtlich die Kernenergie und Geothermie unterstützen.
- Seit 2021 wurden 161 Mrd. US-Dollar von insgesamt 200 Mrd. US-Dollar an Investitionen in die Saubere-Energie-Infrastruktur in republikanischen Wahlkreisen getätigt. Diese Projekte gehen zwar weitgehend auf den „Inflation Reduction Act“ (IRA) zurück, haben jedoch Arbeitsplätze in diesen Bezirken geschaffen und die lokale Wirtschaft gestärkt. Daher hält EIC eine vollständige Aufhebung des IRA, die die Unterstützung der Republikaner erfordern würde, für unwahrscheinlich.<sup>5,6</sup>
- Die EIC-Investitionsplattform zielt bewusst auf nachhaltige Infrastruktur und Energiesicherheit ab und ermöglicht es EIC, in die Energie- und Infrastrukturkredite mit dem attraktivsten Risiko-Ertrags-Profil zu investieren. Das EIC-Team verfügt über jahrzehntelange Erfahrung mit Investitionen in Energie- und Infrastrukturkredite. Dadurch hat EIC auch durch strukturelle Veränderungen wie Regierungswechsel, politische Neuausrichtungen, Rohstoffpreiszyklen und eine sich verändernde Energietechnologielandschaft hinweg erfolgreich investiert. Wir glauben, dass EIC angesichts des anhaltenden Anstiegs des Energiebedarfs in einem sich verändernden Umfeld gut aufgestellt ist, um unter unterschiedlichsten künftigen Anlagebedingungen gute Ergebnisse zu erzielen.

Abb. 7: Ca. 47 GW zusätzliche Kapazität zur Deckung des Strombedarfs von Rechenzentren



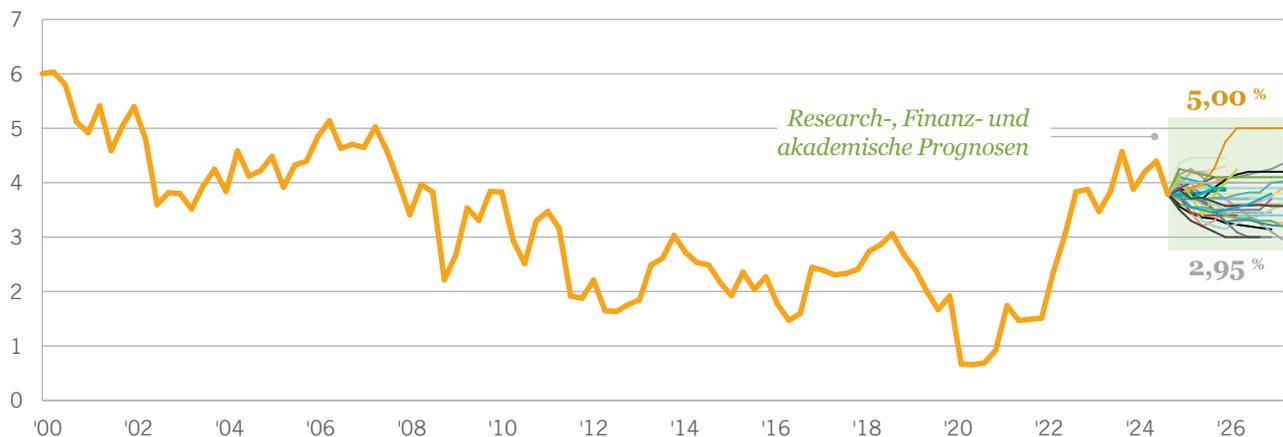
Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research.

## Real Estate Debt

- Die Unsicherheit über den Inflations- und Zinsausblick hat die Immobilienbewertungen in den USA in den letzten Quartalen massiv gedrückt. Ein Großteil der Wertschwankungen am Immobilienmarkt ist auf die Auswirkungen der höheren Zinsen auf die Kapitalisierungszinssätze von Immobilien ab 2022 zurückzuführen. In Europa zeigte sich das gleiche Bild, da die höheren Zinsen auf die Immobilienbewertungen drückten und einen Markteinstieg sowohl auf der Fremdkapital- als auch auf der Eigenkapitalseite weniger attraktiv machten. Wir glauben, dass das Schlimmste jetzt hinter uns liegt.
  - In den USA und Europa sind weitere Zinssenkungen wahrscheinlich. Ermutigt durch die Stabilisierung des Immobilienmarktes nach mehreren sehr unsicheren Jahren dürften die Kreditnehmer den Markt wieder in größerem Umfang anzapfen. Mit der Aussicht auf eine Erholung des Marktes nach weitgehend überstandener Korrektur sollten sich attraktive Einstiegschancen eröffnen. Die Frage ist nicht, ob, sondern wann die Käufer an den Markt zurückkehren.
  - Die langfristigen Zinssätze pendeln sich wieder in der Nähe der historischen Norm ein (Abbildung 8). Der höhere Basiszinssatz bedeutet, dass Real Estate Debt-Investoren an der Schwelle zu diesem neuen Immobilienzyklus gut positioniert sein dürften, um höhere Renditen bei einem geringeren Risiko zu erzielen.
  - Der Real Estate Debt-Markt wird vermutlich noch länger im „Risk-off“-Modus bleiben, wodurch die Kreditqualität im Fokus stehen dürfte.
- Im Vorfeld dieses neuen Immobilienzyklus haben sich die verschiedenen Sektoren unterschiedlich entwickelt. Der Büroimmobiliensektor wird weiter durch Faktoren wie die Auswirkungen der Pandemie beeinflusst. In den vergangenen zwei Jahren haben sich die Wachstumsschwerpunkte an den Immobilienmärkten verschoben und verschiedene Themen haben ganz neue Auswirkungen auf die unterschiedlichen Sektoren und Regionen.
- Wir bevorzugen weiterhin Sektoren mit langfristigem strukturellem Rückenwind. Ein Beispiel sind Studentenunterkünfte in Australien, die von der zunehmend wohlhabenden und jungen Bevölkerung der Länder in der Region profitieren dürften. Eine ähnlich gute Entwicklung erwarten wir bei europäischen Studentenunterkünften aufgrund des Ungleichgewichts von Angebot und Nachfrage an diesem Markt. Selfstorage-Immobilien in Europa und den USA bleiben eine spannende alternative Anagemöglichkeit für Fremdkapitalinvestoren.
  - Trotz kurzfristiger Herausforderungen für US-amerikanische Logistikimmobilien halten wir diesen Sektor weiterhin für einen der interessantesten Märkte für Real Estate Debt-Investitionen. Obwohl stellenweise ein Überangebot zu sehen ist, geht die Neubautätigkeit in allen wichtigen Anlageklassen deutlich zurück, und der Sektor sollte von steigenden Bewertungen profitieren können. Daneben zeichnet sich auch der Multifamily-Sektor weiterhin durch eine hohe Stabilität und starke Nachfrage aus.
  - Zusammenfassend halten wir dies für ein gutes Anlagejahr für Real Estate Debt-Investoren, unterstützt durch attraktive Fundamentaldaten in mehreren der genannten Sektoren und die insgesamt höheren Basiszinssätze.

Abb. 8: Vorbei mit „längerfristig niedriger“

Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe und professionelle Zinsprognosen (%)



Quelle: Bloomberg, Stand: 1. Nov. 2024

## Commercial Property Assessed Clean Energy (C-PACE)

- C-PACE entwickelt sich als Anlageklasse weiter und eröffnet neue Möglichkeiten für Investoren und Kreditnehmer. Während die Volatilität die Immobilienaktivitäten im Jahr 2024 dämpfte, zeichnete sich der C-PACE-Markt durch eine Liquiditätsverknappung aus und bot Immobilieneigentümern und -entwicklern einen flexiblen alternativen Finanzierungsmechanismus. C-PACE-Kredite bieten Immobilieneigentümern eine attraktive Möglichkeit zur Finanzierung von Energieeffizienzmaßnahmen. C-PACE-Investoren profitieren von der strukturellen Seniorität dieser Kredite und der Möglichkeit, in saubere Energie zu investieren und eine positive Wirkung zu generieren. 2024 war ein Rekordjahr für die Darlehensvergabe und Kapitalaufnahme (Abbildung 9), was auf das anhaltende Interesse der Investoren an den einzigartigen strukturellen Vorteilen der Anlageklasse wie der vorrangigen Positionierung von C-PACE-Darlehen innerhalb der Kapitalstruktur zurückzuführen ist.
- Die Resilienz von C-PACE ermöglichte es Nuveen Green Capital (NGC), im Jahr 2024 einen antizyklischen Ansatz zu verfolgen und so neue Märkte zu erschließen und neue Partnerschaften einzugehen. Ein weiterer attraktiver Aspekt von C-PACE ist die Abschirmung der Anlageklasse gegenüber der nationalen Politik: Da C-PACE-Programme auf staatlicher oder kommunaler Ebene eingerichtet und verwaltet werden, unterliegen sie nicht der Bundesaufsicht.

Außerdem wird der C-PACE-Mechanismus weiterhin von beiden großen Parteien als Mittel zur Förderung der wirtschaftlichen Entwicklung geschätzt, da die finanzierten Projekte bis dato unter anderem mehr als 49.000 Arbeitsplätze geschaffen haben.<sup>7</sup>

- Angesichts strengerer Vorgaben zur Energieeffizienz und den Gebäudeemissionen in einigen Städten und Bundesstaaten bietet C-PACE Immobilieneigentümern und -entwicklern eine attraktive Möglichkeit, neue Gebäudestandards zu erfüllen, und Investoren einen einfacheren Ansatz, um ihre umweltbezogenen und sozialen Wirkungsziele zu erreichen.
- Die zunehmende Häufung klimabedingter Katastrophen in den USA macht klimaresiliente Immobilien noch wichtiger. Wir beobachten eine steigende Nachfrage nach C-PACE zur Finanzierung von Maßnahmen zur Vorbereitung auf Extremwetter und Erdbeben – zum Beispiel durch Lösungen für hurrikansichere Gebäude in Florida, erdbebensichere Gebäude in Kalifornien oder wassersparende Gebäude in Texas.
- Vor dem Hintergrund des schnell wachsenden C-PACE-Marktes konzentrieren wir uns auf eine gute Abwägung von Neukreditvergabe und Portfoliorisiko. Dazu stellen wir sicher, dass die Kreditbedingungen für Kreditnehmer akzeptabel sind, aber auch für Kreditgeber und ihre Investoren attraktiv bleiben. Außerdem muss der Fortschritt von Bauprojekten angemessen überwacht werden, um Verzögerungen beim Bau zu vermeiden. Durch hohe Investitionen in seine Underwriting-, Credit-, Asset Management- und Special Servicing-Teams hat NGC der Volatilität der Immobilien- und Kapitalmärkte in den letzten Jahren erfolgreich standhalten können.

**Abb. 9: 2024 war ein Rekordjahr für die Neukreditvergabe und Kapitalaufnahme**

Durchschnittliches Transaktionsvolumen (Mio. USD)



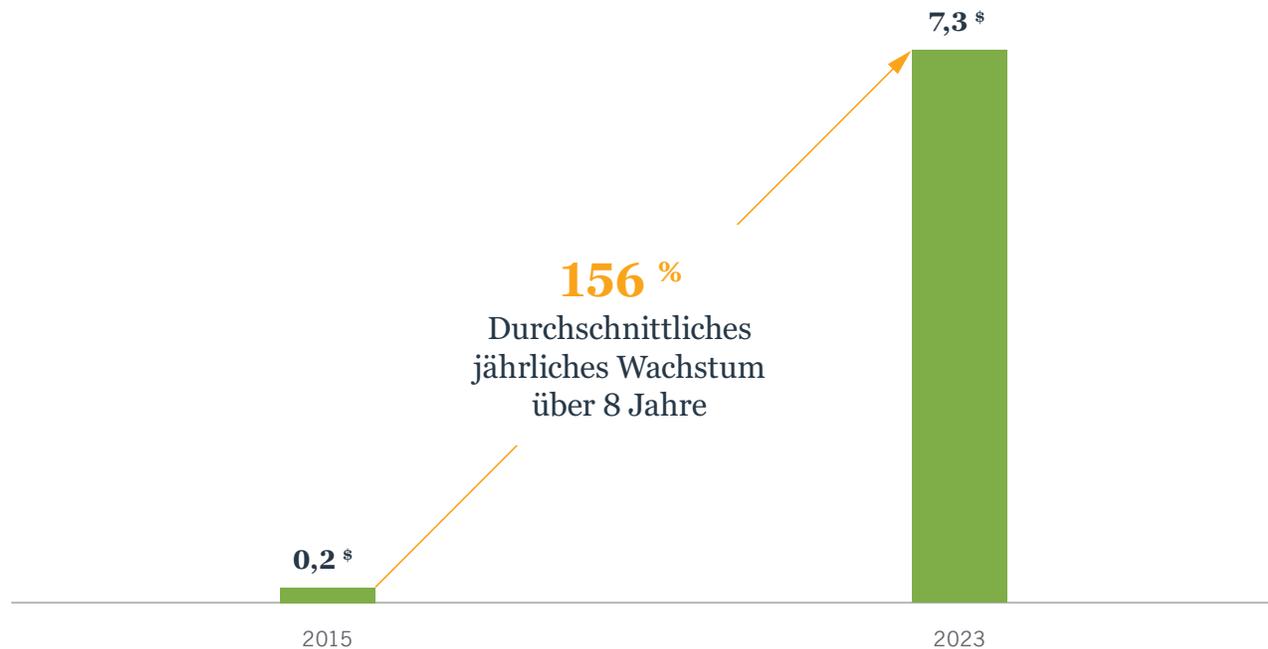
Quelle: Nuveen, bezieht sich auf das Nuveen Green Capital Portfolio mit Stand 30. Nov. 2024.

## Alternative Credit Insights H1 2025

- NGC ist weiterhin in einer starken Position, um Herausforderungen und Chancen am Markt zu erkennen und schnell auf eine sich verändernde Dynamik zu reagieren.
- Für 2025 und die nächsten Jahre zeichnet sich ein besseres makroökonomisches Umfeld für Immobilienentwickler ab. Die Kreditnehmer werden sich bemühen, strengere Vorschriften zu erfüllen und von der Nachfrage der Endnutzer nach Immobilien mit einer besseren Gebäudeleistung und Resilienz zu profitieren. Dadurch dürfte sich die Neubautätigkeit beschleunigen.
  - C-PACE ist eine echte Wachstumsstory (Abbildung 10). Neben diesem Narrativ beschleunigen politische Entwicklungen, der Klimawandel und weitere gesellschaftlich relevante Themen die Expansion von C-PACE weiter. Diese Faktoren dürften sich in den kommenden Jahren noch verstärken. Im Zuge des anhaltenden Wachstums der Märkte bleibt C-PACE ein guter Lösungsansatz für Kreditnehmer und Investoren.

**Abb. 10: Das Wachstum des C-PACE-Marktes beschleunigt sich**

Kumulierte Darlehensvergabe (Mrd. USD)



Quelle: Kumulierte C-PACE-Darlehensvergaben nach Angaben der PACE Alliance, Stand: 31. Dez. 2023.

## Investment Grade Private Credit

- Der Markt für Investment Grade Private Credit (IGPC) entwickelt sich weiter, obwohl IGPC bereits zu den reifsten alternativen Kreditklassen zählt. IGPC hat über Jahrzehnte hinweg attraktive Renditen und Verwertungsquoten erzielt und bietet eine effektive, marktzyklusübergreifende Diversifizierung gegenüber börsennotierten Kreditanlagen.
- Die Tatsache, dass es sich bei IGPC überwiegend um festverzinsliche Kredite handelt, schützt Anleger vor einem Großteil der potenziellen negativen Auswirkungen eines Zinssenkungszyklus auf die Rendite. Mit dem Rückgang der Zinssätze sinken in der Regel auch die All-in Yields. Wenn diese Kompression jedoch in einem rezessionären Umfeld stattfindet, dürften sich die Spreads ausweiten, sodass sich die Gesamtverzinsung im Laufe der Zeit stabilisiert (Abbildung 11).
- Eine Rezession oder Wachstumsabschwächung wird sich wahrscheinlich nicht wesentlich auf IGPC auswirken. Die Kreditvergabe an den privaten Märkten wächst über alle Sektoren hinweg und die solide Transaktionstätigkeit dürfte auch im Jahr 2025 anhalten. Die Kreditgeber dürften selektiver vorgehen, was die Qualität der Kredite und das Underwriting angeht, um Kreditnehmer zu identifizieren, die auch wirklich in der Lage sein werden, ihre Kredite zurückzuzahlen.
- Ein weiterer Vorteil des privaten Marktes für forderungsbesicherte Wertpapiere (ABS) ist das Kapitalvakuum, das durch die anhaltenden Beschränkungen der Banken bei der Kreditvergabe entsteht. Diese Beschränkungen haben zu einer erheblichen Kreditlücke geführt, wodurch alternative Kreditgeber stärker in den Fokus gerückt sind. Der Zustrom neuer Transaktionsmöglichkeiten am privaten ABS-Markt hat neue Investoren angezogen. So versuchen insbesondere Versicherungsanleger, vom neuen Zinsumfeld der letzten Jahre zu profitieren und dabei weiter die Vorteile der privaten Märkte zu nutzen. Kreditgeber wie Nuveen, die über mehr als 50 Jahre Erfahrung mit IGPC verfügen, wissen, dass Markttransaktionen auf guten Beziehungen basieren, die einen attraktiven Dealflow und eine starke Performance generieren können. Neue Investoren an diesem Markt, die mit erfahrenen Kreditgebern zusammenarbeiten, sind gut aufgestellt für den Anlageerfolg in dieser Anlageklasse mit ihren besonderen Chancen und Herausforderungen.

**Abb. 11: Hoher relativer Gesamtwert, strukturelle Absicherung trotz Spreadausweitung gegenüber öffentlichen Märkten und hohe Nachfrage**

Renditeaufschlag gegenüber börsennotierten Anleihen mit A-Rating, Stand 30. Sept. 2024

|                                |  |                |
|--------------------------------|--|----------------|
| <b>Unternehmensanleihen</b>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Nicht-öffentliche Emissionen</li> <li>• Ausgegeben von privaten Unternehmen oder kleinen bis mittelgroßen börsennotierten Unternehmen</li> </ul>    | <b>121 Bps</b> |
| <b>Credit Tenant Loans</b>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Non-Recourse-Kredite</li> <li>• Besichert durch Immobilien oder Sachanlagen</li> <li>• Zahlungsstrom aus der Vermietung an Einzelmietler</li> </ul> | <b>120 Bps</b> |
| <b>Asset-Backed Securities</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• In der Regel regresslos</li> <li>• Besichert durch einen Pool von Krediten, Leasingverträgen oder Forderungen</li> </ul>                            | <b>235 Bps</b> |
| <b>Infrastructure Debt</b>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Regresslos und mit begrenztem Rückgriffsrecht</li> <li>• Vorrangig besicherte Schuldtitel</li> </ul>  | <b>133 Bps</b> |

Quelle: Bloomberg und Nuveen, Stand: 30. Sept. 2024. Der Renditeaufschlag von Privatkrediten wird als Renditeaufschlag von Nuveen-Kreditvergaben über dem Spread des Single A US Corp Index (COA3) berechnet.

”

**Kreditgeber wie Nuveen mit langjähriger Erfahrung im Alternative-Credit-Bereich wissen, dass Markttransaktionen auf guten Beziehungen basieren, die einen attraktiven Dealflow und eine starke Performance generieren können. Neue Investoren an diesem Markt, die mit erfahrenen Kreditgebern zusammenarbeiten, sind gut aufgestellt für den Anlageerfolg in dieser Anlageklasse mit ihren besonderen Chancen und Herausforderungen.**

## **Partnerschaften für zukunftsgerichtete Investitionen**

*Wir investieren in das gesamte Spektrum alternativer Kreditprodukte, um Portfolios zu diversifizieren, sie widerstandsfähiger gegen Marktschwankungen zu machen und die Rendite durch prognostizierbare Cashflows zu stärken. Durch diese Investitionen bieten wir Anlegern Zugang zu nachhaltigen und traditionellen Kreditlösungen, mit denen sie das Wachstum von Unternehmen finanzieren und die Energiewende vorantreiben können.*

Weitere Informationen finden Sie unter [nuveen.com/alternativecredit](https://nuveen.com/alternativecredit).

### Fußnoten

- 1 J.P. Morgan: „CLO Weekly New Issue Datasheet“, Stand: 6. Jan. 2025.
- 2 U.S. Energy Information Administration und Goldman Sachs Global Investment Research
- 3 Syracuse.com: „Micron project moves forward as National Grid files plans for extra-high-voltage lines“, März 2024, <https://www.syracuse.com/business/2024/03/micron-project-moves-forward-as-national-grid-files-plans-for-extra-high-voltage-lines.html&subscribed=g%E2%80%A6>. Abgerufen am 2. Jan. 2025
- 4 Lazard (Juni 2024): LCOE+
- 5 Bloomberg (20. Juni 2024): Biden Is Giving Red Districts an Inconvenient Gift: Green Jobs
- 6 Die Analyse wurde vor der Wahl 2024 abgeschlossen und basiert auf den Wahlergebnissen von 2020.
- 7 Stand der Daten ist Januar 2025. Grundlage für die Berechnung ist die Anzahl der Arbeitsplätze je 1 Million US-Dollar Umsatz nach Sektoren gemäß American Council for an Energy-Efficient Economy ([www.aceee.org/files/pdf/fact-sheet/ee-job-creation.pdf](http://www.aceee.org/files/pdf/fact-sheet/ee-job-creation.pdf)), und mit dem von Nuveen Green Capital aktiv verwalteten Vermögen aufgerechnet.

### Wichtige Hinweise

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für die Zukunft.

Diese Unterlagen werden ausschließlich für die Verwendung in privaten Besprechungen zur Verfügung gestellt und dienen ausschließlich Informations- und Gesprächszwecken. Diese Unterlagen sind nur für die Verwendung durch die vorgesehene Zielgruppe bestimmt und dürfen nur an Personen weitergegeben werden, an die sie rechtmäßig verteilt werden dürfen. Personen, die nicht unter diese Beschreibungen fallen, dürfen nicht auf der Grundlage der in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen handeln. Jede für die Weiterleitung dieser Unterlagen an Dritte verantwortliche Stelle übernimmt die Verantwortung für die Einhaltung der örtlichen Gesetze, insbesondere der für die Werbung von Finanzprodukten geltenden Vorschriften. Die in diesen Unterlagen dargestellten Informationen gelten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als im Wesentlichen korrekt, jedoch wird keine (ausdrückliche oder stillschweigende) Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen gegeben. Die Daten wurden als zuverlässig erachteten Quellen entnommen; diese Quellen können jedoch die Richtigkeit dieser Daten nicht garantieren. Die hierin enthaltenen Aussagen spiegeln die Meinungen zum Zeitpunkt der Erstellung wider und können ohne weitere Ankündigung geändert werden. Keine der in diesen Unterlagen enthaltenen Aussagen ist oder soll als Versprechen oder Darstellung in Bezug auf die Vergangenheit oder Zukunft gewertet werden. Dieses Dokument stellt weder einen Prospekt noch ein Angebot an die Öffentlichkeit dar. Durch die Bereitstellung dieser Unterlagen wird nicht beabsichtigt, dass ein öffentliches Angebot oder Werbung für Anlagendienstleistungen oder Wertpapiere wirksam wird. Es ist weder dazu beabsichtigt, eine gezielte Anlageberatung zu erbringen, einschließlich, aber ohne Beschränkung auf, Anlage-, Finanz-, Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung, noch Empfehlungen über die Eignung für einen bestimmten Anleger abzugeben. Nuveen Real Estate ist ein verbundenes Unternehmen von Nuveen, LLC („Nuveen“), der Investmentsparte von TIAA. Nuveen Real Estate ist ein Name, unter dem Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. Anlageprodukte und -dienstleistungen anbietet. Herausgegeben von Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. (RCS registriert unter der Nummer B-231052), amtlich eingetragen in Luxemburg mit dem eingetragenen Geschäftssitz 4A Rue Henri M Schnadt — 2530 Luxemburg, einem Unternehmen, das durch die luxemburger Finanzaufsichtsbehörde CSSF zugelassen ist, unter Aufsicht ebendieser Behörde Anlageprodukte und -dienstleistungen anzubieten. Hinsichtlich Aktivitäten in Deutschland unterliegt die deutsche Niederlassung Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

# nuveen

A TIAA Company