Folgen Sie uns auf LinkedIn

Der Fonds Analyst

Professionelle Investmentstrategien mit den weltweit besten Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds
Eine Publikation der Greiff Research Institut GmbH

Nr. 24 vom 23. November 2026
Erscheinungsweise: 14-tägig
26. Jahrgang

Anleihen: Endlich wieder Zinsen – aber keine einfache Welt

Nach Jahren niedriger Zinsen sind Staatsanleihen wieder eine ernstzunehmende Ertragsquelle. Allerdings ist das Umfeld alles andere als einheitlich: Während einzelne Notenbanken ihre Leitzinsen senken, kämpfen andere noch mit hartnäckiger Inflation. Zugleich wachsen die Staatsschulden, und Anleger verlangen für lange Laufzeiten teils höhere Risikoprämien. Ein globaler Rentenfonds kann diese Unterschiede nutzen – sofern er nicht einfach nur auf eine breite Anleiherallye setzt. Genau hier setzt der **TBF FIXED INCOME (WKN A3E3YP)** an: Der Fonds kombiniert hochwertige Staats- und staatsnahe Anleihen mit ausgewählten Chancen in Schwellenländern und einem aktiven Währungsmanagement.

Der **TBF FIXED INCOME** wurde im Dezember 2022 zunächst in einer US-Dollar-Anteilklasse aufgelegt, die Euro-Tranche (WKN A3DV7F) folgte am 01. März 2023. Bei den unterschiedlichen Währungen handelt es sich nicht etwa um währungsgesicherte Tranchen, die Anteilsklassen werden lediglich in einer anderen Fondswährung notiert. Bei dem Ansatz handelt es sich um eine globale Staatsanleihenstrategie, die nicht an einer starren Ländergewichtung eines Index ausgerichtet ist.

TBF Global Asset Management – ein inhabergeführter Spezialist

Die TBF Global Asset Management GmbH ist seit ihrer Gründung im Jahr 2000 inhabergeführt und verwaltet rund zwei Milliarden Euro. Das deutsche Haus deckt neben Rentenstrategien auch Aktien, vermögensverwaltende Konzepte und Spezialthemen ab.

Handelnde Personen – mehr als 30 Jahre Erfahrung

Der Hauptverantwortliche im Rentenmanagement ist Roman Kostal, der seit mehr als 30 Jahren globale Renten- und Währungsportfolios steuert. Zu seinen beruflichen Stationen zählen Deutsche Asset Management, Oechsle, Eaton Vance und MainFirst. Unterstützt wird er von Michael Zanker, der seit rund fünf Jahren im Multi-Asset-Management tätig ist und sich auf entwickelte Märkte konzentriert. Kostals Schwerpunkt liegt auf Industrie- und Schwellenländern sowie Investment-Grade-Anleihen. Kostals bis 1998 zurückreichender erfolgreicher Track Record ist überzeugend; und nun will er diesen mit dem TBF-Fonds fortsetzen.



Anlagephilosophie – Chancen zwischen den Märkten

Der Ansatz folgt der Überzeugung, dass die weltweiten Zins- und Konjunkturzyklen selten synchron verlaufen. So können beispielsweise die Renditen in Brasilien sinken, während sich langfristige US-Renditen wegen steigender Staatsverschuldung hartnäckig halten. Auch Wechselkurse beeinflussen die Gesamtrendite erheblich. Das Management sucht daher nicht bloß die höchsten Kupons, sondern ein attraktives Verhältnis zwischen laufender Verzinsung, erwarteter Kursentwicklung, Bonität und Währungsrisiko. Entscheidend sind bei diesem Ansatz nicht starre Prognosen, sondern ein disziplinierter, datenbasierter Prozess und die Bereitschaft, sich von der Benchmark zu lösen.

Investmentprozess – Länderscoring und konzentrierte Überzeugungen

Ausgangspunkt ist ein Länderscoring für das globale Universum von rund 135 Staaten. Nach Bonitätsprüfung bleiben ungefähr 65 Länder mit mindestens Investment-Grade-Rating übrig, im Fokus stehen dabei Hartwährungsanleihen von OECD-Staaten. Zur Beimischung sind bis zu 10 % Hochzinsanleihen mit einem Rating von mindestens B- beziehungsweise Anleihen von Nicht-OECD-Staaten möglich. Investierbar sind neben Staatsanleihen auch supranationale Emittenten, Agenturen und Staatsunternehmen. Die Beimischung erweitert das Chancenuniversum. Dass das Universum breit ist, bedeutet nicht, dass alle verfügbaren Märkte gleich stark vertreten sein müssen: Kostal setzt ausdrücklich auf ausgewählte Überzeugungen statt auf möglichst viele kleine Positionen. Im nächsten Schritt entscheidet das Team über Länder, Laufzeiten und Währungen.

Der Ansatz verlangt klare Risikodisziplin: Eine hohe Rendite kann auf berechtigte Sorgen über Inflation, Haushaltslage oder Zahlungsfähigkeit hinweisen. Besonders bei lokalen Schwellenländeranleihen können Währungsverluste einen vermeintlich attraktiven Zinsvorsprung rasch zunichtemachen. Die aktive Steuerung ist damit sowohl die zentrale Stärke als auch die wesentliche Quelle möglicher Fehlentscheidungen.

Wichtiger Hinweis: Zu möglichen Risiken und Interessenkonflikten bei den vorgestellten Anlagen beachten Sie bitte unseren Disclaimer auf der letzten Seite und unter www.derfondsanalyst.de

Greiff Research Institut GmbH
Munzinger Straße 5a
D-79111 Freiburg im Breisgau
Fax +49 761 76 76 95-59

www.derfondsanalyst.de
info@greiff-research.de
Tel. +49 761 76 76 95-0

Die Portfoliosteuerung verbindet zwei Ebenen: Strategisch geht es unter anderem um die Frage, welche Volkswirtschaften bei Inflation, Wachstum, Staatsfinanzen und Geldpolitik die attraktivsten Ausgangsbedingungen bieten. Themen wie Energiesouveränität, Rohstoffe für die Energietransformation sowie Nearshoring spielen hier auch eine Rolle. Taktisch kommt es unter anderem darauf an, wie viel dieser positiven Erwartungen bereits in den Kursen enthalten ist. Die aktive Bewirtschaftung der Duration, Währung, der Zinskurve und die Berücksichtigung einer Spread-Einengung gehören ebenfalls zur taktischen Allokation.

Eine Staatsanleihe mit hohem Kupon ist nicht automatisch günstig, wenn ihr Emittent stark steigende Refinanzierungskosten oder eine Währungsabwertung verkraften muss. Umgekehrt kann ein Markt mit niedrigeren Renditen interessant sein, wenn sich die Inflation schneller abschwächt als erwartet. Dieser relative Blick über Ländergrenzen hinweg unterscheidet das Konzept von einer starren Gewichtung nach ausstehenden Schuldenvolumina.

Das Interview mit Roman Kostal, Portfoliomanager

DFA Nach einer längeren Phase sinkender Leitzinsen hat sich das Bild inzwischen gedreht: Die Inflationsrisiken sind zurück, und an den Märkten werden teilweise sogar weitere Zinserhöhungen erwartet. Was bedeutet dieser mögliche geldpolitische Richtungswechsel für den **TBF FIXED INCOME** – und wo sehen Sie in diesem Umfeld die größten Chancen und Risiken?

Roman Kostal Wir gehen derzeit nicht davon aus, dass die großen Zentralbanken vor einem neuen, nachhaltigen Zinserhöhungszyklus stehen. Vielmehr betrachten wir den jüngsten Inflationsanstieg überwiegend als Folge angebotsseitiger Faktoren, insbesondere höherer Energiepreise. Diese können zwar vorübergehend geldpolitische Anpassungen erforderlich machen, sollten aber nicht mit einem strukturell steigenden Inflationsdruck verwechselt werden. Solange sich daraus keine dauerhaften Zweitrundeneffekte entwickeln, erwarten wir, dass der Inflationsdruck im weiteren Verlauf wieder nachlässt und die Zentralbanken gegen Ende 2027 erneut Spielraum für Zinssenkungen erhalten.

Für den **TBF FIXED INCOME** eröffnet dieses Umfeld Chancen. Kurzfristig können steigende Inflationserwartungen und restriktivere Zinserwartungen die Anleihemärkte zwar belasten. Gleichzeitig entstehen dadurch jedoch attraktivere Einstiegsrenditen, insbesondere in Ländern, in denen die Geldpolitik bereits ausreichend restriktiv ist und die Realzinsen auf einem hohen Niveau liegen.

Unser globaler Investmentansatz ermöglicht es uns, gezielt zwischen Ländern und unterschiedlichen Laufzeitsegmenten zu unterscheiden. Während wir bei langen Laufzeiten in Märkten mit hohen Staatsdefiziten und steigenden Risikoprämien vorsichtig bleiben, sehen wir insbesondere dort Potenzial, wo die Märkte die Dauer einer restriktiven Geldpolitik überschätzen.

Wir betrachten die aktuelle Marktdynamik daher weniger als Beginn eines neuen Zinserhöhungszyklus, sondern vielmehr als eine Phase, die sich dafür eignet, den Grundstein für den nächsten geldpolitischen Lockerungszyklus zu legen.

DFA Viele Experten warnen vor einer möglichen Versteilerung der Zinskurven. Unter welchen konkreten Bedingungen würden Sie die Duration des **TBF FIXED INCOME** deutlich verlängern – und welche Signale würden Sie zu einer weiteren Verkürzung veranlassen?

Roman Kostal Wir unterscheiden grundsätzlich zwischen einer Versteilerung der Renditekurven aufgrund steigender Inflations- und Risikoprämien und einer Versteilerung infolge sinkender kurzfristiger Zinsen. Während wir im ersten Fall zunächst vorsichtig bleiben, könnte der zweite Fall attraktive Chancen eröffnen.

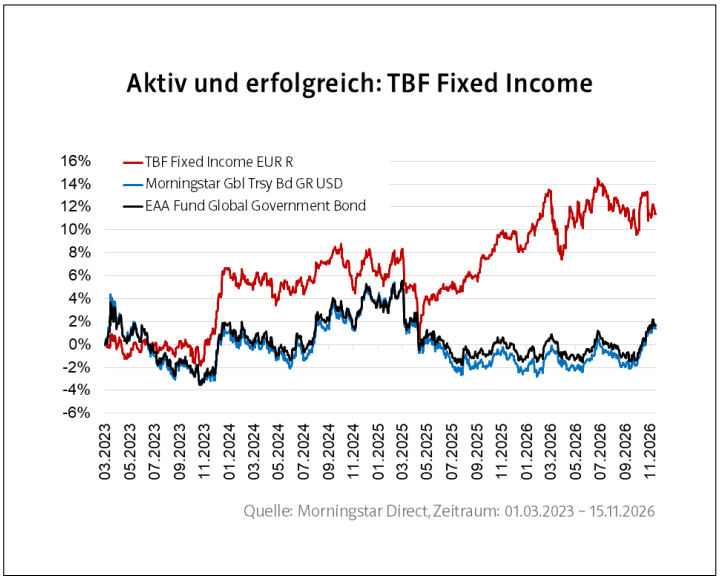
Unser Basisszenario sieht keinen neuen, nachhaltigen Zinserhöhungszyklus vor. Wir erwarten vielmehr, dass der aktuelle Inflationsdruck überwiegend temporär bleibt und die Zentralbanken gegen Ende 2027 wieder Spielraum für Zinssenkungen erhalten. Vor diesem Hintergrund betrachten wir einen weiteren Renditeanstieg insbesondere bei mittleren und längeren Laufzeiten zunehmend als potenzielle Einstiegschance.

Eine deutliche Verlängerung der Duration würden wir dann vornehmen, wenn sich eine nachhaltige Abschwächung der Inflation abzeichnet, die Konjunktur an Dynamik verliert und die Renditeniveaus ausreichend attraktive Risikoprämien bieten. Umgekehrt würden wir die Duration verkürzen, sollten sich die Inflationserwartungen dauerhaft erhöhen oder steigende Staatsdefizite die langfristigen Renditen strukturell unter Druck setzen.

Entscheidend ist für uns nicht, den exakten Zinsgipfel zu treffen, sondern frühzeitig jene Laufzeitsegmente zu identifizieren, in denen das Verhältnis zwischen laufendem Ertrag und künftigem Kurspotenzial stimmt.

DFA Schwellenländer wie Brasilien oder Mexiko locken mit hohen Realzinsen. Wie unterscheiden Sie eine echte Anlagechance von einer vermeintlich günstigen Anleihe, deren Renditevorteil später durch Währungsabwertung oder politische Risiken aufgezehrt wird?

Roman Kostal Hohe Realzinsen sind für uns zunächst ein Ausgangspunkt, aber noch kein hinreichendes Kaufargument. Entscheidend ist, ob die hohen Renditen Ausdruck einer glaubwürdigen restriktiven Geldpolitik sind oder lediglich die Kompensation für strukturelle wirtschaftliche und politische Risiken darstellen. Gerade vor dem Hintergrund unseres Basisszenarios sehen wir in ausgewählten Schwellenländern Opportunitäten. Zahlreiche Zentralbanken haben frühzeitig und konsequent auf den Inflationsdruck reagiert.



Wo hohe Realzinsen mit einer glaubwürdigen Geldpolitik, rückläufiger Inflation und einer tragfähigen fiskalischen Entwicklung zusammentreffen, können sich attraktive Ertragsperspektiven ergeben. Mit einer späteren Lockerung der globalen Geldpolitik könnten diese Märkte zusätzlich von sinkenden Renditen und einer Verbesserung der internationalen Kapitalströme profitieren.

Allerdings betrachten wir Anleihe- und Währungsrisiken grundsätzlich getrennt. Eine attraktive lokale Rendite kann durch eine deutliche Währungsabwertung schnell aufgezehrt werden. Deshalb analysieren wir neben der Zinsentwicklung insbesondere die außenwirtschaftliche Stabilität, die Fiskalpolitik und die fundamentale Bewertung der Währungen. Falls uns das Währungsrisiko nicht angemessen vergütet erscheint, erfolgt eine gezielte Absicherung.

Wir suchen nicht einfach nach hohen Renditen, sondern nach Ländern, in denen hohe Realzinsen, nachlassender Inflationsdruck und eine glaubwürdige Geldpolitik die Grundlage für überdurchschnittliche Gesamterträge schaffen.

DFA Ihr Ansatz setzt auf aktive Länder- und Währungsentscheidungen statt auf eine breite Indexnachbildung. Wo liegt die Grenze dieser Konzentration: Wann ist eine starke Überzeugung im Portfolio sinnvoll, und wann droht sie zum Klumpenrisiko zu werden?

Roman Kostal Wir sind überzeugt, dass eine rein indexorientierte Gewichtung gerade bei Staatsanleihen nicht immer sinnvoll ist. Schließlich erhalten Länder mit besonders hoher Verschuldung in klassischen Anleiheindizes häufig auch ein entsprechend hohes Gewicht. Rund 90 % der Gewichtung entfallen in den für uns relevanten globalen Staatsanleiheindizes auf die USA, Europa und Japan. Damit entsteht bereits im Index ein erhebliches Konzentrationsrisiko auf wenige hochverschuldete Industrieländer, deren Anleihemärkte in den vergangenen Jahren besonders unter steigenden Renditen gelitten haben. Eine vermeintlich breite Indexdiversifikation bedeutet somit nicht zwangsläufig eine tatsächliche Risikostreuung.

Im Gegensatz hierzu basiert unser Ansatz deshalb auf einer aktiven Auswahl von Ländern, Laufzeiten und Währungen. Gerade die Beimischung ausgewählter Schwellenländer mit attraktiven Realzinsen und teilweise abweichenden Zinszyklen kann die Diversifikation verbessern und zusätzliche Ertragsquellen erschließen. Eine höhere Gewichtung ist für uns dann gerechtfertigt, wenn attraktive Bewertungen, ein überzeugendes makroökonomisches Umfeld und ein klar identifizierbarer Investmentkatalysator zusammenkommen.

Die Grenze ist jedoch erreicht, wenn unterschiedliche Positionen faktisch demselben Risiko ausgesetzt sind. Mehrere Schwellenländerpositionen können beispielsweise auf den ersten Blick diversifiziert erscheinen, gleichzeitig aber stark von der Entwicklung des US-Dollars oder der globalen Risikobereitschaft abhängen.

Deshalb betrachten wir nicht nur einzelne Ländergewichte, sondern auch gemeinsame Risikofaktoren, Währungsexponierungen, Duration und Liquidität. Positionen werden konsequent hinterfragt, sobald sich das fundamentale Bild oder das Verhältnis von Chance und Risiko verändert.

Aktives Management bedeutet für uns nicht nur, gezielt Überzeugungen umzusetzen, sondern auch Konzentrationsrisiken zu vermeiden, die in traditionellen Anleiheindizes bereits strukturell angelegt sind.

DFA Eine etwas ungewöhnlichere Frage: Welche Ihrer heute wichtigsten Überzeugungen über den globalen Anleihemarkt würden Sie am liebsten widerlegt sehen – weil daraus eine besonders interessante neue Investmentchance entstehen könnte?

Roman Kostal Eine unserer zentralen Überzeugungen ist, dass die zunehmende Staatsverschuldung und der damit verbundene hohe Finanzierungsbedarf insbesondere in den großen Industrieländern langfristig höhere Risikoprämien rechtfertigen. Steigende Haushaltsdefizite, ein wachsendes Angebot an Staatsanleihen und die rückläufige Rolle der Zentralbanken als strukturelle Käufer sprechen aus unserer Sicht dafür, dass langfristige Renditen auch bei künftig sinkenden Leitzinsen auf einem vergleichsweise hohen Niveau bleiben könnten.

Besonders interessant wäre es allerdings, wenn sich diese Einschätzung als zu pessimistisch erweisen würde. Sollte die Inflation schneller und nachhaltiger zurückgehen als erwartet, während sich gleichzeitig die Staatsfinanzen stabilisieren oder die Nachfrage nach langfristigen Staatsanleihen deutlich zunimmt, könnten die derzeit erhöhten Laufzeit- und Risikoprämien überraschend stark zurückgehen.

In einem solchen Szenario würden sich gerade am langen Ende der Renditekurven erhebliche Chancen eröffnen. Langlaufende Staatsanleihen, die wir aufgrund fiskalischer Risiken derzeit noch selektiv betrachten, könnten dann überproportional von fallenden Renditen profitieren. Eine deutliche Verlängerung der Duration wäre für uns die konsequente Reaktion.

Die vielleicht interessanteste Investmentchance wäre somit nicht, dass die Zentralbanken die Zinsen stärker senken als erwartet, sondern dass die Märkte ihre Einschätzung der langfristigen Zins- und Fiskalrisiken grundlegend revidieren. Genau darin liegt für uns der Mehrwert eines aktiven globalen Anleihemanagements: Veränderungen frühzeitig zu erkennen und dort zu investieren, wo sich neue Chancen eröffnen.

Portfolio – spürbare Schwellenländer- und Währungskomponente

TBF FIXED INCOME EUR R

WKN	A3DV7F
Auflagedatum	01.03.2023
Fondsvolumen	54,65 Mio. USD
Verantwortlich	TBF Global Asset Management GmbH
Peergroup	Rentenfonds global
Kontakt	https://www.tbfsam.com/de/fonds/tbf-fixed-income/

Per 31. Oktober 2026 hielt der Fonds 44 Positionen. Rund 90 % waren Investment Grade zugeordnet, ca. 9 % High Yields. Die geografische Allokation umfasste etwa 34 % Europa, 24 % Amerika, 11 % Australien (inkl. Neuseeland), 5 % Asien und 4 % Afrika. Auch die Währungsstruktur war breit gestreut: Neben USD (17 %) und GBP (10 %) spielten auch beispielsweise Real (9 %), Euro (8 %), Australischer Dollar (8 %), Mexikanischer Peso und Polnischer Zloty mit jeweils rund 5 % eine Rolle.

Wertentwicklung (per 12.11.2026)

Die ältere USD-R-Tranche (Auflegung 15.12.2022) kann seit Auflage um etwas mehr als 7 % zulegen (EUR-R-Tranche +11,55 % seit Auflegung am 01.03.2023), über 3 Jahre +9,66 % (EUR-R-Tranche +11,35 %), über 12 Monate +1,14 % (EUR-R-Tranche +1,74 %) und seit Jahresbeginn steht ein Plus in Höhe von 2,11 % bzw. 2,55 % für die EUR-R-Tranche.

Fazit

Der **TBF FIXED INCOME** ist ein aktiv gesteuerter globaler Staatsanleihenfonds mit einer ausgeprägten Makro-, Länder- und Währungskomponente. Die Strategie profitiert von der Erfahrung Roman Kostals und der Freiheit, Zinszyklen verschiedener Regionen gegeneinander auszuspielen. Die bisherige Wertentwicklung ist überzeugend, wenngleich der Zeitraum noch recht kurz ist. Für Anleger, die mehr als einen klassischen Euro-Rentenfonds suchen und bewusst aktive Chancen eingehen möchten, ist der Ansatz unserer Meinung nach interessant und mehr als einen Blick wert. Wir werden den Fonds weiter redaktionell begleiten und zu gegebener Zeit überprüfen, ob die Erwartungen erfüllt werden.

Bis zur kommenden Ausgabe verbleiben wir herzlichst

Michael Bohn **Markus Kaiser** **Werner Lang**

„Nicht die Glücklichen sind dankbar. Es sind die Dankbaren, die glücklich sind."

Francis Bacon

DER FONDS ANALYST ist ein zweimal monatlich erscheinender Informationsdienst für professionelle Investmentstrategien in internationalen Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds. Herausgeber ist die Greiff Research Institut GmbH, ein Analyseinstitut für fondsbasierte Anlagestrategien. Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang. Verantwortlicher Redakteur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Werner Lang, Markus Kaiser Herausgeber: Greiff Research Institut GmbH, Munzinger Str. 5a, D-79111 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang • HRB 715980 • USt.-Id.-Nr.: DE815685325 • Tel. 0761/76 76 95 0, Fax: 0761/ 76 76 95 59. Der Abonnementpreis beträgt EUR 12,-- inkl. MwSt. pro Ausgabe (EUR 144,--/ halbjährlich)

Disclaimer: Für die sprachliche Formulierung und Ausarbeitung einzelner Texte dieses Magazins wurden teilweise generative KI-Modelle als Hilfsmittel eingesetzt. Die in diesem Brief veröffentlichten Angaben beruhen auf Quellen, die wir als seriös und verlässlich einschätzen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationsquellen kann nicht übernommen werden. Weder unsere Musterdepots noch Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren stellen eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Produkten dar. Der Newsletter darf deshalb nicht als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, da darin lediglich die subjektive Meinung des jeweiligen Autors reflektiert wird. Leser, die auf Grund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln vollständig auf eigene Gefahr und sollten sich in jedem Fall von ihrer Haus- bzw. Depotbank beraten lassen, inwieweit die vorgestellten Anlagen zum persönlichen Risikoprofil passen. Dieser Newsletter kann diese Beratungsfunktion nicht übernehmen. Des Weiteren können Herausgeber, Autor oder nahestehende Dritte Longpositionen in den besprochenen Anlagen eingegangen sein. In diesem Fall liegt ein Interessenkonflikt im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung EU Nr. 596/2014 vor, den wir unten offenlegen. Bei den analysierten Wertpapieren oder derivativen Produkten handelt es sich um Anlagen mit überdurchschnittlichem Risiko. Insbesondere bei Optionsscheinen oder Auslandsaktien besteht das Risiko eines Totalverlustes. Eigenverantwortliche Anlageentscheidungen im Wertpapiergeschäft darf der Anleger deshalb nur bei eingehender Kenntnis der Materie in Erwägung ziehen. Weitere Details im Hinblick auf bestehende Risiken sowie weitere bestehende Eigenpositionen werden im ausführlichen Disclaimer unter der Internetadresse www.derfondsanalyst.de/eigenpositionen offengelegt. Mit dem Bezug dieser Information erkennt der Leser diesen Disclaimer an und stellt den Herausgeber von allen Haftungs- und Gewährleistungsansprüchen frei.